

**T.C**  
**Mersin Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**İşletme Anabilim Dalı**

**ÇOKULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI KARARLARI: BORSA  
İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**İpek Melek CEVLANİ ÖZ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Mersin, 2014**

T.C  
Mersin Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Anabilim Dalı

ÇOKULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI KARARLARI: BORSA  
İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

İpek Melek CEVLANİ ÖZ

Danışman  
Prof. Dr. Ayşe Gül YILGÖR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin, 2014



T.C.  
MERSİN ÜNİVERSİTESİ REKTÖRLÜĞÜ  
Sosyal Bilimler Enstitü Müdürlüğü



YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi Olarak Sunduğum “Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı Kararları: Borsa İstanbul’da İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir Uygulama” Başlıklı Bu Çalışmanın, Bilimsel Etik Kurallara ve Geleneklere Uygun Şekilde tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini onurumla doğrularım.

.16.10.2014

İpek Melek CEVLANİ ÖZ

Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

İpek Melek CEVLANİ ÖZ tarafından hazırlanan Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı Kararları: Borsa İstanbul'da İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir Uygulama başlıklı bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başarılı



Başarısız



Üye

Prof. Dr. Ayşe Gül YILGÖR  
(Danışman)



Üye

Prof. Dr. Turhan KORKMAZ

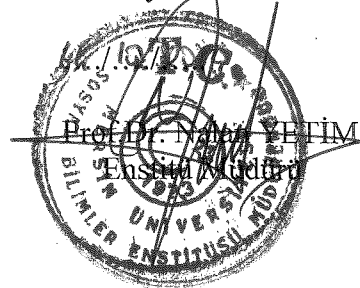


Üye

Doç. Dr. Erdiñ KARADENİZ

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

Onay



## ÖNSÖZ

Tezin hazırlanması sürecinde ilgisini ve katkılarını hiç esirgemeyen, derin bilgi ve tecrübesiyle beni her konuda yönlendiren, tez yazımında büyük bir özveri ve sabırla yol gösteren değerli danışman hocam Prof. Dr. Ayşe Gül YILGÖR'e, uygulama aşamasında yardımlarını esirgemeyen Doç. Dr. Tefik AYTEMİZ'e ve Yrd. Doç. Dr. Fatih Kaplan'a, bilimsel eleştiri ve önerileri ile katkıda bulunan Prof. Dr. Turhan KORKMAZ'a ve Doç. Dr. Erdinç KARADENİZ'e, her şeyden önce arkadaşlığımı kazanmaktan ötürü çok mutlu olduğum, bilgi paylaşımı, önerileri ve manevi desteği ile yanımda olan Arş. Gör. Aslı YIKILMAZ ERKOL'a, sevgisi ve fedakarlığıyla beni bugüne getiren canım annem Keriman CEVLANİ'ye ve de çalışmam boyunca desteğini hep hissettiren, sevgi, saygı ve sabırla yanımda olan sevgili eşime en içten teşekkürlerimi sunarım.

## ÖZET

### **ÇOKULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI KARARLARI: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Bu çalışmanın amacı, çokuluslu şirketlerin sermaye yapılarının incelenmesi, çokuluslu şirketlerin sermaye yapısı kararlarında belirleyici olan faktörlerin belirlenmesi ve sermaye yapılarının yerel şirketler ile farklılık gösterip göstermediğinin tespit edilmesidir. Çalışmada çokuluslu şirketlerin (ÇUŞ) ve yerel şirketlerin sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenlerin ortaya çıkarılması amacıyla, 2004-2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 20 tane çokuluslu ve 30 tane yerel şirketin sermaye yapıları incelenmiştir. Sermaye yapısında etkili olan değişkenler karşılaştırmalı analiz ve de panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir.

Analiz kapsamında toplam borçların toplam aktifler içindeki payı bağımlı değişken olarak kullanılmış ve ayrıca borçlanma oranını etkilediği düşünülen, karlılığı, büyüklüğü, büyüme olanaklarını, riski, varlık yapısını, borç dışı vergi kalkanını, borçlanma maliyetini, likiditeyi, firmanın kuruluş yaşını ve de halka açılma yaşını temsil eden 10 adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre; hem çokuluslu şirketlerde hem de yerel şirketlerde borçlanma oranını en fazla etkileyen değişken borç dışı vergi kalkanıdır. Çokuluslu şirketler için borçlanma oranını ikinci sırada etkileyen değişken varlık yapısı iken yerel şirketlerin sermaye yapısı kararlarında bu değişkenin etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Bunların dışında ÇUŞ'ların sermaye yapılarında kar, likidite, halka açılma yaşları ve borç maliyeti değişkenleri etkili iken, büyüme olanakları, kuruluş yaşları, risk ve firma büyüklüğü değişkenlerinin etkisinin bulunmadığı saptanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Çokuluslu Şirket, yerel Şirket, sermaye yapısı, borçlanma oranı, firmaya özgü değişkenler.

## ABSTRACT

### **CAPITAL STRUCTURE DECISIONS IN MULTINATIONAL CORPORATIONS: AN APPLICATION ON CORPORATIONS TRADING IN BORSA ISTANBUL**

The aim of this study is to investigate the capital structure of multinational corporations, to determine the factors which are decisive in the capital structure decisions of multinational corporations and to evaluate whether they have differences in their capital structures with respect to domestic corporations. In this study, the capital structures of 20 multinational and 30 domestic corporations, which were registered in Borsa Istanbul between the years 2004 and 2012, were investigated in order to reveal the firm's specific variables that affect the capital structures of multinational and domestic corporations. The variables affecting the capital structure were analyzed by using comparative analysis and panel data model.

Within the scope of analysis, the proportion of total debts in total assets is used as dependent variable. Moreover, 10 different independent variables which are suggested to affect the leverage and which represent profitability, firm size, growth opportunities, business risk, tangibility, non-debt tax shield, cost of debt, liquidity, age of establishment of the firm, and initial public offering age. According to the analysis results, the most effective variable on leverage in both multinational and domestic corporations is the non-debt tax shield. While the second most effective variable for multinational corporations is tangibility, it is found that this variable has no effect on capital structure decisions of domestic corporations. Moreover, while the variables such as profitability, liquidity, initial public offering age and cost of debt are effective in capital structure of multinational



corporations, it is found that variables like growth opportunities, establishment age, business risk and firm size are not effective.

**Key Words:** Multinational corporations, domestic corporations, capital structure, leverage, firm's specific variables..

## İÇİNDEKİLER

|  |          |
|--|----------|
| ÖNSÖZ.....   | i        |
| ÖZET.....  | ii       |
| ABSTRACT.....  | iv       |
| İÇİNDEKİLER.....                                     | vi       |
| KISALTMALAR.....                                     | xii      |
| TABLolar LİSTESİ.....                                | xiii     |
| ŞEKİLLER LİSTESİ.....                                | xv       |
| GRAFİKLER LİSTESİ.....                               | xvi      |
| GİRİŞ.....   | 1        |
| <b>I. BÖLÜM: ÇOKULUSLU ŞİRKET (ÇUŞ) KAVRAMI.....</b> | <b>4</b> |
| I.1. Çokuluslu Şirket Kavramı.....                   | 4        |
| I.2. Çokuluslu Şirketlerin Tarihi Gelişimi.....      | 8        |
| I.2.1. Ticaret Dönemi.....                           | 8        |
| I.2.2. Sömürge ve İmtiyaz Dönemi.....                | 9        |
| I.2.3. Uluslararası Dönem.....                       | 10       |
| I.2.4. Küreselleşme Dönemi.....                      | 13       |
| I.3. İşletmelerin Çokuluslaşma Nedenleri.....        | 17       |
| I.3.1. Maliyetleri Düşürmek.....                     | 18       |
| I.3.1.1. Üretim Maliyetlerinin Farklı Oluşu.....     | 19       |
| I.3.1.2. Vergi Oranlarındaki Farklılıklar.....       | 20       |
| I.3.2. Riski Dağıtmak.....                           | 21       |
| I.3.3. Teknolojik Etkenler.....                      | 22       |
| I.3.4. Sermaye Birikimi.....                         | 23       |

|  |           |
|--|-----------|
| I.3.5. Dış Ticaret Engellerinin Kaldırılması.....                                      | 24        |
| I.4. Çokuluslu Şirketlerin Ev Sahibi Ülke ve Ana Ülke Üzerindeki Etkileri.....         | 26        |
| I.4.1. ÇUŞ'ların Ev Sahibi Ülke Üzerindeki Etkileri.....                               | 27        |
| I.4.2. ÇUŞ'ların Ana Ülke Üzerine Etkileri.....  | 30        |
| I.5. Çokuluslaşma Stratejileri.....  | 31        |
| I.5.1. İhracat Faaliyetleri.....   | 32        |
| I.5.2. Stratejik İttifaklar.....   | 33        |
| I.5.2.1. Ortak Girişim (Joint Venture).....  | 33        |
| I.5.2.2. Lisans Anlaşmaları.....   | 35        |
| I.5.2.2.1. Temel Lisans Anlaşması.....   | 36        |
| I.5.2.2.2. Franchising.....  | 37        |
| I.5.2.2.3. Yönetim Sözleşmesi.....   | 38        |
| I.5.2.2.4. Sözleşmeli Üretim.....  | 38        |
| I.5.3. Şirket Birleşmeleri (Merger) ve Stratejik Birleşmeler (Strategic Alliance)..... | 39        |
| I.5.4. Konsorsiyum.....  | 43        |
| I.5.5. Anahtar Teslim Projeleri.....   | 44        |
| I.5.6. Yap-İşlet-Devret Sözleşmesi.....  | 45        |
| I.5.7. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....  | 46        |
| I.6. Çokuluslu Şirketlerin Finansal Yapıları.....                                      | 49        |
| <b>II. BÖLÜM: SERMAYE YAPISININ TEORİK ÇERÇEVESİ.....</b>                              | <b>53</b> |
| II.1. Sermaye Yapısı Tanımı.....   | 53        |
| II.2. Sermaye Yapısı İle İlgili Temel Yaklaşımlar.....                                 | 56        |
| II.2.1. Net Gelir Yaklaşımı.....   | 57        |
| II.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....   | 59        |

|   |     |
|---|-----|
| II.2.3. Geleneksel Yaklaşım.....  | 61  |
| II.2.4. Modigliani ve Miller Yaklaşımı.....                             | 63  |
| II.3. Sermaye Yapısına İlişkin Yeni Yaklaşımlar.....                    | 69  |
| II.3.1. Vergi Faktörü Kuramı.....                                       | 69  |
| II.3.2. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri Kuramı.....               | 71  |
| II.3.3. Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi (Signalling Theory).....      | 73  |
| II.3.4. Temsil Teorisi (Agency Theory).....                             | 76  |
| II.3.5. Dengeleme Teorisi (Trade Off Theory).....                       | 82  |
| II.3.6. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory).....          | 84  |
| II.4. Optimal Sermaye Yapısı.....                                       | 87  |
| II.5. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler.....                         | 90  |
| II.5.1. Makro Ekonomik Değişkenler.....                                 | 91  |
| II.5.2. Sektöre Özgü Değişkenler.....                                   | 93  |
| II.5.3. Firmaya Özgü Değişkenler.....                                   | 95  |
| II.5.3.1. Firmaların Varlık Yapısı.....                                 | 96  |
| II.5.3.2. Karlılık.....   | 98  |
| II.5.3.3. Firma Büyüklüğü.....  | 99  |
| II.5.3.4. Borç Dışı Vergi Kalkanı.....                                  | 100 |
| II.5.3.5. Büyüme Olanakları.....  | 101 |
| II.5.3.6. Likidite Düzeyi.....  | 103 |
| II.5.3.7. Firma Riski.....  | 104 |
| II.5.3.8. Firma Yaşı.....   | 105 |
| II.5.3.9. Borçlanma Maliyeti.....                                       | 106 |
| II.6. Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapılarını Etkileyen Faktörler..... | 107 |

|  |            |
|--|------------|
| II.7. Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapısına İlişkin Ulusal ve Uluslararası Alanda Yapılmış Çalışmalar.....                            | 112        |
| <b>III. BÖLÜM: ÇOKULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI KARARLARI: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA.....</b> | <b>120</b> |
| III.1. Çalışmanın Amacı.....   | 121        |
| III.2. Çalışmada Kullanılan Örneklem.....  | 123        |
| III.3. Modelde Kullanılan Değişkenler.....   | 127        |
| III.3.1. Modelde Kullanılan Bağımlı Değişkenler.....   | 129        |
| III.3.2. Modelde Kullanılan Bağımsız Değişkenler.....  | 129        |
| III.4. Kısıtlar.....   | 130        |
| III.5. Analizde Kullanılan İstatistikî Model.....  | 131        |
| III.5.1. Panel Veri Analizi.....   | 131        |
| III.5.2. Panel Veri Modelleri.....   | 133        |
| III.5.2.1. Havuz Modeli (Pooled Model).....  | 135        |
| III.5.2.2. Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model).....   | 135        |
| III.5.2.3. Rastsal Etkiler Modeli (Random Effects Model).....  | 136        |
| III.6. Verilerin İstatistiksel Analizi.....  | 138        |
| III.6.1. ÇUŞ ve Yerel Şirket Sermaye Yapısını Etkileyen Değişkenlerin Karşılaştırmalı Analizi.....                                     | 142        |
| III.6.2. Model I: Çokuluslu Şirket Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Değişkenlerin Analizi.....                                  | 145        |
| III.6.3. Model II: Yerel Şirket Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Değişkenlerin Analizi.....                                     | 158        |

|  |            |
|--|------------|
| III.7. Uygulamadan Elde Edilen Sonuçların Genel Değerlendirmesi..... | 167        |
| <b>SONUÇ.....</b>  | <b>173</b> |
| <b>KAYNAKÇA.....</b>   | <b>180</b> |
| <b>EKLER</b>   |            |

**KISALTMALAR**

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ÇUŞ: Çokuluslu Şirket

DTÖ: Dünya Ticaret Örgütü

GATT: Genel Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Anlaşması

GSYİH: Gayrisafi Yurt İçi Hasıla

M&M: Modigliani ve Miller

OPEC: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı

WIR: World Investment Report

## TABLOLAR LİSTESİ

|  |     |
|--|-----|
| <b>Tablo I.1.</b> Fortune Global 500 2014 Listesinin İlk 10 Çokuluslu Şirketi .....                                      | 16  |
| <b>Tablo II.1.</b> Yabancı Kaynak ve Özkaynağın Temel Özellikleri.....   | 54  |
| <b>Tablo II.2.</b> Sermaye Yapısı Teorileri ve Firmaya Özgü Faktörlerin Kaldıraç Oranı İle İlişkileri.....               | 106 |
| <b>Tablo III.1.</b> Ulusal ve Uluslararası Alanda Yapılmış Çalışmaların ÇUŞ Sınıflandırmaları.....                       | 125 |
| <b>Tablo III.2.</b> Örneklemi Oluşturan Sektörler.....   | 127 |
| <b>Tablo III.3.</b> Amprik Çalışmalarda Kullanılan Sermaye Yapısı Değişkenleri.....                                      | 128 |
| <b>Tablo III.4.</b> Analizde Kullanılan Bağımsız Değişkenler.....  | 130 |
| <b>Tablo III.5.</b> Örneklem Gruplarının Sermaye Yapıları, Kaynaklarının Dağılımı ve Borçlanma Vadeleri (2004-2012)..... | 139 |
| <b>Tablo III.6.</b> ÇUŞ ve Yerel Şirket Sermaye Yapısını Etkileyen Değişkenlerin Karşılaştırmalı Analizi.....            | 142 |
| <b>Tablo III.7.</b> Jarque-Bera Normallik Testi Sonuçları.....   | 145 |
| <b>Tablo III.8.</b> Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi (2004-2012 Dönemi).....                | 146 |
| <b>Tablo III.9.</b> Panel Birim Kök Testleri.....  | 148 |
| <b>Tablo III.10.</b> F-Testi ve LR Testi Sonuçları.....  | 149 |



|  |     |
|--|-----|
| <b>Tablo III.11.</b> Hausman Test Sonuçları.....   | 150 |
| <b>Tablo III.12.</b> Değişen Varyans, Otokorelasyon Ve Birimler Arası Korelasyon Testleri.....                           | 151 |
| <b>Tablo III.13.</b> Model I İçin Dirençli Ve Tutarlı Sabit Etkiler Modeli Regresyon Sonuçları.....                      | 154 |
| <b>Tablo III.14.</b> Model II için Jarque-Bera Normallik Testi Sonuçları.....  | 159 |
| <b>Tablo III.15.</b> Model II için Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi (2004-2012 Dönemi)..... | 160 |
| <b>Tablo III.16.</b> Model II için Panel Birim Kök Testleri.....   | 161 |
| <b>Tablo III.17.</b> Model II için F-Testi Sonuçları.....  | 162 |
| <b>Tablo III.18.</b> Model II için Hausman Test Sonuçları.....   | 162 |
| <b>Tablo III.19.</b> Model II için Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testleri.....             | 163 |
| <b>Tablo III.20.</b> Model II İçin Dirençli ve Tutarlı Sabit Etkiler Modeli Regresyon Sonuçları.....                     | 164 |
| <b>Tablo III.21.</b> İstatistikî Analiz Sonuçlarının Karşılaştırılması.....  | 168 |

**ŞEKİLLER LİSTESİ**

|   |     |
|---|-----|
| <b>Şekil I.1.</b> Çokuluslu Şirket Tanımı ve Çokuluslaşmada Tarafsız Endeksler..... | 7   |
| <b>Şekil I.2.</b> Çokuluslaşma Stratejileri.....                                    | 32  |
| <b>Şekil I.3.</b> ÇUŞ'lar Açısından Ortak Girişimlerin Avantajları.....             | 34  |
| <b>Şekil I.4.</b> Şirket Birleşme Şekilleri.....                                    | 39  |
| <b>Şekil I.5.</b> Çokuluslu Şirketlerin Yönetim Biçimleri.....                      | 50  |
| <b>Şekil II.1.</b> Asimetrik Bilginin Borçlanma Üzerindeki Etkileri.....            | 77  |
| <b>Şekil II.2.</b> Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler.....                        | 91  |
| <b>Şekil II.3.</b> ÇUŞ Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler.....                    | 110 |

**GRAFİKLER LİSTESİ**

|  |     |
|--|-----|
| <b>Grafik I.1.</b> Dünya’da Uluslararası Doğrudan Yatırımlar.....                        | 14  |
| <b>Grafik II.1.</b> Net Gelir Yaklaşımı.....   | 58  |
| <b>Grafik II.2.</b> Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....                                   | 60  |
| <b>Grafik II.3.</b> Geleneksel Yaklaşım.....   | 62  |
| <b>Grafik II.4.</b> M&M Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Yapısı.....                     | 64  |
| <b>Grafik II.5.</b> Dengeleme Kuramı.....  | 83  |
| <b>Grafik II.6.</b> Optimal Sermaye Yapısı.....  | 88  |
| <b>Grafik III.1.</b> Örneklem Gruplarının Sermaye Yapıları ve Kaynaklarının Dağılımı.... | 141 |

## GİRİŞ

Ticari faaliyetlerin uluslararası alanda gerçekleştirilmesinin çok eski bir geçmişi bulunmaktadır. Ancak özellikle II. Dünya Savaşı sonrasında ülkeler arasındaki politik ve ekonomik gelişmeler ve ülkelerdeki hızlı sermaye birikimleri, ülkelerin ekonomilerinde hızlı bir gelişmeye neden olmuştur. Çeşitli anlaşmalarla tarifeler, kotalar gibi ticareti sınırlayıcı engellerin azalmaya başlamasıyla ve dünya ticaretine yön veren kurumların etkinliğinin artmasıyla 1960 sonrası dönem çokuluslu şirket faaliyetlerinin ortaya çıktığı ve uluslararası ticaretin geliştiği bir dönemdir. Küreselleşme dönemi olarak bilinen 1980'li yıllardan sonra ise, ülkelerarası ekonomik ilişkilerin yaygınlaşması bilgiye dayanan ekonomilerin önemiminin artması, liberalleşme sürecine girilmesi, kültürlerin ve inançların benzer bir hale dönüşmeye başlaması uluslararası alanda faaliyette bulunan şirketlerin önemini daha da arttırmıştır.

Güçlü bir sermaye yapısına ve teknolojik alt yapıya sahip olan şirketler maliyetlerini azaltmak, risklerini dağıtmak, sermaye birikimlerini karlı yatırımlara dönüştürmek gibi nedenlerle ülke sınırlarının dışına çıkıp farklı ülkelerde faaliyette bulunmaya yönelmişlerdir. Böylece ihtiyaç duyduğu girdileri dünyanın farklı yerlerinden karşılayabilen, faaliyetlerini farklı ülkelerde gerçekleştiren ve dünya çapında pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunabilen çokuluslu şirketler dünya ekonomisinde daha güçlü bir yapıya sahip olmaya başlamışlardır. Ülkelerin ödemeler dengesi ve istihdam seviyesi üzerindeki büyük etileri, sermaye ve teknoloji transferine sebep olmaları gibi nedenlerle bu şirketler dünyanın ekonomik ve politik yapısında büyük bir önem taşımaktadırlar.

Ülkelerin ekonomik, sosyal ve kültürel yapılarını etkileyen bu şirketler, para birimi farklılıkları, dil ve kültür farklılıkları, ekonomik çevre farklılıkları, yasal düzenleme farklılıkları ve politik risk gibi birbirinden farklı çevre koşullarına sahiptirler. Şirket faaliyetlerinin farklı ülkelere yayılmasıyla oluşan bu koşullar ÇUŞ'ların yapısını yerel şirketlerin yapısından farklı kılmaktadır.

Bütün şirketlerde olduğu gibi bir ÇUŞ yöneticisinin hedefi de firma değerini maksimum kılmaktır. Ancak ÇUŞ'ların finansal yöneticileri karmaşık yapılarından dolayı birçok faktörle yüz yüze gelmekte bu yüzden de bu şirketlerin devamlılığı ve büyüme olanakları kritik bir önem taşımaktadır. Bu noktada şirketlerin finansmanında kullandıkları borç ve öz sermaye bileşimi yani sermaye yapısı kararları büyük bir öneme sahiptir. ÇUŞ'ların sermaye yapıları hem karşılaştıkları riskler hem de temsil sorunları itibariyle daha karmaşıktır. Bu noktada ÇUŞ'ların bütün şirketlerin hedeflediği gibi optimal sermaye yapısına ulaşabilmeleri daha zorlu bir süreci gerektirmekte ve sermaye yapısı kararlarının alınmasında etkili olan faktörlerin belirlenmesinin önemini arttırmaktadır.

Finans literatüründe işletmelerin sermaye yapısı ve sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenlerin belirlenmesi amacıyla çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalardan ÇUŞ'lara odaklananlar da olmuştur. Türkiye'de ulusal düzeyde faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapıları üzerine yapılmış olan pek çok çalışma bulunmasına karşın Türkiye'de faaliyet gösteren çokuluslu şirketlerin sermaye yapıları kararları ve bu kararları etkileyen faktörler üzerine yapılmış çalışma sayısı oldukça azdır. Bu konuda literatüre katkı sağlayabilmek amacıyla çokuluslu şirketlerin sermaye yapısı kararlarında etkili olan firmaya özgü değişkenlerin belirlenmesi, borç kullanma oranları ve vadeleri tespit edilmeye çalışılıp yerel şirketler ile karşılaştırılması amaçlanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, ÇUŞ kavramı ile ilgili genel bilgiler verildikten sonra ÇUŞ'ların tarihi gelişimi, işltmelerin çokuluslaşma nedenleri ve çokuluslaşma stratejileri hakkında genel bir çerçeve oluşturulacaktır. Ayrıca ÇUŞ'ların ana ülke ve ev sahibi ülke üzerindeki etkileri ve finansal yapılarının nasıl olduğu da anlatılmaya çalışılacaktır. Bu bölüm ÇUŞ hakkında genel bir literatür tekrarı niteliğindedir.

İkinci bölümde, sermaye yapısının teorik çerçevesinin oluşturulabilmesi amacıyla sermaye yapısı ile ilgili temel yaklaşımlar, yeni yaklaşımlar ve optimal sermaye yapısı anlatılacaktır. Bunlarla beraber sermaye yapısını etkileyen faktörler ve çokuluslu şirketlerin sermaye yapılarını etkileyen faktörler üzerinde durulacaktır. Bu bölümde son olarak çalışmanın uygulama kısmında yer alan modellerin kurulmasında ve modele dahil edilen değişkenlerin belirlenmesinde temel alınan çalışmalara yer verilerek literatür tekrarı gerçekleştirilecektir.

Üçüncü bölümde ise, ÇUŞ'ların ve yerel şirketlerin sermaye yapısı kararlarında belirleyici olan firmaya özgü değişkenlerin neler olduğunun ve yerel şirketlerin sermaye yapısı ile aralarındaki farklılıkların tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Bu kapsamda 2004-2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören örneklem dahilindeki çokuluslu şirketlerin ve yerel şirketlerin sermaye yapıları kararlarının daha iyi anlaşılması ve sonuçların daha iyi yorumlanabilmesi amacıyla borç yapıları ve borç vadeleri incelenecektir. Daha sonra her iki örneklemin sermaye yapılarını etkileyen değişkenlerin karşılaştırmalı analizi yapılmıştır. ÇUŞ ve yerel şirket sermaye yapılarına etki eden değişkenlerin tespit edilmesi amacıyla panel veri yöntemi ile iki ayrı regresyon modeli kurulmuş ve gerçekleştirilen analizlerden elde edilen sonuçlar karşılaştırılarak genel bir değerlendirme yapılmıştır.

## I. BÖLÜM: ÇOKULUSLU ŞİRKET KAVRAMI

### I.1. Çokuluslu Şirket Kavramı

Küreselleşme, ülkelerin kendi kendilerine yeterli birer yapı olmaktan çıktığı, uluslararası ticaretin ve yatırımların önündeki engellerin kalktığı, teknoloji, telekomünikasyon ve ulaştırma alanlarındaki gelişmeler sayesinde dünyanın giderek küçüldüğü, ulusal ekonomilerin birleşme eğilimine girdiği, kültürlerin birbirlerine yakınlaştığı bir süreç olarak tanımlanabilmektedir (Güner ve Yılmaz, 2010:1). 1980’li yıllarla birlikte başlayan finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, küresel ölçekte rekabetin artmasına ve ülke pazarlarının yabancı şirketlere açılmasına neden olmuştur. Ayrıca giderek benzeşen tüketici ihtiyaç ve istekleri, şirketleri yeni pazarlar bulma, maliyetleri azaltma, daha yüksek karlar elde etme ve teknoloji üretme yolunda ulusal sınırları aşarak uluslararası düzeyde faaliyet gösterme yoluna itmiştir (Yağcı, 2009:23).

Sanayi faaliyetlerinin belli bir coğrafi bölgede yoğunlaşması süreci azalmaya başlamış, sektörler ve şirketler arasında hızlı gelişmeler ortaya çıkmış, sınırlar ötesi işbirliği artmıştır (Kaçar, 2013:2). Bu süreçte çokuluslu şirketler (ÇUŞ), hem sermaye dolaşımının serbestleşmesinin hem de teknolojik ilerlemelerin etkisiyle, küreselleşmenin önemli aktörlerinden biri olarak hızla çoğalarak büyümüşlerdir. Teknolojinin, sermayenin, bilginin ve insan unsurunun hızlı bir şekilde uluslararası dolaşıma girmesi sonucu ÇUŞ kavramı da literatürdeki önemini arttırmıştır.

Çeşitli kaynaklarda Çokuluslu Firma, Global İşletme, Uluslararası İşletme terimleriyle de adlandırılan ÇUŞ’ların herkes tarafından kabul edilen belirli bir tanımı

bulunmamaktadır. En basit tanımıyla ÇUŞ farklı ülkelerde faaliyet gösteren şirketler olarak tanımlanabilir. Fakat daha geniş bir çerçeveden bakıldığında ÇUŞ'ların karmaşık yapılarından dolayı tanımında da kavram kargaşası yaşanmaktadır. Bir başka tanıma göre ÇUŞ; düşük üretim maliyetlerinden ve düşük vergilerden yararlanmak, tedarik kaynaklarını güvence altına almak ve yabancı ülke pazarlarına erişebilmek gibi çeşitli nedenler ile diğer ülkelere yatırım yapan şirketlerdir (Gilpin, 1975:9).

Birleşmiş Milletlerin tanımına göre; ÇUŞ, ekonomik işletme birimlerinin hukuki şekli ve uğraşı alanlarına bakılmaksızın iki ya da daha fazla ülkede faaliyet gösteren; işletme birimleri arasında, evrensel stratejiyi oluşturmak üzere, uyumlu ve ortak politikaların saptanmasına yol açan, bir ya da birden fazla karar alma merkezlerinin efektif kontrolüne dayalı bir karar alma sistemi altında, nüfuzun sahiplik ya da birimler arasındaki diğer bağlar yoluyla kullanıldığı; bilgi, kaynak ve sorumlulukların birimler arasında paylaşıldığı, ekonomik işletmelerden oluşan ticari bir teşebbüstür (United Nations, 1980:31-32).

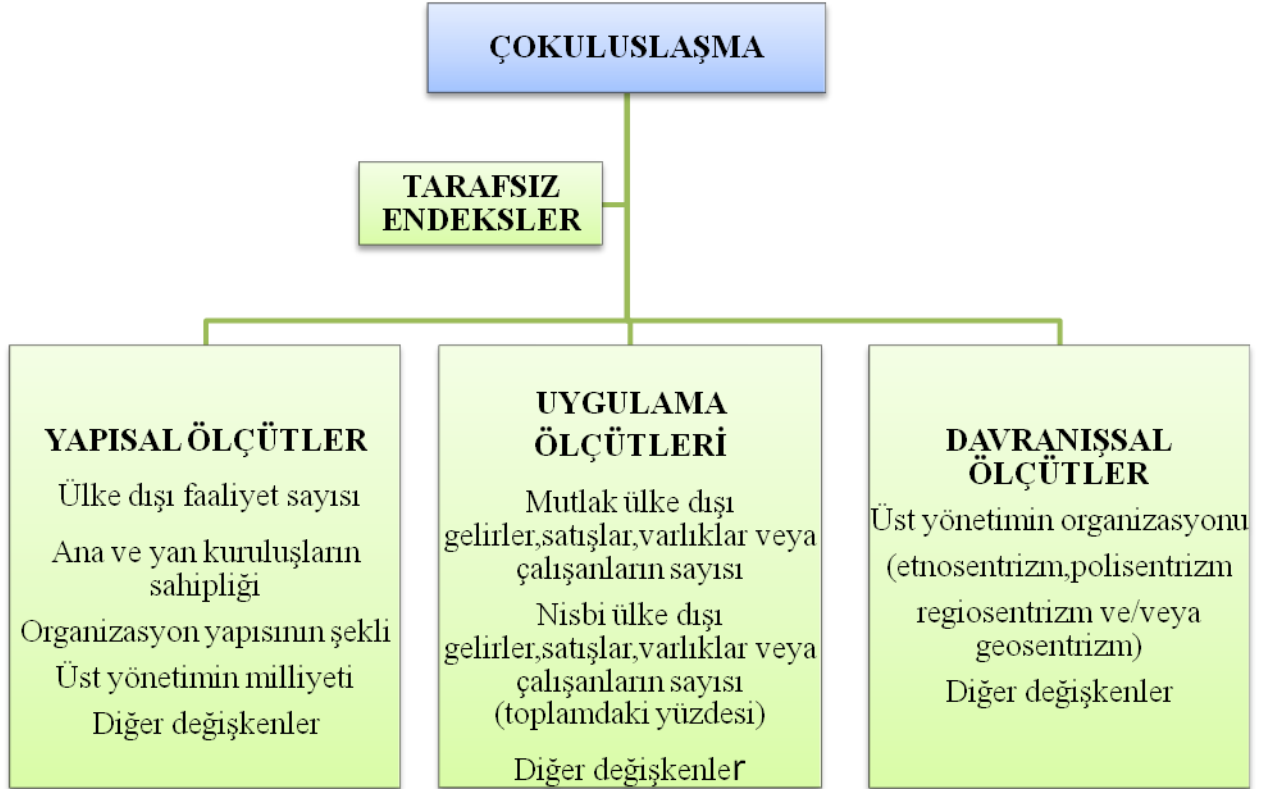
ÇUŞ, ikiden çok ülkede bağlı şirketleri aracılığı ile gelir yaratıcı yatırım ve üretim faaliyetlerinde bulunan, şirket varlık ve bütünlüğünü evrensel düzeyde ilgilendiren konularda karar alma ve uygulamada merkezileşmiş, üst düzey yöneticileri karar ve davranışlarında milliyetçilik ilkelerinden uzaklaşmış görünen ve ekonomik faaliyetlerinde bütünleşmiş şirketler topluluğudur (Şatıroğlu, 1984:22).

Başka bir tanıma göre ise ÇUŞ, iki veya daha fazla ülkede genel bir yönetim stratejisi altında şirket kaynaklarının ülkeye bakılmaksızın dağılımı ile mülkiyet ve üst yönetimin çokuluslu olmasıdır (Özalp, 1998:24).



ÇUŞ'ları, tek merkezli (ethnocentric), bölgesel merkezli (regiosentrik), çok merkezli (polycentric) ve dünya merkezli (geocentric) uluslararası şirketler olarak ayıran tanımlamalarda bulunmaktadır. Buna göre, eğer ana şirket üretimle ilgili kararları yavru şirketlere dikte ettiriyorsa tek merkezli, belli bir bölge için ortak karar alınmıyorsa bölgesel merkezli, yavru şirketlere belli bir özerklik tanınmışsa çok merkezli, şirket yönetici ve hissedarları çeşitli milliyetlerden oluşuyorsa, dünya merkezli uluslararası şirket söz konusudur. Bu ayrıma göre; ÇUŞ, yatırım faaliyetlerini birden fazla ülkede sürdüren ve üretimle ilgili kararları bir merkezden alan veya çeşitli yollarla bağlı şirketlerin kararlarını etkileyebilen şirkettir (Alpar ve Ongun, 1985:89). Tanımlardan da anlaşılacağı gibi ÇUŞ'lar için pek çok teorik ve işlevsel tanım yapılmış olsa da bu tanımlardan hiçbiri standartlaşmamıştır. Bunun nedeni ise bu şirketlerin homojen bir nitelik taşımamasından kaynaklanmaktadır. Homojen bir nitelik taşımayan ÇUŞ'lar için yapılan tanımlamalarda doğal olarak esas alınan ölçütlerde farklılık göstermekte ve tanımlamalar dikkate alındığında farklı ölçütler kullanıldığı görülmektedir. David A. Heenan ve Howard V. Perlmutter ÇUŞ tanımlamalarında kullanılan bu ölçütleri üçe ayırarak sınıflandırmışlardır. Bu sınıflama şekil I.1'de gösterilmektedir.

**Şekil I.1. Çokuluslu Şirket Tanımı ve Çokuluslaşmada Tarafsız Endeksler**



**Kaynak:** Heenan ve Perlmutter, 1976:16, Aktaran: Özalp, 1998:22

Literatürde yapılan farklı tanımlamalara rağmen ÇUŞ'larla ilgili genel kriterleri belirlemek mümkündür. Bu doğrultuda yapılan tanımlamalar esas alındığında ulaşılan sonuç ÇUŞ'ların ikiden fazla ülkede faaliyette bulunmaları en temel ortak özelliktir. Diğer taraftan, yönetim kadrosunun tek bir ülkenin tekelinden çıkması ve milliyetsizleşmesi de ÇUŞ'ların ortak özellikleridir. Ayrıca ÇUŞ'lar faaliyetlerini genel merkez tarafından koordine edilen şubeler veya bağlı şirketler aracılığıyla yürütmektedirler.

Çokuluslu şirketlerin zaman içerisinde önemini arttırması, küresel ekonominin yapısını ve işleyişini köklü bir biçimde değiştirmektedir. ÇUŞ'lar yürüttükleri faaliyet ve uyguladıkları küresel stratejiler sayesinde uluslararası ticari akımlar ile yatırımların düzeyini ve ekonomik faaliyetlerin yoğunlaşacağı yerleri tayin etmektedirler. Teknoloji transferinin en önemli aktörü konumunda olan bu şirketler sermaye ve teknoloji yoğun sektörlere yaptıkları yatırımlar yoluyla gelecekte hangi ülkelerin rekabet güçlerini ve dolayısıyla refahlarını sürdüreceklerini belirlemektedirler (Aktan ve Vural, 2012:7).

## **I.2. Çokuluslu Şirketlerin Tarihi Gelişimi**

Çokuluslu şirket terimi ilk defa David E. Lilienthal tarafından 1960 yılında 'Yönetim ve İşletmeler' konulu sempozyumda kullanılmıştır. Terim olarak çok eski bir terim olmamasına karşın, çokuluslaşmaya yol açan gelişmeler oldukça eskidir. Ancak ekonomik faaliyetlerin küreselleşmesinin ve bunun yarattığı yönetim meselelerinin, İkinci Dünya Savaşından sonra, 1960'larda ortaya çıktığı düşünülür. 1960 sonrası dönem, bir yandan çokuluslu şirket faaliyetlerinin ortaya çıktığı, bir yandan da uluslararası ticaretin hızla geliştiği bir dönemdir (Hirst ve Thompson, 2000:44). ÇUŞ'ların tarihsel süreç içindeki gelişimi dört dönemde incelenebilmektedir. Bu dönemler; Ticaret Dönemi, Sömürge ve İmtiyaz Dönemi, Uluslararası Dönem ve Küreselleşme Dönemi'dir.

### **I.2.1. Ticaret Dönemi**

Ticari faaliyetlerin uluslararasılaşmasının uzun bir tarihi vardır. Aslında ticari faaliyetler en eski uygarlıklara dayanmaktadır. Ancak Avrupa'da özel kurumlar tarafından yürütülen sistematik sınırötesi ticari faaliyetler Ortaçağla birlikte başlamıştır (Hirst ve Thompson, 2000:45). Ticaret dönemi Avrupa'daki sanayi devrimine kadar devam etmiştir.

Bu dönemde ülkelerarası politik ve siyasi baskılardan dolayı risklerin fazla oluşu ticari faaliyetleri de sınırlamıştır. Ayrıca sermayenin yetersiz olması ülkelerin üretim faaliyetlerini de sınırlamaktadır. Bazı ülkelere imtiyazlar tanınması da bu dönemde başlamıştır. Özellikle İngiliz, Hollanda ve Fransız işletmelerine tanınan ticari ve politik imtiyazlar, bu ülkelerin işletmelerinin bugün çokuluslu olmaları vasfına öncülük etmiştir.

### **I.2.2. Sömürge ve İmtiyaz Dönemi**

Bu dönem 1850 yılından İkinci Dünya Savaşı'na kadar devam eden dönemi kapsamaktadır (zalp, 1998:26). Coğrafi keşiflerin tamamlandığı ve ülkelerin karşılıklı ticari bağlarının genişlediği bu dönemin en belirgin özelliği, Sanayi Devrimi sonucunda büyük işletmelerin kurulmuş olmasıdır.

Sanayi Devrimi'nin bir sonucu olarak, özellikle batının sanayileşen ülkelerindeki hızlı sermaye birikimi, büyük şirketleri bu sermayeden en fazla karı sağlayacak yatırım alanlarını aramaya yöneltmiştir. Bu alanlar ise başlangıçta, sömürge ülkeler ve az gelişmiş ülkeler olmuştur (Kaymakçı, 2013:227). İşletmelerin ihtiyaç duyduğu hammadde temini için sömürgelerdeki girişimleri, yabancı sermaye yatırımlarının ve dolayısıyla ÇUŞ'ların dünya ekonomisinin aktörleri olmasının başlangıcı olmuştur.

Birinci Dünya Savaşı sonrasında uluslararası üretimin yapısında ve miktarında ciddi değişmeler meydana gelmiştir. Dış ticareti engelleyici politikaların azalmasıyla ÇUŞ'ların yatırımları bu dönemde artmaya başlamıştır.

İlk modern ÇUŞ bu dönem de İngiltere deterjan firması olan Lever Brothers'la Hollanda firması olan Margarine Unie'nin 1930 yılında birleşmesiyle kurulan Unilever'dir. Daha sonraları bugünde Avrupa ÇUŞ'larına örnek olarak gösterilebilecek Nestle, Royal Duch, Shell, Philiphs gibi büyük şirketler kurulmuştur.

Sömürge ve İmtiyaz döneminde ÇUŞ'ların faaliyetlerini etkileyen iki önemli olay bulunmaktadır. Birincisi 1929 yılında ekonomik çöküşün meydana geldiği büyük dünya buhranıdır. Özellikle batı ülkelerinde işsizliğin artması, üretilen malların elde kalması gibi nedenlerle diğer ülkelerdeki güçleri zayıflamıştır. İkinci olay ise, Avrupa'da Dünya Savaşının sonucu olarak çeşitli bölgelerin istila edilmesidir. Örneğin Almanya'nın işgali çoğu şirketin işgal altında kalmasına neden olmuştur (Özalp, 1998:29). Uluslararası ticaret bu dönemde gümrük, kota, kambiyo kontrolleri ve daha sonra da savaş nedeniyle olumsuz yönde etkilenmiş ve 1913-1950 yılları arasında yıllık %1'den daha düşük bir artış göstermiştir (Maddison, 1987:670).

### **I.2.3. Uluslararası Dönem**

İkinci Dünya Savaşı'nın bitmesiyle başlayan bu dönemde, ülkeler arasındaki politik ve ekonomik gelişmelerle birlikte ÇUŞ'ların yaptığı doğrudan uluslararası yatırımlar da önem kazanmıştır. 1945 sonrası ekonomide uzun canlılığı ve ona eşlik eden ticaret artışını yöneten unsur, ithalat vergilerini azaltmak, uluslararası ticaretin önündeki engelleri kaldırmak ve ticarete ayrımcı uygulamalara son vermek amacıyla 1948 yılında yürürlüğe giren Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşmasıdır. 1950-1960 döneminde artan gelir seviyesi ve gelişen kitle haberleşme araçlarından dolayı dünyanın birçok ülkesinde aynı tip ürünlere karşı bütünleşmiş bir talep oluşmuş ve dünya pazarı gelişmiştir.

Bütünleşmiş dünya ekonomisinde faaliyetlerini sürdüren işletmeler üretim faktörlerini, teknolojilerini ve pazarlama çabalarını ülke sınırlarını aşan bir biçimde koordine etmeyi hızlandırmışlardır (Kaynak ve Ardaniç, 1978:106). Bu dönemde savaş sonrası durgunlaşan ekonomiyi canlandırmak için kurulan Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu gibi örgütler de sermaye ve mal akımını hızlandırıcı etki yapmışlardır. 1945 ve 1972 yılları arasında uluslararası ticaret özellikle 1945 yılından 1950 yılına kadar dalgalı bir artış seyri izlemiştir, 1950 ile 1973 yılları arasında yıllık %9 gibi bir oranın üzerinde bir büyüme göstermiştir (Maddisson, 1987:670).

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, mal ve hizmetlere daha kolay ulaşılmasını sağlamak ve yabancı işletmelerle rekabet eden yerel işletmelerin verimliliklerini arttırmak için ülkeler arasındaki iş faaliyetlerinde tarifeler, kotalar gibi kurumsal engeller azaltılmaya başlanmıştır. 1957 yılında imzalanan Roma Anlaşması ile Ortak Pazar'ın kurulması, uluslararası ticaretin gelişmesinde ve işletmelerin uluslararasılaşması sürecinde etkili olmuş, Amerika ve Avrupa işletmeleri Ortak Pazar'ın sağladığı bu imkanlar ile yeni pazarlara açılmışlardır (Ulaş, 2008:81). Özellikle 1945-1960 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri doğrudan yabancı yatırımların büyük bir çoğunluğunu tek başına yapmaktadır. ABD firmaları kimyasal maddeler, elektrik, bilgisayar, otomobil ve petrol gibi öne çıkan endüstrilerde ürün çeşitleri ile teknolojik yenilikçi konuma gelmişlerdir (Jones, 2005:21).

Her türlü malı üreten ABD firmaları, 1950-1960'lı yıllar arasında dünyaya açılmaya başlamışlardır. Bu şirketler, teknik, finansal, yönetim ve pazarlama avantajlarını, ücretleri daha düşük olan denizaşırı ülkelerdeki işgücü ile birleştirmeyi denemişlerdir (Temizel, vd., 2005:466).

ABD tarafından oluşturulan liberal çok taraflı piyasa, dünya ticaretindeki uzun canlılık döneminin körüklenmesine yardımcı olan olağanüstü bir büyüme getirmiştir. Ancak 1970'li yılların başında Bretton Woods sisteminin çökmesi ABD hakimiyetinin zayıflamasına ve tamamen dalgalanan bir kur rejimine yol açmıştır (Hirst ve Thompson, 2000:40).

Amerikan dolarının devalüe edildiği bu dönemlerde Amerika dışındaki ÇUŞ'ların sayısında büyük bir artış meydana gelmiştir (Yüksel, 1999:115). Özellikle Avrupa ve Japon şirketleri Amerika'ya göre kaynak tasarrufu ve enerji yeterliliği konusunda daha etkili ve tedbirli davranmışlar ve Amerikan şirketlerine karşı bu konuda büyük avantajlar sağlayabilmişlerdir.

ÇUŞ'lar 1960'lardan itibaren dünya ekonomisinde baskın hale gelmişlerdir. Özellikle Amerikan ve İngiliz ÇUŞ'larının petrol ve hammadde ağırlıklı yatırımları dikkat çekici büyüklüktedir. Ancak 1973 yılında meydana gelen bir olay bu şirketleri derinden etkilemiştir. 1973 yılında OPEC'in petrol ambargosu ve bunu takiben petrol fiyatlarındaki büyük artış, milli ekonomilerin karşı atak kapasitelerini kaybetmediğini göstermiştir. Kısa bir zaman içerisinde dev petrol şirketleri birçok yabancı bağlı kuruluşlarını millileştirmişlerdir (Gilpin, 2011:284). Çünkü petrol fiyatlarındaki yükseliş, ÇUŞ'ların bulunduğu gelişmiş ülkelerde enflasyon krizi yaratarak, OPEC ülkelerindeki likiditeyi aşırı ölçüde arttırarak, Üçüncü Dünya ülkelerinin dış borçlarını yükselterek, uluslararası ekonomideki dalgalanmalara neden olmuştur (Hirst ve Thompson, 2000:40).

#### **I.2.4. Küreselleşme Dönemi**

1980'li yıllardan sonra ekonomik ilişkiler yaygınlaşmış, bilgiye dayanan ekonomilerin önemi artmış, neo-liberalizm sürecine girilmiş, kültürler, inanç ve idealler sınırları aşarak daha benzer bir hale dönüşmeye başlamıştır. Küreselleşme olarak isimlendirilen bu süreçte güçlü sermaye yapısına ve teknolojik alt yapıya sahip olan ÇUŞ'lar faaliyet alanlarının genişliği sebebiyle küresel alanda faaliyet ve rekabet güçlerini kolaylıkla yürütebilmişlerdir ve bu nedenle daha da ön plana çıkmışlardır.

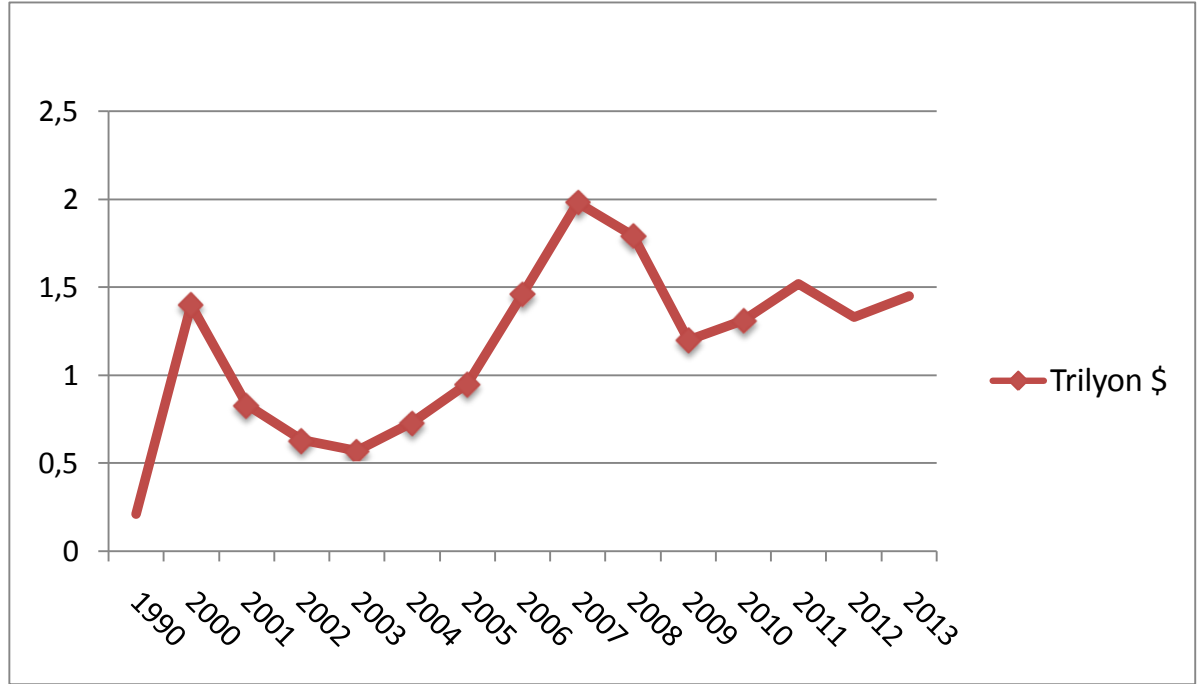
Birçok insan, küreselleşmiş ekonominin kontrol dışı piyasa güçlerinin egemenliği anlamına geldiğini ve bu piyasalardaki egemen güçlerin ulusal düzenlemelerden kaçan ÇUŞ'lar olacağını düşünmektedir (Hirst ve Thompson, 2000:15). Politika değişiklikleri, ulaşım ve iletişimdeki teknolojik ilerlemelerin yanı sıra döviz kontrollerinin azaltılması, sermaye piyasalarının serbestleşmesi ve gümrük vergilerinin azaltılması, uluslararası nakit akımını özendirmekte böylece ÇUŞ'lar için başka ülkelere yatırım yapmak kolaylaşmaktadır. Dahası sınır kontrollerinin azalması göç artışını teşvik etmekte ve ÇUŞ'lara sınır ötesi personel istihdamında özgürlük sağlamaktadır. Dolayısıyla bu sistemlerde meydana gelen değişiklikler dünya üretim sisteminin şeklinde de değişikliklere neden olmaktadır (Buckley ve Casson, 2009:1574).

Küreselleşme süreci uluslararası işlemlerin boyutlarının ve çeşitlerinin artmasına, değişik ülkelerdeki ekonomik aktörlerin eylemlerinde birbirine bağlılığının giderek derinleşmesine neden olmaktadır. Bu gelişmelerin belki de en güzel kanıtı doğrudan yatırımların büyük oranlardaki yükselişi ve sınırlar arası stratejik ortaklıkların sayısının giderek artmasıdır (Keskin, 2008:416).



1980’li yılların başından bu yana uluslararası ticarete ihracata göre doğrudan yabancı yatırımların önemi ve miktarı ÇUŞ’ların da gelişimine bağlı olarak artmaktadır. 1990-2003 dönemindeki doğrudan yabancı yatırım tutarları Grafik I.1’de gösterilmektedir.

**Grafik I.1. Dünyada Uluslararası Doğrudan Yatırımlar**



**Kaynak:** UNCTAD, World Investment Report, 2014.

Grafik I.1’de, 1990-2013 arası dönemde doğrudan yabancı yatırım akımlarının tüm dünyadaki görünümü incelendiğinde, 1990’lı yıllardan 2000’li yıllara kadar ciddi bir artış meydana geldiği, 2001 yılından itibaren keskin bir düşüş yaşandığı görülmektedir. 2003 yılına kadar azalmaya devam eden küresel akımlar yaklaşık 0,5 trilyon dolara kadar gerilemiştir. 2003 yılından sonra yatırımlardaki artışın temel nedeni, gelişmiş ülkelerde yaşanan hızlı ekonomik büyümenin sonucu olarak büyük boyutlarda birleşme ve satın almaların yaşanmasıdır. Bu yıldan itibaren toparlanmaya başlayan doğrudan yabancı yatırımlar 2007 yılında yaklaşık 2 trilyon dolar ile en yüksek seviyelerine ulaşmıştır.

2007 yılı kriz öncesi dönem olduğundan uluslararası doğrudan yatırımlar bu yılda zirveye ulaşmış ve daha sonra küresel krizin daralttığı finansman olanakları nedeniyle geçici bir düşüş yaşamıştır. Krizin en yoğun hissedildiği 2009 yılında 1,2 trilyon dolara kadar gerileyen doğrudan yabancı yatırımlar kriz etkisinin azalmasıyla tekrar artış göstermiş ve 2013 yılında 1.52 trilyon dolar seviyesine kadar yükselmiştir.

1990 ve 2000 yıllarında dünya tam anlamı ile küresel ekonominin etkisine girmiş ve bu durum çokuluslu şirketlerin sayılarında ciddi bir artışa neden olmuştur. Özellikle de son 20 yılda, dünya çapındaki politik, siyasal ve ekonomik bağımlılıkların giderek artması, uluslararası ticaret aktivitelerinin farklı formlarını giderek arttırmıştır (Brigham ve Houston, 2014:579). Birleşmiş Milletler 1997 verilerine göre; 1990'lı yılların ortalarında 280.000 yavru şirketi kontrol eden yaklaşık 45.000 çokuluslu şirket bulunmaktadır (Hirst ve Thompson, 1999:68). UNCTAD 2009 verilerine göre ise, dünyanın farklı bölgelerinde yaklaşık 82.000 ÇUŞ ve bunlara ait 810.000 adet yavru şirket faaliyet göstermektedir. Gerekli sermaye, teknoloji ve yönetim yeteneği gibi kaynaklara sahip olan gelişmiş ülkelerde bu artış daha fazla dikkat çekmektedir.

Doğrudan yapılan yabancı yatırımlar açısından sıralamaya bakıldığında, 2011 yılı itibariyle ABD, 329 milyar dolar ile en fazla başka ülkelere yatırım yapan ülke olarak görülmektedir. ABD' yi sırasıyla, 105 milyar dolar ile Almanya, 103 milyar dolar ile Fransa, 76 milyar dolar ile Hong Kong, 68 milyar dolar ile Çin, 58 milyar dolar ile İsviçre ve de 56 milyar dolarla Japonya takip etmektedir (UNCTAD, WIR, 2011:34). Elde edilen gelir miktarına göre dünyanın en büyük on çokuluslu şirketi Tablo I.1'de gösterilmektedir.

**Tablo I.1. Global 500 2014 Listesinin İlk On Çokuluslu Şirketi**

| ŞİRKET                   | ÜLKE                         | SEKTÖR    | GELİR<br>(Milyar\$) |
|--------------------------|------------------------------|-----------|---------------------|
| Wal-Mart Stores          | ABD                          | Perakende | 476.3               |
| Royal Dutch Shell        | Hollanda<br>Birleşik Krallık | Petrol    | 459.6               |
| Sinopec Group            | Çin                          | Petrol    | 457.2               |
| China National Petroleum | Çin                          | Petrol    | 432.0               |
| Exxon Mobile             | ABD                          | Petrol    | 407.7               |
| BP                       | Birleşik Krallık             | Petrol    | 396.2               |
| State Grid               | Çin                          | Enerji    | 333.3               |
| Volkswagen               | Almanya                      | Otomotiv  | 261.5               |
| Toyota Motor             | Japonya                      | Otomotiv  | 256.4               |
| Glencore                 | İsviçre                      | Enerji    | 232.7               |

**Kaynak:** Fortune Global 500, 2014 listesi.

Tablo I.1'den görüldüğü gibi dünyanın en büyük 10 ÇUŞ'a gelişmiş ülkeler ve de gelişmekte olan ülke konumundaki Çin sahiptir. Sektör açısından bakıldığında petrol yatırımları diğer sektörlerle kıyasla daha ön plandadır. Fortune Global 500 2014 listesindeki şirketlerin ülkelere göre dağılımına bakıldığında ABD 128 şirket, Çin 95 şirket ve Japonya 57 şirket ile önde gelen ülkelerdir. Bugün ÇUŞ'lar dünya ticaretinin büyük çoğunluğunu ellerinde bulundurmaktadır. Ayrıca Global 500 listesinde yer alan ilk 10 şirketin gelirleri, günümüzde birçok ülkenin gayri safi yurt içi hasılası'nın çok üzerindedir.

Örneğin; Çek Cumhuriyeti 198.4, İrlanda 217.8, Singapur 297.9, Danimarka 330.8, Güney Afrika 350.6, Kolombiya 378.1 milyar dolar ile tabloda yer alan şirketlerin gelirlerinden daha düşük GSYİH'e sahiptir (data.worldbank.org/country). Sahip oldukları gelirler dikkate alındığında, bu şirketlerin dünya ekonomisine yön verebilen önemli aktörler oldukları anlaşılmaktadır. Belirtmek gerekir ki; ÇUŞ'ların bu derece hızlı büyümelerinde, getirdikleri iktisadi kurallarla şirketlerin yatırım alanlarını genişleten IMF, Dünya Bankası, GATT, Dünya Ticaret Örgütü gibi küresel iktisadi örgütlerin payı da önemlidir.

Dunning (1993), özellikle 21. yüzyılın son çeyreğinden itibaren ekonomik alanda gözlemlenen değişim sürecinin, ülkelerarası karşılıklı bağımlılıklara yol açmasından ötürü, ülkelerin dış dünyaya kapalı ekonomik politikalar izlemesinin olanaksızlaştığını belirterek, büyüme, ekonomik kalkınma ve refah düzeyine ulaşabilmek amacıyla hem ülkeler hem de firma düzeyinde eski kuralların hakimiyetini yitirdiğini ifade etmektedir.

### **I.3. İşletmelerin Çokuluslaşma Nedenleri**

ÇUŞ'ların ölçekleri, yaptıkları yenilikler, sağladıkları katkılar ile farklı ekonomi ve kültürler arası entegrasyonu sağlamaları dikkate alındığında dünya ekonomisi için büyük öneme sahip oldukları göz ardı edilemez (Wang ve Marthur, 2011:191).

Başka ülkelerde yatırım ve üretim faaliyetlerinde bulunmak, ülkelerin sosyal, siyasal, ekonomik ve kültürel yapı farklılıkları nedeniyle ulusal sınırlar içinde ekonomik faaliyetlerde bulunmaktan daha risklidir (Şatıroğlu, 1984:27).

Bu risklere rağmen işletmelerin bağlı kuruluşlar aracılığı ile çokuluslaşmalarının temel nedeni kar elde etme arzusudur. Her geçen gün sayısı artan ÇUŞ'ların dış ülkelere yatırım yapmalarının kar elde etme arzusuyla beraber birçok nedeni daha bulunmaktadır.

Bazı ülkelerin yerel hükümetleri, düşük vergi oranları, sübvansiyonlu enerji, taşıma ücretleri ve düşük faizli borçlanma imkanları gibi çeşitli imkanlarıyla ÇUŞ'ların yatırımlarını cazip hale getirmektedirler (Rugman ve Hodgetts, 2003:228). Aşağıda belirtilen nedenlerden dolayı firmalar yabancı ülkelere mal/ürün satışı yapmak yerine çokuluslaşmayı tercih etmektedirler:

- Maliyetleri düşürmek,
- Riski dağıtmak,
- Teknolojik etkenler,
- Sermaye birikimi,
- Dış ticaret engellerinin kaldırılması,

### **I.3.1. Maliyetleri Düşürmek**

İşletmelerin çokuluslaşma nedenlerinin başında giderleri kısıtlayarak maliyetleri düşürmek gelmektedir. Yabancı alıcıya yakın bir yerde işletme kurularak taşıma masrafları ve aracılardan kaynaklanan giderler azaltılabilmekte. Ayrıca müşteri ihtiyaçlarına daha hızlı yanıt verilebilmekte ve yerel kaynaklardan yararlanabilme imkanı bulabilmektedirler. Böylece çokuluslu şirket açısından toplam giderlerde bir azalma meydana gelmektedir (Rugman ve Collinson, 2009:44).

İşletmelerin en önemli amacı kar sağlamaktır. Karı sağlamak da satış hasılatı ve maliyet giderleri faktörlerine bağlıdır (Özalp, 1998:36). ÇUŞ'lar açısından üretim maliyetlerinin yanı sıra vergi oranlarındaki farklılık ve bu farklılığın avantaja dönüştürülebilmesi kar avantajı sağlayabilmektedir.

### **I.3.1.1. Üretim Maliyetlerinin Farklı Oluşu**

Üretim faktörleri satın alınırken dikkate alınacak öncelikli kriter fiyattır. Ülkeler arası üretim faktörlerinin fiyatlarındaki dolayısıyla da üretim maliyetlerindeki farklılıklar firmaları çokuluslaşmaya iten sebeplerden biridir.

ÇUŞ'lar diğer ülkelerdeki ucuz işgücü ve hammadde kaynağı gibi üretim faktörleriyle üretim maliyetlerini düşürebilir ve kar transferleri yoluyla ana ülkenin gelirlerini arttırabilirler (Yüksel, 1999:118). Ancak, ÇUŞ'ların yerel firmalara kıyasla daha karmaşık bir çevrede faaliyetlerini sürdürmeleri onlar için bir dezavantaj olabilmektedir. ÇUŞ'lar için politik bir kaygı söz konusudur. Çoğu kez faaliyette buldukları ülke dışına kaynak aktarımı eleştirileriyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu yüzden yatırım yapılan ülke hükümetleri de, karların ana yurda geri gönderilmesi özgürlüğünü kısıtlama eğiliminde olabilmektedirler (Michel ve Shaked, 1986:90). Bu durum ÇUŞ'ların maliyet avantajına karşılık daha yüksek yatırım riski yüklenmeleri anlamını taşımaktadır.

ÇUŞ'lar açısından emek ve doğal kaynak yoğun malların bu faktörlerin bol ve ucuz olduğu yerlerde kurulması, üretim maliyetlerini düşürücü etki yapmaktadır. Çoğu Amerikan şirketlerinin Meksika, Malezya, Güney Kore, Hindistan, Hong Kong ve Tayvan gibi yerlere yaptıkları yatırımlarda bu faktörün etkisi bulunmaktadır (Seyidoğlu, 2003:455).

Ülkelerin maliyet unsuru olarak sağladıkları ayrıcalıklar ÇUŞ'ların o yerlerde yatırım yapmalarının tercih sebebi olmaktadır. Bununla beraber ÇUŞ'lar yatırım alan ülke piyasasındaki rekabetin önemli derecede artmasını sağlayabilmekte ve bunun doğal sonucu olarak tekelci yapıyı azaltabilmekte ve de yatırım alan ülkenin kaynaklarının verimliliğini arttırabilmektedirler (Caves, 1974:176).

### **I.3.1.2. Vergi Oranlarındaki Farklılıklar**

Uygulanan vergi sistemleri ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bu farklılık kurumlar vergisi için de geçerlidir. ÇUŞ'lar ülkeler arasındaki bu vergi farklılıklarının fazla olması durumunda iki farklı yol izleyebilirler. Birincisi, yatırımların doğrudan düşük vergili ülkelere yapılmasıdır. İkincisi ise yüksek vergili ülkede kazanılan gelirlerin düşük vergili ülkede faaliyette bulunan şubeye aktarılmasıdır (Seyidoğlu, 2003:556). Birinci yol vergi cenneti şeklinde de ifade edilen az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlardır. İkinci yol ise; ÇUŞ'ların farklı ülkelerdeki şubeleri arasında mal, hizmet, teknoloji alım satımını ifade eden transfer fiyatlandırmasının gelir vergisi etkisidir.

Çokuluslu şirketler, transfer fiyatlandırması yoluyla kurumlar vergisi yüksek olan şubedeki karları, bu vergilerin düşük olduğu başka bir ülke şubesine aktarabilmektedir (Seyidoğlu, 2003:460). ÇUŞ'lar ülkelerarası vergi dağılımını değiştirerek vergi sonrası karlarını da arttırabilmektedirler. Transfer fiyatlandırması kavramı, maksimum kar, minimum vergi mantığına dayanarak amaç uygunluğunu ve ideal performansı değerlendirmek için bağlı kuruluşlar arasında aktarılan mamul, yarı mamul veya parçaları fiyatlandırma stratejisidir (Borkowski, 1997:322).

Kurumlar vergisi dışında ÇUŞ'ları çokuluslaşmalarını etkileyen diğer bir vergi türü de gümrük vergisidir. Gümrük vergi ve tarifelerin düşük olduğu ülkelerde faaliyet gösteren ÇUŞ'lar için dışarıdan hammadde temininde yani ithalatta kolaylık söz konusudur. Kurumlar vergisinde olduğu gibi gümrük vergisinde de transfer fiyatlandırması kullanılabilir. Gümrük vergilerinin yüksek olduğu yerlerde diğer şubelerden veya merkezden ithal edilen hammaddenin fiyatı düşük gösterilerek ödenecek vergi miktarı da azaltılabilir.

Yukarıda yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı gibi ÇUŞ'lar ülkeler arası vergi farklılıklarından faydalanarak bir çok imkana sahip olmaktadır. Bazı yazarlar bu durumu ÇUŞ'ların işlem esnekliği veya opsiyonları olarak ifade etmekte ve ÇUŞ'ların bu opsiyonları kullanarak değerlendiklerini ileri sürmektedirler (Wang ve Mathur, 2011:192).

### **I.3.2. Riski Dağıtmak**

Uluslararası faaliyette bulunan şirketler, kontrol edemedikleri sistematik risklerle karşı karşıya kalırlar. Bu şirketlerin maruz kaldıkları riskler en genel haliyle politik riskler, ülke riskleri ve siyasal risklerdir (Rugman ve Brewer, 2003:268). Ülkeler, yerel sanayiye koruyarak satış gelirlerini arttırmak ve politik/ekonomik hedeflerini sürdürebilmek için mal ve hizmetlerle ilgili tarife, kota ve diğer sınırlamaları uygulamaya koyabilmektedirler. Bu türlü ülke engellerinden kaçınmak için firmalar çokuluslaşma yoluna gitmeyi tercih etmektedirler (Brigham ve Houston, 2014:580). Bu risklerden özellikle politik risk ÇUŞ'ların satış düzeyini etkileyebilmektedir. Yabancı ülke hükümeti vergileri arttırabilmekte veya ÇUŞ'un ülkesinde bulunduğu yavru şirketine engeller koyabilmektedir (Madura, 2012:16).



Sistematik risklere maruz kalan şirketler dış piyasalara yatırım yaparak bu riskleri minimuma indirebilmektedir. Faaliyette buldukları ülke ekonomileri ana ülke ekonomisi ile tamamen aynı derecede ve aynı yönde dalgalanmayacağından ÇUŞ'lar nakit akımlarında göreceli bir istikrar sağlamayı da başarmış olurlar.

Özellikle politik risk ve döviz kuru riskine maruz kalan firmalar karşılaştıkları risklere ve ülke içi konjonktürel dalgalanmalara karşı çeşitlendirmeye gitmek amacıyla ÇUŞ statüsüne gelirler. Farklı ülkelerde iştirakleri bulunan bu ÇUŞ'lar nakit akışlarını uluslararası ölçekte çeşitlendirebilmektedirler. Bu durum da ÇUŞ'lar için iflas riskinin azaltılabilmesi anlamına da gelmektedir (Lee ve Kwok, 1988:198).

### **I.3.3. Teknolojik Etkenler**

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemlerde gelişmiş ülkeler AR-GE faaliyetlerine önem vererek teknolojik gelişmeyi hızlandırmışlardır. Teknolojik açıdan gelişen bu ülkeler gelişmemiş ülkelerde doğal kaynakları işleme fırsatı bulmuşlardır.

Teknolojik bilgi ve beceriye sahip ülkeler, ürünleri farklılaştırarak uluslararası pazarlarda üstünlük elde etmişler, yani modern teknoloji sayesinde pazar paylarını arttırabilme imkanı sağlamışlardır.

Taşımacılık ve haberleşme alanındaki hızlı teknolojik gelişmeler de hizmet kalitesinin yükselmesine ve maliyetlerin düşmesine yardımcı olmakta ve ÇUŞ'ların faaliyetlerinin uluslararası alana yayılmasını kolaylaştırmaktadır. Haberleşme alanındaki teknolojik gelişmeler, uzak yerlerdeki üretim ve dağıtım faaliyetleriyle ilgili daha iyi bilgi akışı, etkin denetim ve koordinasyon sağlamıştır.

Ulaşımında meydana gelen gelişmeler ise, düşük taşımacılık maliyetleri sayesinde katma değeri düşük ürünlerde bile tüketiciye yakın olma zorunluluğunu en aza indirmiştir.

#### **I.3.4. Sermaye Birikimi**

Sermaye birikimi, bir ülkede üretilen değerlerin tamamının tüketilemeyip bir kısmının tasarruf edilerek yatırımlara dönüştürülmesi süreci olarak tanımlanabilmektedir (Gedikli, 2011:101). Sermaye birikimi, teknolojik gelişme ve istihdam artışının en önemli kaynaklarından birini oluşturmakta, dolayısıyla da ekonomik büyüme ve sosyal gelişme süreçlerinde kritik bir önem taşımaktadır (Saygılı, vd, 2002:99).

Sanayi devriminin bir sonucu olarak, batının sanayileşen ülkelerindeki hızlı sermaye birikimi, büyük işletmeleri bu sermayeden en fazla karı sağlayacakları yatırım alanlarını aramaya yöneltmiştir (Kaymakçı, 2013:227). İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra özellikle ABD'nin hakim ekonomi görünümüne dayanan süper devlet niteliğini somutlaştıran sermaye birikimi, yeni yatırım alanları aramalarına ve kıta dışındaki yatırımlarının artmasına neden olmuştur (Çam, 1987:93). İleri teknoloji, etkin yönetim, üretim bilgisi ve sermaye birikimine sahip olan işletmeler çokuluslaşma sürecine girmekte ve birikimlerini farklı ülkelerde karlı yatırımlara dönüştürmektedirler.

İkinci Dünya Savaşı sonrası az gelişmiş ülkelerdeki iç tasarruf açığı sanayileşmeyi gerçekleştirmede darboğaz teşkil etmektedir. Bu nedenle az gelişmiş ülkelere sermaye transferi ve dış yatırımlarla iç tasarruf açığı kapatılarak sanayileşmede ortaya çıkan bu darboğaz giderilmeye çalışılmıştır (Alpar ve Ongun, 1985:81).

### **I.3.5. Dış Ticaret Engellerinin Kaldırılması**

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ülkeler arasındaki iş faaliyetlerinde tarifeler, kotalar gibi kurumsal engeller, vatandaşların mal ve hizmetlere daha kolay ulaşmalarını sağlamak, yabancı şirketlerle rekabet sonucu yerel şirketlerin verimliliklerini arttırmak gibi nedenlerle azaltılmaya başlanmıştır. 1948 yılında yürürlüğe giren Genel Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Anlaşması (GATT) ile tarife ve kotaların azaltılmasıyla çokuluslu şirketlerin yaygınlaşmasında ve yabancı ülkelerdeki faaliyetlerinin artmasında etkili olmuştur. GATT kurumsal bir yapıya kavuşturularak 1 Ocak 1995'te Dünya Ticaret Örgütü'ne dönüştürülmüştür. Uluslararası ticaretin yasal temelleri DTÖ Anlaşmaları ile belirlenmekte ve üye ülkeler arasında uluslararası ticaret engellerini azaltmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda yaşanan büyüme, yatırım politikalarında ve ticaret rejimlerinde serbestleşmenin sürdürülmesi doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını da arttırmıştır (Ulaş, 2008:81).

Ülkelerarası ticari sınırlamaların azaltılması veya ortadan kaldırılması yukarıda da ifade edildiği gibi işletmelerin çokuluslaşmasında hızlandırıcı bir etki yaratmıştır. Dış ticareti şekillendiren faktörlerden en önemlileri gümrük vergileri, tarife ve kotalardır. Gümrük tarifeleri; hükümetlerin ülkeye giren mallardan aldıkları vergi ve resimlerdir. Kota ise, ülkeye giren mallara getirilen miktar sınırlamasıdır.

İhracatçı firma alıcı ülkenin uygulamaya koyduğu tarife ve kotalar karşısında zor duruma düşer ve hatta o piyasayı kaybedebilir. Bu noktada ihracatçı firma için seçilecek en etkili yol, o piyasada üretime başlamaktır (Seyidoğlu, 2003:454).

Örnek olarak, Japon otomobil şirketleri ABD'nin ithal kotalarını aşmak için üretimlerini ABD'ye taşımaktadır. Honda, Nissan, Toyota gibi firmalar parçalarını ABD'de monte etmektedir. Benzer şekilde, ABD'li ilaç üreticisi Smith Cline ile İngiliz Beecham şirketlerinin birleşmesinin nedenlerinden biri, Batı Avrupa ve ABD gibi en büyük piyasalarında lisans ve düzenleyici uygulamalardan kaçınmak istemeleridir (Brigham ve Houston, 2014:580).

Finansal liberalleşme hareketleriyle birlikte Avrupa Birliği (AB), Kuzey Amerika Ülkeleri Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) gibi bölgesel işbirliği oluşumları ve Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), Genel Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Anlaşması (GATT), Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) gibi uluslararası kuruluşlar dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların / kontrollerin kaldırılmasında önemli roller üstlenmişlerdir (Yağcı, 2009:9).

Yukarıda bahsedilen nedenler ve daha birçok nedenden dolayı işletmeler çokuluslaşmayı tercih etmektedir. Dünyadaki çokuluslu şirket sayısında her geçen gün ciddi bir artış meydana gelmektedir. Burada şunu belirtmek gerekir ki, bütün çokuluslu şirketler Microsoft veya Coca-Cola gibi ciddi büyüklükteki işletmeler değildir. Bir veya birkaç yan kuruluşu sahip olan, yabancı ve yerel pazarlarda sınırlı gücü bulunan küçük veya orta ölçekli şekilde derecelendirilen işletmeler de çokuluslu şirket niteliğini taşıyabilmektedir (Navaretti ve Venables, 2006:2).

#### **I.4. Çokuluslu Şirketlerin Ev Sahibi Ülke ve Ana Ülke Üzerindeki Etkileri**

ÇUŞ'ların hem küresel hem de ulusal ekonomiler üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri söz konusudur. Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO) tarafından 1977 yılında kabul edilen Çokuluslu Şirketler ve Sosyal Politika İle İlgili İlkeler Üçlü Bildirgesi (Tripartite Declaration: Multinational Enterprises and Social Policy Declaration)'nde çokuluslu şirketlerin etkileri ile ilgili şunlar yer almaktadır (Uluslararası Çalışma Örgütü, 2003);

“Çokuluslu şirketler, birçok ülkenin ekonomisinde ve uluslararası ekonomik ilişkilerde önemli bir rol oynamaktadır. Bu konu, gerek hükümetlerin, gerekse işçi ve işveren kuruluşlarının giderek daha çok ilgisini çekmektedir. Bu tür girişimler doğrudan uluslararası yatırımlar ve diğer yollardan, sermayenin, teknolojinin ve emeğin daha etkin kullanımına katkıda bulunarak gerek geldikleri gerekse gittikleri ülkelere önemli yararlar sağlayabilirler. Hükümetlerin izledikleri kalkınma politikaları açısından bakıldığında bu şirketler ayrıca ekonomik ve sosyal refaha, yaşam standartlarının yükseltilmesine, temel gereksinimlerin karşılanmasına, doğrudan ya da dolaylı biçimde istihdam olanakları yaratılmasına, sendikalaşma özgürlüğü dahil olmak üzere temel insan haklarının gerçekleşmesine tüm dünyada katkıda bulunabilirler. Buna karşılık, çokuluslu şirketlerin etkinliklerini kendi ulusal çerçevelerinin ötesinde örgütleyebilme alanında sağladıkları ilerleme, tek elde biriken ekonomik gücün istismar edilmesine, ilgili ülkelerdeki ulusal politikalarla ters düşülmesine de yol açabilir ve bu şirketlerin karmaşık yapılanmalarını, işlemlerini ve politikalarını anlamadaki güçlük zaman zaman ana ülkede, gidilen ülkede ya da her ikisinde birden sorunlara yol açabilir.”

Yukarıdaki açıklamalardan da görüldüğü gibi ÇUŞ'lar hem yatırım yapılan, hem de yatırım yapan ülke açısından önemli etkilere sahiptirler. Çoğu yorumcu çokuluslu şirketlerin yatırımlarının sermaye akışı sağlaması, teknoloji ve yeni iş alanları fırsatları doğurması nedenleriyle yararlı bir kaynak olarak düşünmektedir. Ancak diğer bir grup yorumcu ise çokuluslaşma faaliyetlerinin yerel firmalara zarar verdiği, ekonomik istikrarsızlığı tetiklediği ve yerel hükümetlere zarar verdiği kanısındadır (Navaretti ve Venables, 2006:17).

#### **I.4.1. ÇUŞ'ların Ev Sahibi Ülke Üzerindeki Etkileri**

ÇUŞ'lar buldukları ülkeye ekonomik, politik ve teknolojik fayda sağlamaktadırlar. Ancak ÇUŞ'lar faaliyette buldukları ülkenin dışına kaynak aktarımı yapmalarından dolayı eleştirilere maruz kalmaktadırlar. Bu yüzden de yatırım yapılan ev sahibi ülke hükümetleri, ÇUŞ'ların karlarını ülkelerine geri gönderme özgürlüklerini kısıtlama eğilimindedirler (Michel ve Shaked, 1986:90).

Ev sahibi ülkeler için ÇUŞ yatırımları önemlidir. Çünkü ÇUŞ'ların yatırımlarının ev sahibi ülkeye yapılmasıyla vergi gelirleri de ana ülkeden ev sahibi ülkeye doğru olmaktadır (Young, 2004:245). Burada önemli olan nokta, kısa vadeli finansman kararlarını, işletme sermayesi yönetimlerini, sermaye bütçelemelerini ve sermaye yapısı politikalarını, faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki farklı vergi sistemlerini gözetenek düzenleyen ÇUŞ'ların vergi yükümlülüklerini azaltabilmesidir. Örneğin, yüksek vergi oranına sahip bir ülkede fon fazlası bulunan bir yavru şirketin, düşük bir vergi oranına sahip ve fon ihtiyacı olan başka bir yavru şirkete, düşük faiz oranından borç vermesi sağlanabilmektedir. Düşük vergi oranına sahip şirketin düşük fiyatlı fon tedarik etmesiyle performansı iyileşebilir ve sonuç olarak da ÇUŞ bir bütün olarak değerlendirildiğinde bu

şirketlerin vergi sonrası gelirinde bir artış meydana gelebilmektedir. Ayrıca ÇUŞ'lar karlarını, transfer fiyatlama tekniği ile yüksek vergi oranına tabi bağlı kuruluşlarından düşük vergi oranına sahip ülkelerdeki bağlı kuruluşlarına kaydırmak suretiyle de toplam vergi ödemelerini azaltabilmektedirler (Karadağlı, 2005:481). Bu durum çoğunlukla ÇUŞ'ların yatırım yapılan ülkeden vergi kaçırması şeklinde ifade edilmekte ve ÇUŞ'ların ana ülke lehine hareket etmeleri eleştirilmektedir.

ÇUŞ'lar yatırım yapılan ülke piyasalarının rekabetinde ciddi bir artışa neden olmakta, böylelikle tekeli yapıya azaltmakta ve yatırım alan ülke kaynaklarının verimliliğini arttırmaktadırlar (Caves, 1974:176). ÇUŞ'ların yatırım yapılan ülkeye sağladıkları yararlar bunlarla sınırlı kalmamaktadır. Sermaye birikimi sağlama, ödemeler dengesine olumlu katkıda bulunma, istihdam sağlama, fiziksel ve yönetsel teknoloji transfer etme, pazarlama ve uluslararası ilişkilerde olumlu etkide bulunma gibi birçok yarar sağlamaktadırlar.

ÇUŞ'lar yatırım yaptıkları ülkenin sermaye birikimine yardımcı olarak milli gelirlerinin artmasını sağlamaktadırlar. Yatırım yapılan ülkenin gelişmesinin bir sonucu olarak tasarrufların düzeyi artmakta ve böylece ev sahibi ülkenin gelişmek için yabancı sermayeye olan bağımlılığı uzun vadede azalabilmektedir (Dunning, 1974:216). ÇUŞ'ların ev sahibi ülkeye yaptığı diğer bir katkıda ev sahibi ülkenin ihracat rekabet gücünü arttırmasıdır. ÇUŞ'lar bir ülkede yatırım yaparken beraberinde sermaye, teknoloji ve yönetim bilgisi getirirler böylece yerli şirketler yaparak öğrenme süreci sonrasında ihrac ürünlerinin çeşitlenmesini sağlayabilmekte ve ev sahibi ülke küresel pazarlara kolayca erişme olanağına sahip olan ÇUŞ'lara mal ve hizmet tedarik ederek bölgesel ve küresel piyasalara erişim olanağına kavuşabilmektedir (Aktan ve Vural, 2012:15).

ÇUŞ'lar ev sahibi ülkenin hem ihracat rekabet gücünü arttırmalarıyla hem de o ülkelere yüksek döviz girdisi sağlamaları nedeniyle ödemeler dengesi açısından olumlu etki yaratmaktadırlar. Bazı görüşler bu etkinin kısa süreli olduğu yönündedir. Çünkü ÇUŞ'ların ev sahibi ülkenin bilançosunda yatırımın sadece ilk yıllarında yaptığı olumlu etki ile ödemeler dengesi de olumlu etkilenmektedir (Karalar, 1986:385). Ayrıca ÇUŞ'ların bağlı ortaklıklar arasındaki kar transferleri, üretimlerini gerçekleştirmek için yaptıkları ithalatlar döviz çıkışına neden olarak ev sahibi ülkenin ödemeler dengesini olumsuz etkileyebilmektedir.

ÇUŞ'lar yatırım yapılan ülkenin istihdam dengesinde de etkili olmaktadır. Özellikle az gelişmiş ülkelerde temel sorun istihdam edilemeyen işgücüdür. Bu açıdan ÇUŞ'lar farklı ülkelerde yaptıkları yatırımlarla geniş çapta işgücü istihdam eden kuruluşlardır (Özalp, 1998:40). Ancak az gelişmiş ülkeler istihdam seviyesine katkı bakımından yeni ve emek yoğun yatırımları tercih etmektedirler. Oysa ülkeye gelen yabancı yatırımlar, ileri teknoloji içeren ve çok da fazla düşük vasıflı istihdama uygun olmayan bir yapı arz ediyorsa, ÇUŞ'ların istihdamı arttırıcı özelliğinden söz etmek mümkün olmamaktadır (Gedikli, 2011:133).

ÇUŞ'lar yatırım yaptıkları ülkelerde sahip oldukları üstün teknolojilerini kullanarak, yerel şirketler için teknoloji transferine neden olmaktadır. ÇUŞ'lar ev sahibi ülke piyasalarında yeni ürünler veya işlemler piyasaya sürdüklerinde, yerel şirketler de hızla yayılan bu yeni teknolojiden fayda sağlayabilmektedirler. Hatta bazı durumlarda yerel şirketler ÇUŞ'ların faaliyetlerini gözlemleyerek kolayca performanslarını arttırabilmektedirler. Ayrıca teknoloji transferi zamanla ÇUŞ'lardan yerel şirketlere, yerli işçi açısından işgücü devrini meydana getirebilmektedir (Aitken ve Harrison, 1999:605).



Özellikle sanayileşmiş ülkeler arasındaki teknoloji transferleri, teknolojinin bu ülkelerde daha çok yayılmasına ve üretimin artmasına yol açmakta aynı zamanda eğitim ve üretim faktörlerinin veriminde de ilave bir artışa neden olmaktadır (Şatıroğlu, 1984:205). Teknoloji transferi konusunda yapılan en temel eleştirisi ise ÇUŞ'ların genellikle eski teknolojileri yayma eğilimde oldukları yönündedir.

#### **I.4.2. ÇUŞ'ların Ana Ülke Üzerine Etkileri**

Temel felsefesi ulusal sınırlara tabi kalmadan kaynakları en etken ve en karlı olarak kullanabileceği yerlerde üretimi gerçekleştirmek, pazarlama yapmak olan ÇUŞ'lar ülkelerindeki sermaye fazlalığını değerlendirebilmektedirler. Ana ülke üzerinde birçok etkisi bulunan ÇUŞ'lar öncelikle ülkelere kar transferi sağlarken aynı zamanda ucuz iş gücü ve hammadde kaynağı da temin etmektedirler (Kaymakçı, 2013:229).

ÇUŞ'lar her geçen gün artan yatırımlarıyla yeni iş alanları dolayısıyla iş gücü talebi yaratmaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında ÇUŞ'lar ana ülkede önemli bir işgücü talebi yaratıcısıdır. Ülke dışında kendi ülkelerinin personelini görevlendirmeleriyle istihdam sorunlarına katkıda bulunabilmektedirler (Yüksel, 1999:118).

ÇUŞ'ların ana ülke üzerindeki etkilerinden en fazla tartışılanı, ödemeler bilançosuna yaptıkları etkidir. Uluslararası sermaye akımını gerçekleştirmeleri nedeniyle ana ülkeden sermaye çıkışına sebep oldukları ve ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz etki yarattıkları sıklıkla tartışılan bir konudur. Ancak ülkeden çıkan sermayenin ana ülkeye yaptıkları kar ve kazanç transferleri göz önüne alındığında bu olumsuz etki ödemeler bilançosu lehine sonuç doğurabilmektedir. Ayrıca ÇUŞ'lar ana ülkeden sadece sermaye çıkış yaparak faaliyette bulunmazlar. Lisans, patent kiralama gibi faaliyetlerinde ana

ülkeye bir çeşit sermaye girişi söz konusu olmakta bu da ödemeler bilançosunda olumlu bir etki yapabilmektedir (Şatıroğlu, 1984:200-201).

ÇUŞ'lar geniş üretim kapasiteleri ve dünya çapındaki faaliyetleri ile ana ülkede güçlü bir yapıya sahip olduklarından şirketin çıkarları söz konusu olduğunda çıkarları doğrultusunda hareket etmek istemektedirler. Bu durum da ana ülke devletinin ekonomiye olan kontrol gücünü azaltabilmektedir.

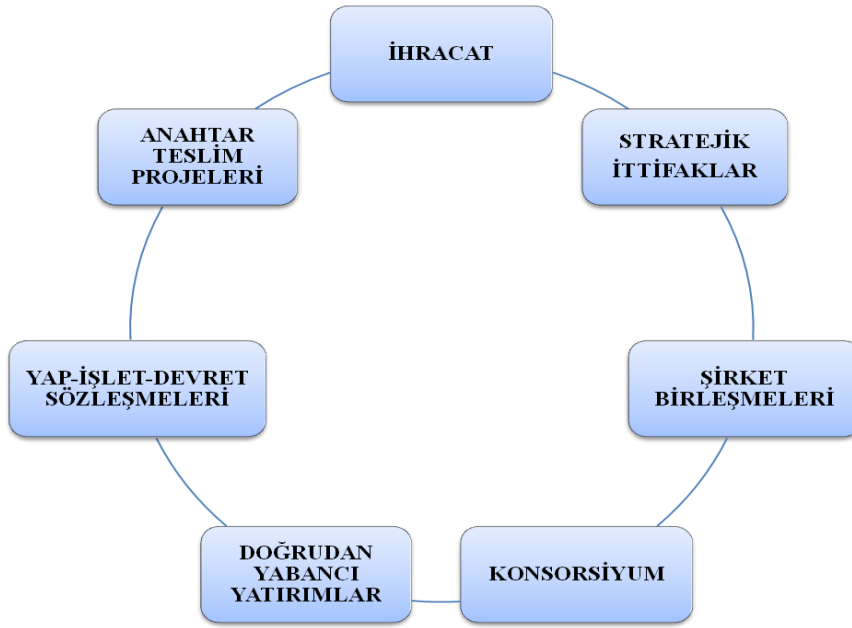
### **I.5. Çokuluslaşma Stratejileri**

İşletmelerin ana hedefi kar sağlamak olduğundan bunu daha fazla arttırabilmek amacıyla ülke dışında doğan fırsatları değerlendirmek ve yeni pazarlara girmek istemektedirler. Ülke içi pazarların satış ve karlar açısından doygunluk seviyesine gelmesi işletmeleri yabancı ülkelerdeki fırsatları değerlendirmeye itmektir. Ayrıca artan finansal olanaklar ve sermaye birikimi de işletmeleri ülke dışı kaynakları araştırmaya itmektir.

İşletmelerin çokuluslaşma stratejisi kararını vermesi karmaşık bir süreçtir. Bu karar yüksek risk içermektedir ve kararda işletmelerin üst yönetimi söz sahibidir. İşletmelerin bu kararı vermelerinde üretilen mal ve hizmetler, sahip olunan teknoloji, beşeri sermaye, politik ve yasal çevre gibi faktörler etkilidir (Yalçın, 2008:302). Farklı dış pazarlara girme şekilleri en basit ve klasik anlamda ihracat ile başlayıp, modern anlamda doğrudan yabancı yatırımlara kadar uzanmaktadır.

Bu kapsamda işletmelerin çokuluslaşma sürecinde kullandıkları stratejilerin başlıcaları Şekil I.2'de de gösterildiği gibi ihracat faaliyetleri, stratejik ittifaklar, şirket birleşmeleri, konsorsiyum, anahtar teslim projeleri, yap-işlet-devret sözleşmeleri ve doğrudan yabancı yatırımlardır.

## Şekil I.2. Çokuluslaşma Stratejileri



### I.5.1. İhracat Faaliyetleri

İhracat çokuluslaşma stratejilerinin ilk aşaması ve riski en düşük olanıdır. Talebin belirsiz olduğu yabancı ülkede o pazarı tanıma imkanı sunar. İhracat faaliyeti gerçekleştirilen ülkenin tüketici taleplerini, rekabet ortamını, finansal kuruluşlarını ve o ülkenin kültürel yapısını tanımaya yardımcı olur. Firmanın satış ve karlarını arttırırken atıl kapasitesinin kullanımına da fırsat verir (Yüksel, 1999:141). Çoğu işletme, mantıklı bir pazarlama planı geliştirmenin ve yatırım öncesi stratejilerin belirlenmesinin işletme için önemimin büyük olduğu düşüncesiyle ihracat faaliyetlerini pazara kaynak oluşturacak en iyi yol olarak değerlendirmektedir (Keegan, 1989:294).

İhracat faaliyetinin diğ er önemli bir özelliğ i de, iş letmelerin yönetim yapısında büyük değ iş iklikleri gerektirmemesidir. Ancak bu özelliklerinin yanı sıra bazı sınırlayıcı yönleri de bulunmaktadır. Bunlar; satış sonrası hizmetlerinde meydana gelebilecek muhtemel aksamalar, bakım, onarım, yedek parça sağ lanması ve geri ödeme gibi hizmetlerdir (Seyidoğ lu, 2003:456). Ayrıca ÷ lkelerin uyguladıkları tarifler, gümrük vergileri ve kısıtlamalar da ihracatı olumsuz yönde etkilemektedir.

Küresel rekabet ortamında iş letmelerin gerekli bilgi, teknoloji gibi kaynaklara tek baş larına sahip olmamaları, iş letmeleri stratejik birleş melere doç ru itmiştir. Ayrıca küresel pazarda yer alma isteğ i de iş letmeleri diğ er iş letmelerle iş birliğ i ve dayanış ma içine sokmuştur.

## **I.5.2. Stratejik İttifaklar**

Stratejik ittifakları iki ana baş lık altında toplamak mümkündür. Bunlar; Ortak Giriş im (Joint Venture), Lisans Anlaş malarıdır.

### **I.5.2.1. Ortak Giriş im (Joint Venture)**

Ortak giriş im, bir Ç UŞ ile yerel şirketin amaçlarını gerçekleştirmek üzere kaynaklarını bir araya getirerek oluşturdukları mülkiyeti, faaliyetleri, sorumlulukları, finansal riskleri ana şirketlerden ayrı olan üçüncü bir şirkettir. Ortak giriş imi oluşturan taraflardan en az birinin kumanda merkezi, ortak giriş imin faaliyet gösterdiğ i ÷ lkenin dış ındadır (Ulaş , 2004:153). Uluslararası ortak giriş ime örnek olarak Toyota ve Peugeot-Citroen'in Avrupa pazarlarına ortaklaş a geliştirdikleri küçük yakıt tasarruflu arabalar için yaptıkları ortak giriş im verilebilir (Rugman ve Hodgetts, 2003:229).

Ortak girişim belirli bir pazara girmek için tercih edilen en kolay yoldur. Çünkü çoğu ülke yüzde yüz yabancı yatırıma izin vermemektedir. Birçok firma yabancı piyasalarda ikamet eden firmalar ile ortak bir girişime yönelerek bu piyasalara girmektedirler. Böylece çoğu ortak girişim, belirli bir projede iki firmanın karşılıklı üstünlüklerini kullanmalarına imkan sağlamaktadır (Madura, 2012:10). Ortak girişime giren firmalardan biri finansman kaynakları sağlarken, diğeri ise gelişmiş teknolojiler ya da fiziksel varlıkları sağlayabilmektedir (Gaughan, 1999:18). Ortak Girişimin ÇUŞ'lar açısından birçok avantajı bulunmaktadır. Bu avantajlar aşağıda Şekil I.3'de gösterilmiştir (Bradley, 1990:339).

### Şekil I.3. Çokuluslu Şirketler Açısından Ortak Girişimlerin Avantajları

|  |
|--|
| <b>Risk Yerel Şirket İle Paylaşılır</b>              |
| <b>Ev Sahibi Ülke İle İlgili Bilgiler Paylaşılır</b> |
| <b>Maliyetler Azalır</b>                             |
| <b>Rakiplere Karşı Teknolojik Üstünlük Sağlanır</b>  |
| <b>Pazar da Rekabetçi Üstünlük Sağlanır</b>          |
| <b>Kaynaklara Daha Kolay Ulaşılır</b>                |
| <b>Politik Baskılar Azalır</b>                       |
| <b>Siyasi Avantaj Sağlanır</b>                       |
| <b>Yeni Pazarlara Giriş Kolaylaşır</b>               |

**Kaynak:** Bradley, F. (1990). International Marketing Strategy. New York: Prentice Hall.

Ortak girişimin teknoloji transferi nedeniyle ÇUŞ'ların kontrolü kaybetmesi ve elde edilen karları paylaşması gibi dezavantajları da bulunmaktadır (Mutlu, 2008:120). Ortak Girişimler yönetilmesi zor ittifaklardır. Bazı araştırmalara göre ortak girişimlerin başarısızlık oranları gelişmekte olan ülkelerde %30, az gelişmiş ülkelerde ise %45-50 olarak belirtilmiştir (Rugman ve Hodgetts, 2003:229).

### **I.5.2.2. Lisans Anlaşmaları**

Çokuluslaşma stratejileri arasında lisans anlaşmaları herhangi bir yatırım yapmadan, yönetim faaliyeti gerektirmeden ve sınırlı bir harcama ile firmaların karlılık oranlarını arttırabileceği bir anlaşma türüdür. Direkt yatırımların olanaksız olduğu durumlarda lisans anlaşmaları işletmeler için çekici olmaktadır.

Lisans anlaşmalarında teknoloji transferi söz konusu olduğundan özellikle gelişmekte olan ülkelerin tercih ettiği bir stratejidir. Yabancı ülkeye girme yollarından daha az riskli olması, sermayelerini tehlikeye sokma ihtimallerinin az olması ve yabancı ülke işletmelerinin ülkeye girişleri ve faaliyetleri yasaklandığı hallerde bile lisans anlaşması yoluyla ülkeye girmenin kolay olması, işletmelerin lisans anlaşmasını seçmelerinin nedenleri arasında sayılabilmektedir (Serinkan ve Bağcı, 2012:100).

Bir teknolojinin 'bil-yap' (Know-How) adı altında bir bedel karşılığında, ikinci bir işletme devrine lisans denir. Lisans anlaşmalarında bir işletme diğer işletmeye 'royalty' adı verilen bedel karşılığında üretim sürecini, ticari markasını, teknolojisini kullanma izni verir (Yüksel, 1999:139). Dört farklı lisans anlaşması bulunmaktadır.

### **I.5.2.2.1. Temel Lisans Anlaşması**

Temel lisans anlaşması yönetim faaliyeti gerektirmeden dış piyasalara girmenin kolay bir yoludur. Bir çeşit teknoloji transferi aracı olarak görülmektedir. ÇUŞ'lar fazla riskli olmaması, az sermaye gerektirmesi ve dış pazarlarda ürünlerini tanıtmaya imkanı bulmaları nedeniyle lisans anlaşmasını tercih etmektedir. Örnek olarak Coca Cola ve Pepsi Cola bütün ülkelerde lisans anlaşması yaparak ürünlerinin tanıtılmasını sağlamışlardır (Özalp, 1998:76) .

Lisanslama, firmalara yabancı ülkelerde önemli bir yatırım yapmaksızın ve ihracattan kaynaklanan taşıma maliyetleri olmaksızın yabancı piyasalarda teknolojilerini kullanma imkanı sağlamaktadır. Örneğin ABD'de üç binden fazla süpermarket işleten IGA, Inc. Çin ve Singapur'da süpermarketler işletmek için bir lisanslama anlaşmasına sahiptir (Madura, 2012:10).

Faaliyette bulunulmak istenen pazara az bir sermaye ile çabuk ve kolay girmenin bir yolu olan temel lisans anlaşmalarının dezavantajları da bulunmaktadır. Her şeyden önce lisans anlaşmaları ortaklığın çok sınırlı bir halidir ve az da olsa risk taşımaktadır. Eğer lisans sahibi kendi becerilerini ve teknoloji yeteneklerini arttırsa anlaşmalar kısa süreli olabilmekte, pazarlama ve üretimden elde edilecek muhtemel karlar kaybedilebilmektedir (Keegan, 1989:296). Kendilerine potansiyel rakipler yetiştirmek istemeyen lisansör firmalar, genellikle eski veya demode olmuş teknolojileri transfer etme yoluna gitmektedirler.

### **I.5.2.2.2. Franchising**

Franchising, rekabet gücü yüksek, pazar payı büyük uluslararası bir işletmenin üretim, pazarlama ve dağıtım gibi hizmetlerde sahip olduğu üstünlüğü aynı sektörde faaliyet gösteren bir işletmeye belli bir bedel karşılığında aktardığı ve süreklilik gösteren anlaşmalardır. Franchising ABD’de başlayıp tüm dünyaya hızla yayılan bir anlaşma türüdür. Çünkü gerekli sermayesi ve riski düşüktür. Bu anlaşma türü genellikle hizmet ve gıda sektöründe görülmektedir (Yalçınar, 2008:308).

Franchising anlaşmalarında iki taraf bulunmaktadır. Ayrıcalığı veren taraf ‘franchisor’ ve ayrıcalığı alan taraf ‘franchise’ dir. Franchisor, isim, marka, işletme hakkı yanında girişimciye başarı şansını artırıcı etki yapan teknik, idari, mali, pazarlama ve eğitim konularında hizmetler sunarken, sözleşme ile franchise alan firmanın faaliyetlerini denetleme, muhasebe kayıtlarını inceleme, işin akışı ile ilgili rapor ve bilgiler talep etme ve franchise alan firmaya sözleşme süresince rekabet yasağı getirme haklarını da elinde tutmaktadır (Cebeci, 2005:5).

Franchising sözleşmeleri, hem ulusal hem de uluslararası sözleşmeler açısından uzun dönemli sözleşmelerdir. Genel olarak, ulusal sınırlar içinde yapılan sözleşmeler 15-20 yıl, uluslararası yapılan sözleşmeler ise 10-20 yıl arasında değişmektedir. Franchising temelde iki çeşide ayrılmaktadır. Bunlar yatırım franchising ve ayrıcalıklı franchising’dir. Shell, BP, Pepsi Cola yatırım franchising’e örnek olarak gösterilebilirken; Mc Donald’s ve Kentucky ayrıcalıklı franchising’e örnek olarak gösterilebilmektedir (Bradley, 1990:392).



### **I.5.2.2.3. Yönetim Sözleşmesi**

Yönetim sözleşmesinde yönetim bilgisi transferi söz konusudur. Uluslararası bir işletmenin yabancı bir işletme ile belirli bir ücret karşılığında yönetici personelinin o işletmenin faaliyetlerinin bir bölümünü veya tamamını yönetmesine yardımcı olmaları için görevlendirilmeleri üzerine karşılıklı yapılan bir anlaşmadır (Mutlu, 2008:115).

Yönetim Sözleşmesinde yönetim ehliyetini alan firma için personelinin eğitiminin etkin bir biçimde gerçekleştirebilmesi ve finansal kuruluşlardan proje için gerekli finansmanın kolayca temin edilebilmesi gibi yararları vardır. Öte yandan sözleşme yapan işletmenin teknolojisine, bilgisine aşırı bağımlı hale gelip, işin temel aşamaları üzerindeki kontrolü kaybedebilmesi gibi sakıncası da bulunmaktadır.

Belirli bir ücret karşılığında yapılan yönetim sözleşmelerinde işletmeler genellikle satış gelirleri üzerinden %2 ile %5 arasında bir paya sahip olmaktadır (Ball ve McCulloch, 1990:57). Yönetim sözleşmeleri, projenin büyüklük ve kapsamına bağlı olarak belirlenen üç ya da beş yıla kadar bir süre için yapılan sözleşmelerdir.

### **I.5.2.2.4. Sözleşmeli Üretim**

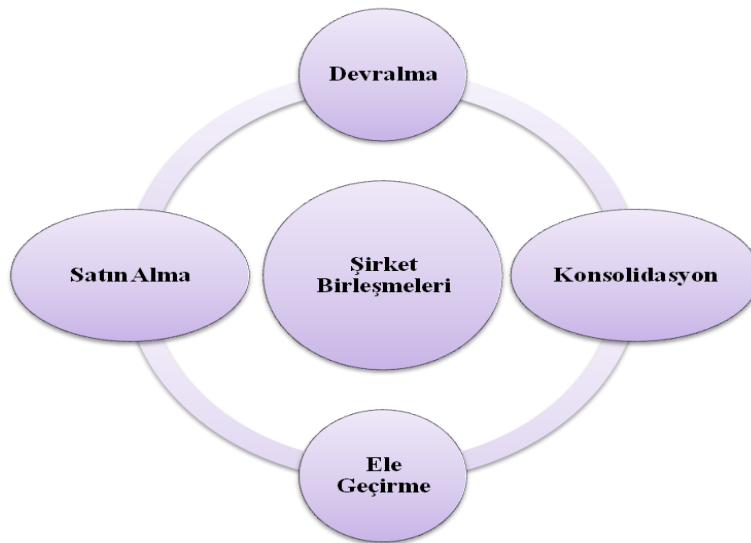
Sözleşmeli üretimde dış pazarlara açılmak isteyen firma, o ülkelerdeki yerel üretici firmalara ürünlerinin üretim iznini bir anlaşma ile verir. Ancak bu izin üretim ile sınırlıdır. Bir dış kaynak kullanma (outsourcing) yöntemi olan sözleşmeli üretimde, firma yabancı bir firmaya malının üretim ve pazarlama yetkisini verme yerine pazarlama sorumluluğunu kendisinde tutmayı tercih edebilmektedir (Marangoz, 2009:230). Sözleşmeli üretimde diğer lisans anlaşması türleri gibi yönetim faaliyeti gerektirmemektedir.

Sözleşmeli üretimde uluslararası pazarlama faaliyetlerine katılan işletmelerin dış pazarda bir üretim birimi kurması gerekmemektedir. Sözleşmeli üretim siyasi açıdan istikrarsız ve riskli olan pazarlar için uygun bir giriş yöntemi olmaktadır. İşletmeler için dış pazarlarda üretim yaptırmanın, içerisinde buldukları pazarda üretim yapmalarına kıyasla daha düşük maliyetli olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Örneğin ABD ya da Avrupa kökenli firmalar ucuz işgücü nedeniyle üretimlerini Uzakdoğu'da veya Latin Amerika'da gerçekleştirmeyi tercih edebilmektedirler. Böylece işletmeler rekabet gücünü de arttırabilmektedir.

### **I.5.3. Şirket Birleşmeleri (Merger) ve Stratejik Birleşmeler (Stratetegic Alliance)**

Genel anlamıyla şirket birleşmeleri, birden çok şirketin güçlerini, aktif ve pasiflerini yeni bir şirket kurarak bir araya getirmeleridir. Şirket birleşmeleri, Şekil I.4'de gösterildiği gibi devralma (merger), satın alma (acquisition), konsolidasyon (consolidation) ve de ele geçirme (take over) şeklinde yapılabilmektedir.

#### **Şekil I.4. Şirket Birleşme Şekilleri**



Devralma; bir işletmenin diğer bir işletmeyi hukuki varlığını da kaybederek tüm varlıklarıyla devralmasıdır. Devralmada her iki işletme de büyüklük olarak benzerdir ve devralma sürecinde nakit ödeme yerine hisse senedi değiş tokuşu yapılmaktadır (Coyle, 2000:3). Satın alma; hukuki varlığı devam eden bir işletmenin başka bir işletme tarafından varlıklarının tamamının veya bir kısmının satın alınmasıdır. Satın alma işlemi varlıkların satın alınması veya hisselerin satın alınması şeklinde gerçekleşebilmektedir (Yörük ve Ban, 2006:92). Konsolidasyon; iki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarını sona erdirerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. Bütün birleşen işletmeler feshedilir ve tek bir işletme bünyesinde faaliyette bulunulur (Gaughan, 1999:7). Bu şekildeki şirket birleşmeleri tam birleşme olarak adlandırılabilir.

Ele geçirme ise; bir şirketin diğer bir şirketin yönetiminde kontrol ve sahiplik elde etmek amacıyla hisse senetlerini satın almasıdır. Şirket ele geçirmeleri temelde iki yöntemle olmaktadır: Dostça ele geçirme ve düşmanca ele geçirme. Dostça ele geçirmede, hedef şirketin yönetimi satın almaya karşı çıkmamakta, hedef şirket yönetiminin ortaklık payı yüksek olmakta, hedef şirket için satın alma teklifi veren bir tek şirket bulunmaktadır. Bu ele geçirmeden iki şirket de yarar sağlamaktadır. Düşmanca ele geçirme yönteminde ise, hedef şirketin yönetimi birleşme arayışında olmayıp teklif edilen bedelin düşük olması ya da şirketin yönetiminin kaybedilme korkusundan dolayı ele geçirme teklifine karşıdır. Ancak hedef şirketin yönetimi teklifi reddederken, alıcı şirket ısrarcı olmaktadır (Dağlı ve Ayaydın, 2012:3-4). Ele geçirmelerde asıl amaç, ele geçirme süreci sonrasında firma değerini ya da hisse senetlerinin piyasa fiyatını maksimize etmek bu sayede hissedarların servetini en üst seviyeye çıkarmaktır. Ancak söz konusu ele geçirmeler her zaman bu amaca hizmet etmemektedir.

Ele geçirmede değer arttırıcı gelişmeler; yeni şirkette faaliyetlerin daha etkin yürütülmesi, finansal etkinliğin sağlanması, yönetim etkinliğinin sağlanması, yeni teknoloji ve üretim süreçlerinin elde edilmesi, nitelikli elemanların işletmeye kazandırılması, başarısız yönetimin değişmesi ve sağlanan birtakım vergi avantajları olarak sayılabilmektedir. Değer azaltıcı gelişmeler ise; üretim sürecine ilişkin yaşanan problemler, ürün kalitesindeki düşüş, ücretlerin diğer şirketlere göre yüksek oluşu, birleşen şirketlerin kültürlerinin ve yönetim anlayışlarının farklı oluşu sayılabilir (Yılgör, 2004:405).

Literatürde birleşmeler; yatay birleşmeler, dikey birleşmeler ve karma (çapraz) birleşmeler olmak üzere üç şekilde sınıflandırılmaktadır. Yatay birleşmeler, aynı işkolundaki iki firma arasında olmaktadır (Brealey, Myers ve Marcus, 2001:608). Shell ile Türk Petrol'ün birleşmesi yatay birleşmeye örnek olarak verilebilmektedir..

Dikey birleşmeler, alıcının hammadde kaynakları yönünde geriye, ya da tüketici yönünde ileriye doğru genişlediği birleşmelerdir (Brealey, vd., 2001:608). Karma birleşmeler ise, aralarında mal ve hizmet üretimi ve pazarlaması konusunda benzerlik olmayan işletmelerin birleşmesidir (Ceylan, 2000:285). Karma birleşmelere örnek olarak 2005 yılında Procter & Gamble şirketinin Gillette'i satın alması verilebilmektedir.

Şirketleri birleşmeye yönelten pek çok ekonomik, finansal, yönetsel neden bulunmaktadır. Şirket birleşmelerinde finansal amaçların başlıcalarını büyüme, faaliyet sinerjisi ve finansal sinerji elde etme, çeşitlendirme, düşük değerlenmiş varlıklara yatırım ve temsil maliyetinin azaltılması oluşturmaktadır (Yılgör, 2004:382). Öncelikle birleşme, şirketler açısından bir büyüme aracıdır. Bu nedenle şirketleri büyümeye iten etmenler aynı zamanda şirket birleşmelerinin de nedenleri arasında yer almaktadır.

Şirketler rekabet güçlerini arttırmak, daha fazla finansal güç sağlamak, araştırma-geliştirme giderlerini bölüşmek ve pazarda tekel kurabilmek için sahip oldukları uzmanlıkları ve kaynakları bir araya getirerek birleştirmektedirler. Şirket birleşmeleri genellikle büyük şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir ve bu şirketler ciddi bir istihdam artışına neden olmaktadır. Ayrıca uluslararası düzeyde şirket birleşmeleri, bulunulan ülkenin sermaye piyasasına hareketlilik ve derinlik katmaktadır.

Birleşmeden sonra ana firmanın değerinin birleşen firmaların değerlerinin toplamından daha yüksek bir seviyeye gelmesini ifade eden sinerji etkisi de, birleşmeleri motive eden önemli bir faktördür. Finansal sinerji, ele geçiren veya birleşen firmaların sermaye maliyeti üzerine şirket birleşme ve ele geçirmelerin etkisini ifade etmektedir. Şirket birleşmelerinde finansal sinerjinin varlığından söz edebilmek için şirket birleşmesi sonucu daha düşük bir sermaye maliyetinin olması gerekmektedir (Gaughan, 1999:126). Faaliyet sinerjisi ise, ölçek ve alan ekonomilerinden oluşmakta ve işletmeler bu yolla kazançlarında artış ve maliyetlerinde azalma sağlayabilmektedirler (Yılgör, 2004:383).

İşletmelerin riski dağıtmak amacıyla faaliyette buldukları alan dışındaki firmaların satın alınması stratejisini ifade eden çeşitlendirme de işletmeleri birleşmeye iten sebepler arasındadır (DePamphilis, 2001:20). Ayrıca işletmelerin düşük değerlenmiş varlıklara yatırım yapma istekleri ve yönetici ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını azaltarak temsil maliyetleri azaltma isteğinde işletmeleri birleşmeye iten sebepler arasında sayılabilmektedir.

Finansal açıdan işletmeleri birleşmeye iten sebepler söz konusu olduğunda öncelikle işletmelerin nakit akımlarının geliştirilmesi ön plana çıkmaktadır. Birleşme yoluyla işletmeler, imalat kanallarını geliştirir, giderlerinden büyük ölçüde tasarruf sağlar, birim başına

işçilik giderlerini düşürür, karlılık artışı sağlar, vergi tasarrufundan yararlanma imkanı bulur ve benzeri verimliliği arttırıcı hedeflere ulaşırlar. Yani, kısa sürede karları arttırma, uzun sürede işletmenin değerini yükseltme, vergiden avantaj sağlama veya vergi teşviklerinden istifade etme birleşmelerin finansal hedefleri olabilmektedir (Okka, 2009:878).

Stratejik birleşmeler, iki veya daha fazla rekabetçi şirketin bir araya gelerek pazara hizmet etmek amacıyla yaptıkları bir anlaşmadır. Farklı iş kollarındaki şirketlerin ortaklıkları ile oluşan ortak girişimin tersine, stratejik birleşmeler genellikle aynı iş kollarındaki şirketlerin bir araya gelmesiyle oluşturulmaktadır (Rugman ve Hodgetts, 2003:230). Ayrıca stratejik birleşmelerde ayrı bir tüzel kişilik yaratılmamaktadır (DePamphilis, 2001:484). Stratejik birleşmelerde, şirketler arasında hem hisse senetleri değiştirilir hem de ortak bir girişim kurulur. Stratejik birleşmeler, özellikle AR-GE masraflarının yüksek olduğu ileri teknoloji ürünleri için daha uygun bir birleşme yöntemidir (Yalçınar, 2008:459).

#### **I.5.4. Konsorsiyum**

Konsorsiyum, genel olarak büyük çaplı taahhüt işlerinde ulusal veya uluslararası bir ihaleyi kazanabilmek için aynı veya farklı ülkelerden, aynı dalda veya farklı uzmanlık dallarındaki işletmelerin finansal ve teknolojik imkanlarını birleştirip proje bitimine kadar işbirliği yapmalarıdır (Mucuk, 2003:49). Konsorsiyum, ortak girişim ile karıştırılabilmektedir. Konsorsiyumda ortak girişimden farklı olarak işbirliği yapan firmaların yeni bir şirket kurma zorunluluğu bulunmamaktadır.

Konsorsiyum yapısı itibari ile genellikle de inşaat sektöründe uluslararası şirketler arasında yapılan ortaklıkları ifade etmektedir. Ancak son yıllarda bankacılık alanında, eğitim alanında ve diğer farklı alanlarda da konsorsiyuma rastlanmaktadır.

Konsorsiyum sözleşmelerini diğer benzer sözleşmelerden ayıran en önemli özellik yapılan iş nedeniyle ortaya çıkan karın veya zararın ortaklar tarafından paylaşılmamasıdır. Yani her ortak işin kendisine ait olan kısmını yapmakla yükümlü ve buradan doğacak kar veya zarara tek başına sahip olmaktadır (Acar, 1993:3).

Marmaray Projesinin Türk ve Japon firmaları tarafından oluşturulan bir konsorsiyum tarafından yapılması, Erzin doğalgaz çevrim santralinin Türk ve Fransız firmalarının oluşturdukları konsorsiyum tarafından yapılması, konsorsiyuma örnek olarak gösterilebilmektedir.

### **1.5.5. Anahtar Teslim Projeleri**

Uluslararası bir işletmenin anahtar teslimi iş yapma girişiminde bulunması durumunda tüm faaliyetleri planlanması ve gerekli tüm hazırlıkları yapması gerekmektedir. Proje tamamlandığında tüm işler, yetki ve sorumluluklar, uluslararası işletme tarafından eğitilmiş olan yerel personele devredilmektedir (Mutlu, 2008:120).

Anahtar teslim projelerin çoğu sanayi ürünlerinden oluşan ihraç ürünlerini, özel hizmetleri, teknoloji transferlerini ve ev sahibi ülkede bulunmayan özel girdi türlerini kapsar. Anahtar teslim projeleri, ev sahibi ülkeler açısından yabancı hükümetler ve uluslararası kuruluşlar tarafından sağlanan finansal yardım ve düşük maliyetli proje finansmanından yararlanma imkanı sağlar.

### **I.5.6. Yap- İşlet- Devret Sözleşmesi**

Yap- İşlet- Devret; idareye ait bir proje veya yatırımın, idareden hiçbir avans veya ücret talep edilmeksizin yapılması ve tesisin uygulama sözleşmesi çerçevesinde işletilmesi suretiyle elde edilecek kazançtan yatırım maliyeti ve karın karşılanmasına ve işletme süresi sonunda da tesisin idareye devredilmesine; bir kamu hizmeti veya bayındırlık işinin, özel teşebbüs tarafından masrafları karşılanarak kurulması, belli bir süre işletilmek suretiyle yatırılan sermayenin amortisman ve kar gerçekleştikten sonra, tesisin ve yönetimin bedelsiz olarak ilgili kamu idare veya kurumuna devrine imkan veren bir rejimdir (Duran, 1991:150).

Bu yöntem, bir ülkenin elektrik santralleri, barajlar, hava alanları, karayolları gibi büyük altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesinde iş finansmanı sağlamayı ve özel kesime açılmayı sağlayan yeni bir uygulamadır. Diğer bir ifade ile Yap- İşlet- Devret Sözleşmeleri ileri teknoloji ve yüksek maddi kaynak ihtiyacı duyulan projelerin gerçekleştirilmesinde kullanılan bir finansman modelidir. Bu sözleşme ile devlet bütçesine yük olmadan büyük yatırımların gerçekleştirilmesi söz konusudur.

Yapılan bu sözleşmelerde taraflardan biri kamu kurum veya kuruluşu, diğer taraf ise ulusal veya uluslararası sermaye işletmesi olmaktadır. Devlet bu uygulama ile finansal kaynak kullanmadan yeni yatırımların hayata geçmesini ve ülkeye büyük miktarda döviz girişini sağlamaktadır. Bu modelin esas hedefi ihtiyaç duyulan yatırımların gerçekleşmesi yolu ile toplumsal refahı artırmaktır. Büyük yatırımlar için kullanılan bu model önemli miktarda finansman kaynağı gerektirdiğinden, genellikle yabancı yatırımcının da içerisinde yer aldığı konsorsiyumları gerekli kılmaktadır.



Türkiye’de Yap- İşlet- Devret çerçevesinde 2002 yılında üretime başlayan Adapazarı, Gebze ve Aliğa doğalgaz santralleri, bu alanda yapılmış en büyük yabancı sermaye yatırımlarından biridir. ABD firması İnterGen ve ENKA ortaklığı tarafından üstlenilen bu doğalgaz santralının yatırım maliyetinin tamamı İnterGen-ENKA tarafından karşılanmıştır (Karluk, 2002:663). Limak, GMR ve Malezya Havalimanları ortaklığında kurulan İstanbul Sabiha Gökçen Uluslararası Havalimanı Yatırım Yapım ve İşletme A.Ş., yap-işlet-devret modeliyle yapılan özelleştirme ihalesini kazanarak, mevcut terminalin işletme hakkının yanı sıra otopark işletmesi, yer hizmetleri, kargo, uçak yakıt ikmal operasyonları ve havalimanı oteliyle CIP tesislerinin 20 yıl süreyle işletme hakkını 1 Mayıs 2008’de devralmıştır. İtalyan-Türk ortak girişimi (İçtaş-Astaldi) ile yapılacak olan 3.Boğaz Köprüsü de yap- işlet- devret modeli kapsamında yürütülmektedir.

### **I.5.7. Doğrudan Yabancı Yatırımlar**

Uluslararası faaliyette bulunmanın diğer bir yolu olan doğrudan yabancı yatırımın tanımını yapmak gerekirse, bir ülkede bir işletmeyi satın almak, yeni kurulan bir işletme için kuruluş sermayesini sağlamaktır. Başka bir tanımını ise, mevcut bir işletmenin sermayesini arttırarak o ülkede bulunan işletmeler tarafından diğer bir ülkede bulunan işletmelere yapılan ve beraberinde teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de getiren yatırımlardır (Karluk, 2002:639).

Doğrudan yabancı yatırım stratejisi, çokuluslaşma stratejileri içerisinde en fazla kaynak sağlayan ancak en yüksek risk getiren stratejidir. Yani doğrudan yabancı yatırımın hem üstün yönleri hem de zayıf yönleri bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların üstün yönleri; yüksek kar potansiyeli, kontrol gücüne sahip olma, yerel pazar bilgisine ulaşabilme, tarifelerden kaçma olarak sıralanabilir.

Zayıf yönleri ise, yüksek finans, teknoloji, ekipman yatırımlarını ve yönetim ve pazarlama kaynaklarının transferini gerektirmesi, politik riskin varlığı, yabancı yatırımlarda kısıtlamaların bulunması ve yönetim karmaşıklığının yaşanması olarak sıralanabilir (Griffin ve Pustay, 2007:334).

Bilgi teknolojisindeki değişimler, ülkelerdeki temel endüstrilerin değişmesine neden olurken, yeni yatırım ihtiyaçlarını ve maliyetleri de arttırmaktadır. Artan maliyetler, üretimde karşılaşılan risklerin paylaşılması, ülkelerin yabancı sermayeye olan ihtiyaçları ve daha yüksek kar elde etme arzusu işletmeleri doğrudan yabancı yatırımlara yöneltmiştir (Aydın, Başar ve Çoşkun, 2010:558).

Başarılı çokuluslu şirketlerin başarısı stratejik yönetim sürecine dayanmaktadır. Bu sürecin beş ana aşaması bulunmaktadır. Bunlar;

- Firmanın temel misyonunun belirlenmesi,
- İç ve dış çevre analizi,
- Amaçların ve genel planların formülasyonu,
- Bu planların uygulamaya konulması
- İşlemlerin kontrolü ve değerlendirilmesidir (Rugman ve Collinson, 2009:59).

Bu aşamaları başarılı bir şekilde yürütebilen şirketler için diğer çokuluslaşma stratejilerine göre daha karmaşık bir yapıya sahip olan doğrudan yabancı yatırım kararını vermek stratejik yönetim sürecini başarıyla yerine getiremeyenlere göre daha az risklidir.

Gelişmiş ya da gelişmekte olan tüm ülkeler doğrudan yabancı yatırımlarını özendirme konusunda kendi ülke koşullarına uygun politikalar uygulamaktadırlar. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirli ülkelere çeken faktörler Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı, Dünya Yatırım Raporuna göre, politik, ekonomik ve yatırım ortamına ait faktörler olarak sınıflandırılmaktadır.

Politik faktörler; yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar, vergi politikaları, teşvikler, özelleştirme politikaları ve yabancı iştiraklerin anlaşma şartlarıdır. Ekonomik faktörler; pazar büyüklüğü, düşük ücretli vasıfsız işgücü, vasıflı işgücü, işgücü verimliliği, girdi maliyetleri, tüketici tercihleri ve ölçek ekonomisidir. Yatırım ortamına ait faktörler ise; yatırım teşvikleri, bürokratik engel, yatırım sonrası hizmetler ve yaşam kalitesi gibi sosyal etkenler olarak sıralanabilir (UNCTAD, WIR, 1998:91).

ÇUŞ'lar, yürüttükleri faaliyetler ve uyguladıkları global stratejiler sayesinde uluslararası ticari akımlar ile yatırımların düzeyini ve ekonomik faaliyetlerin yoğunlaşacağı yerleri belirlemektedirler (Aktan ve Vural, 2006:7). Bu sebeple de doğrudan yabancı yatırımların büyük bir bölümü bu şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Ayrıca bu yatırımlar büyüklüklerinden dolayı reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeleri de etkilemektedirler.

Çokuluslu şirketler farklı ülkelere farklı stratejilerle girebilmektedirler. Bu stratejiler yabancı ülkedeki ürün talep durumuna, pazar potansiyeline veya ülkelerin yasal durumlarının ve risklerinin farklılığına göre değişmektedir.

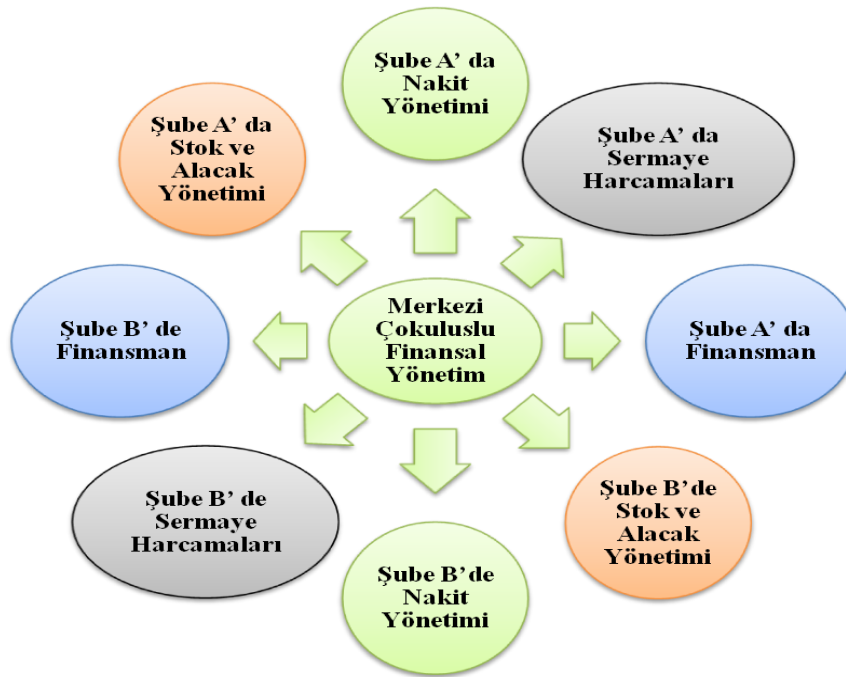
## I.6. Çokuluslu Şirketlerin Finansal Yapıları

Şirketlerin üretim ve satışlarının dünya geneline yayılması çok farklı para birimleri cinsinden nakit girişi elde edilmesine, farklı para birimleriyle alacak yönetimi sürecinin başlamasına ve finansman ihtiyacının farklı piyasalardan karşılandığı bir sürecin başlamasına neden olmaktadır (Yalçiner, 2008:320).

ÇUŞ finansal yöneticileri, yerel şirketlerdeki meslektaşlarından farklı olarak birçok faktörle yüz yüze gelmektedirler. Bu faktörler vergi oranlarındaki uluslararası farklılıklar, çeşitli para piyasaları, döviz kontrolleri, politik riskler, enflasyon riski ve döviz kuru riskleridir (Shapiro, 2010:44). Bu risklerin varlığı da yerel firmalara kıyasla ÇUŞ'ların finansal yapılarını daha da karmaşık hale getirmektedir.

Çokuluslu şirketler finansal stratejileri eskiden ana ülke dışında yani yavru şirketlerin bulunduğu ülkelerde belirlenip kontrol edilmekteydi, ancak son yıllarda uygulanan bu stratejinin dalgalı döviz kurlarından ve yüksek maliyetlerden dolayı uygulanması zor bir strateji olduğu tecrübe edilmiştir. Bugün deniz aşırı birimler, kapsamlı stratejik planlara uygun olarak özenli bir şekilde yapılmış bütçe yönetimleri sayesinde finansal yapılarını eskisinden daha fazla kontrol edebilmektedirler. Çokuluslu şirketler, yatırımlardan gelen kazançları, karları, sermaye bütçelemesini ve çalışma sermayesini finansal performanslarını açıklaması amacıyla bir havuzda toplamaktadırlar (Rugman ve Hodgetts, 2003:231). Şekil I.5 ÇUŞ'lar finansal yapılarının merkez tarafından yönetildiğini göstermektedir.

**Şekil I.5. Çokuluslu Şirketlerin Merkezi Yönetim Biçimi**



**Kaynak:** Madura, J. (2012). Uluslararası Finansal Yönetim-I. (Doğukanlı, H.). Ankara: Nobel Yayın

Çokuluslu şirketlerin nakit akımlarını optimize etmede kullandıkları en önemli yöntemlerden birisi havuzlama yönetimidir. Bu yöntemde, ana merkeze bağlı şubelerdeki nakit akımlarının sadece tek bir merkezden yönetilmesinin yanı sıra, şubelerde bulunan tüm atıl fonların belirli bir hesapta toplanması söz konusu olmaktadır. Çokuluslu şirketler açısından her şubenin nakit ihtiyaçları için her şubede ayrı ayrı nakit tutmaya yönelmesi durumunda, nakit ihtiyacının çok yüksek tutarlara ulaşması kaçınılmaz olacaktır. Hâlbuki paraların tek bir merkezde toplanmasıyla şubelerin ihtiyaçları havuzdan karşılanabilecektir. Böylece de her şubede yüksek miktarda nakit tutmaya gerek kalmayacaktır (Kabakçı, 2011:103-104).

Finansal yönetim açısından ÇUŞ'ları, yasal yollarla birbirinden bağımsız yerli şirketlerin bir araya gelerek oluşturdukları kurumsal yapılanmalardan farklı kılan özellik, ÇUŞ'ların iç transfer mekanizmalarından yararlanarak mali kaynaklarını ve karlarını bağlı şirketler arasında uluslararası boyutta transfer edebilmeleridir. Bu transfer ağı ÇUŞ'ların finansal sistemi olarak ifade edilebilmektedir (Karadağı, 2005:458).

Çokuluslu şirketler finansal yönetimlerinde yerel şirketlere kıyasla birçok avantaja sahiptir. Bunların başında fonlarını kolayca transfer edebilmeleri gelmektedir. Fonların transferi de ÇUŞ'lara farklı açılardan üstünlük yaratmaktadır. ÇUŞ'lar fonların transferi yoluyla istediğı şubeye veya ana merkeze fon aktarımı yapabilmekte ve üstelik zamanlama konusunda da esnekliğe sahip olmaktadırlar. Transfer fiyatlandırması şeklinde de adlandırılabilen fon aktarım mekanizması sayesinde ÇUŞ'lar karlarını, vergi oranı yüksek olan şube ülkelerinden düşük olan ülkelerdeki şubeye aktararak vergi avantajı sağlayabilmektedirler.

Yani, yüksek vergi oranı uygulayan bir ülkede bulunan çokuluslu şirketlerin, mallarını son derece düşük fiyatlarla düşük vergi oranlı ülkedeki bağlı şirketine satmakta; bu şirket de aynı malları çok yüksek fiyatlardan yüksek vergi uygulayan ülkedeki diğer bağlı şirkete aktarmaktadır. Bu yolla, ana şirket düşük fiyatlar nedeniyle, düşük gelir beyan ederek vergi yükünü azaltmaktadır (Işık, 2005:31). Bunlara ek olarak fon aktarımında bulunabilen ÇUŞ'lar ülkelerde oluşan kur farklılıklarından yararlanabildikleri gibi bazı durumlarda kambiyo denetiminden de kaçabilmektedirler.

Bu açıklamalar doğrultusunda bakıldığında transfer fiyatlaması pozitif bir anlam içermektedir. Ancak bağlı şirketler arasındaki işlemlerde kullanılan fiyatların, serbest piyasada aynı ve benzer şartlar altında, aynı veya benzer işlemlere taraf bağımsız

kişiler arasında karşılaştırılabilecek fiyatlara göre önemli derecede farklılık göstermesi halinde, transfer fiyatlaması negatif bir anlam kazanmaktadır. Bir örnekle açıklamak gerekirse, merkezi Japonya'da bulunan bir çokuluslu şirketin Çin'deki bağlı şirketinde ürettiği televizyon parçalarını, ABD'deki bağlı şirketinde monte ederek satması durumunda malların Çin'den ABD'ye geçişinde kullanılan fiyatlar transfer fiyatları olacaktır. Ancak aynı şirketin ABD'deki vergi oranının daha yüksek olması sebebiyle transfer fiyatlarını suni olarak yüksek tutup Çin'de daha fazla ABD'de ise daha az kazanç beyan etmesi, böylece toplam vergi yükünü azaltması ise transfer fiyatlarını kötüye kullanması olacaktır (Kaçar, 2013:6).

Çokuluslu şirketler finansman kaynaklarını içsel kaynaklardan sağlayabilecekleri gibi, dış kaynaklardan da sağlayabilirler. Çokuluslu şirketler kısa ve uzun vadeli dış kaynaklı fonları uluslararası para piyasalarından tedarik edebilmektedirler. ÇUŞ'lar iç kaynaklı fon temin etmede ise, hem yavru şirketler arasında hem de ana şirketle aralarında oluşturdukları kaynak aktarım sisteminden yararlanırlar (Karadağlı, 2005:469).

## II. BÖLÜM: SERMAYE YAPISININ TEORİK ÇERÇEVESİ

### II.1. Sermaye Yapısı Tanımı

Firmalar faaliyetlerini sürdürebilmek ve yeni yatırımlar yapabilmek için fona ihtiyaç duyarlar ve fon ihtiyaçlarını çeşitli kaynaklardan sağlamaktadırlar. Firmanın finansman ihtiyacı için ihtiyaç duyduğu bu fonları önce borç (dış kaynak) ve öz sermaye (iç kaynak) yoluyla sağlayabilmektedir. Bir firmanın sermaye yapısı denilince de ilk akla gelen firmanın bilançosunun pasif kısmıdır. Basit bir ifade ile firmaların sermaye yapısı, firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklarla öz kaynaklarının oluşturduğu yapıdır (Türko, 2002:489).

Sermaye yapısı kararlarını da bu toplam içerisinde borç ve öz sermayenin hangi oranda olacaklarının belirlenmesi oluşturmaktadır. Sermaye yapısında borçla finansmanın hem avantajları hem de dezavantajları bulunmaktadır. Borçla finansmanın avantajı; borç için ödenen faiz vergi matrahını düşürürken kar payları gider olarak kabul edilmemektedir ve bu da öz sermayeye göre borcun maliyetini düşürmektedir. Borçla finansmanın dezavantajları ise; işletmeler için daha fazla borç kullanımı firmanın riskini arttırmaktadır, bu da işletmenin hem borç hem de öz sermaye maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Diğer bir dezavantaj ise; işletmenin zor günler geçirmesi ve faaliyet gelirlerinin faiz giderlerini karşılamada yetersiz kalması durumunda, işletmenin iflasına neden olabilmektedir. Borç kullanımından kaynaklanan ek risk nedeniyle, kazancı ve faaliyet nakit akışları dalgalı bir seyir gösteren işletmeler, borç kullanımını sınırlama eğilimindedirler (Brigham ve Houston, 2014:438).



İşletmeler sermaye yapısı kararlarını bu iki kaynağın temel özelliklerini göz önünde bulundurarak verirler. Borç ve öz sermayenin temel özellikleri Tablo II.1’de karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir.

**Tablo II.1. Yabancı Kaynak ve Özkaynağın Temel Özellikleri**

| YABANCI KAYNAK   | ÖZ KAYNAK  |
|--|--|
| Belirli bir süresi vardır.   | Belirli bir süresi yoktur. Sürekli kaynak niteliğindedir.  |
| Firmaya borç verenlerin firmanın gelirleri ile tasfiye bakiyesi üzerinde öncelik hakları vardır.                             | Firma ortaklarının gelirlerin ve tasfiye bakiyesinin dağıtımındaki sırası, imtiyazlı hisse senedi sahiplerinden ve borç verenlerden sonra gelir. |
| Borç verenlere ödenecek faiz hemen hemen kesin olup miktarı sabittir. Firma kar etmese de anapara ve faiz ödemeleri yapılır. | Firma ortakları, firma kar ettiği takdirde, yasaların gerektirdiği ve ilgili kurulların karar verdiği düzeyde kar payı alırlar.                  |
| Yabancı kaynaklar için ödenecek faizler gider yazıldığı için vergi tasarrufu sağlar.   | Hissedarlara ödenecek kar payları gider yazılmadığı için vergi tasarrufu sağlamaz.   |
| Borç verenlerin yönetime katılma hakları bulunmamaktadır.  | Firma ortaklarının yönetime katılma hakları vardır.  |

**Kaynak:** Şamiloğlu, F. ve Akgün, A. İ. (Edt.). (2012). Finansal Yönetim. İstanbul: Lisans Yayıncılık.

Geniş bir ifadeyle, sermaye yapısı kararları firmaların finansmanında kullandığı şirket sermayesi ve oto finansman kaynakları gibi özkaynak kalemlerini ve ticari krediler, banka kredileri, tahvil ve finansman bonoları gibi yabancı kaynakların firma değerini maksimum kılacak şekilde kullanılmasını ifade etmektedir.

Burada önemli olan her kaynağın bir maliyetinin var olduğu gerçeğini göz ardı etmeden firma değerine olan etkilerini saptamaktır. Bu nedenle de öz sermaye maliyeti, borç maliyeti ve ortalama sermaye maliyetlerinin sermaye yapısı değişikliklerine etkileri literatürde geniş bir yer kaplamaktadır.

Öz sermaye maliyeti, firmanın piyasa değerinin değişmemesi için, yatırım projelerinin öz sermaye ile finanse edilen bölümü üzerinden beklenen asgari karlılık oranıdır (Akgüç, 1998:450). Hissedarın elde ettiği getiri firma için öz sermaye maliyeti olarak dikkate alınmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken husus öz sermaye maliyeti olarak sadece kar payı (temettü) ödemelerinin değil sermaye kazançlarının da dikkate alınması gerektiğidir. Öz sermaye maliyetini etkileyen birçok etken bulunmaktadır. Bu etkenlerden biri, işletme gelirindeki dalgalanmaların neden olduğu işletme riskidir. Öz sermaye maliyetini etkileyen diğer bir etken ise işletmenin sermaye yapısıdır. Yüksek bir borçlanma oranı, borçların ödenmemesi gibi bir risk doğurabileceğinden, öz sermayenin riskini, dolayısıyla maliyetini de arttırmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:231).

Borç maliyeti, firmanın borçlandığı fonlar için katlandığı vergi sonrası maliyettir. Eğer vergi söz konusu olmasaydı borç maliyeti, borç verenlerin istediği getiri oranına eşit olurdu. Borçlanma tahvil ihracı yoluyla yapıldığında ise, borcun firmaya olan maliyeti ihraç giderlerinden de etkilenmektedir (Gürsoy, 2007:553).

Ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullanmış olduğu kaynakların maliyetleri ile sermaye yapısı içindeki payların çarpımının toplamı ile bulunmaktadır. Asıl olan borcun toplam içerisindeki oranı ve öz sermayenin toplam içerisindeki oranının cari değerler üzerinden hesaplanmasıdır.

Öz sermayenin cari değeri olarak firmanın borsadaki hisse senedi fiyatı ile toplam hisse senedi sayısı çarpımı kullanılabilir (Ercan ve Ban, 2005:214). Buradan da ortalama sermaye maliyetinin firmanın o andaki durumunu gösteren maliyeti sonucuna varılabilmektedir. Bu nedenle de sermaye yapısında herhangi bir değişiklik olduğunda veya sermayeye yeni kaynaklar ilave edildiğinde ortalama sermaye maliyetinin yeniden hesaplanması gerekmektedir.

Birçok nedenden dolayı, sermaye yapısı sektörler arasında hatta aynı sektördeki firmalar arasında dahi oldukça farklılık göstermektedir. Bu farklılığın hangi faktörlerden kaynaklandığının cevabı ise, sermaye yapısı konusu üzerine birçok teori geliştirilmiş olmasındır.

## **II.2. Sermaye Yapısı İle İlgili Temel Yaklaşımlar**

Finans literatürünün en tartışmalı konularından biri olan sermaye yapısı üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Yapılan bu çalışmalar firmaların sermaye yapılarının firma değeri ve sermaye maliyeti üzerindeki etkilerini incelemektedir.

Sermaye yapısına ilişkin tartışmalar Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yaptıkları çalışmalarında firmanın sermaye yapısının sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi olmadığını ve dolayısıyla da sermaye yapısı ve firma değeri arasında da bir ilişki olmadığını savunmaları ile başlamıştır. 1958 yılında bu makale yayımlandığından beri akademik çevrelerde optimal sermaye yapısının var olup olmadığı konusu büyük bir ilgi görmüştür.

Sermaye yapısına ilişkin temel yaklaşımlar, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım, Modigliani ve Miller yaklaşımı ve önermeleri başlıkları altında incelenecektir.

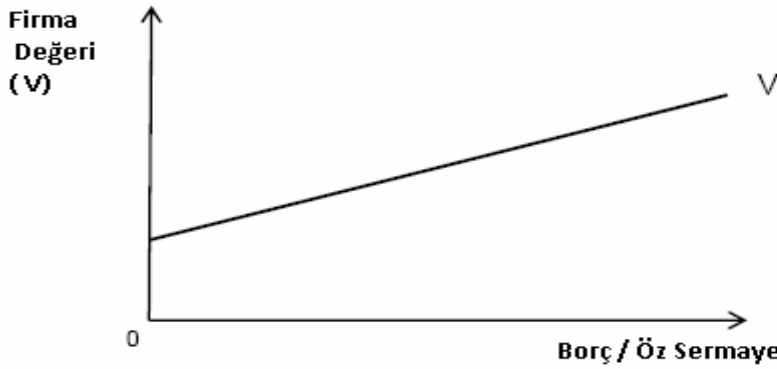
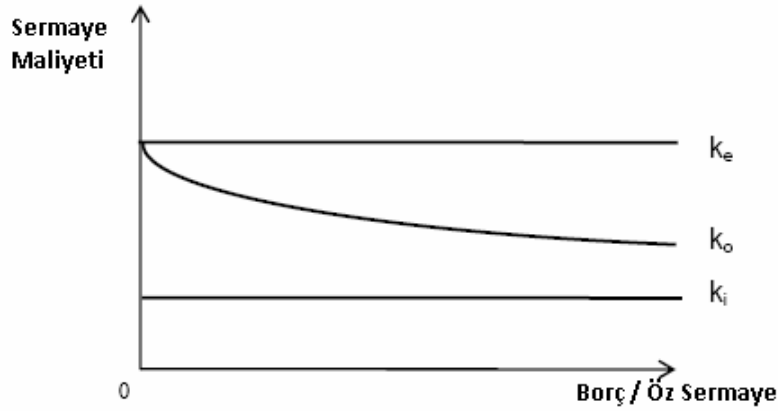
### **II.2.1. Net Gelir Yaklaşımı**

1952 yılında David Durand sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Net gelir yaklaşımına göre; firmalar sermaye yapısını değiştirerek piyasa değerini yükseltme ve sermaye maliyetini düşürme olanağına sahiptir (Akgüç, 1998:485). Bu yaklaşım firma değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünü en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşımdır.

Net gelir yaklaşımı, tüm sermaye yapılarında öz sermaye ve borç maliyetinin sabit kaldığı ve de borç maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olduğu varsayımlarına dayanmaktadır. Bu varsayımlar altında firmanın daha fazla finansal kaldıraç kullanımı, ortalama sermaye maliyetinde düşüşe, firma değerinde veya hisse senedi piyasa değerinde artışa neden olmaktadır.

Bu yaklaşımın özü, firmanın ortalama sermaye maliyeti ve toplam piyasa değerinin, sermaye yapısına bağlı olmasıdır. Firma mümkün olan en yüksek kaldıraç derecesini kullanarak optimal sermaye yapısına ulaşmaktadır (Yılgör, 2012:325). Net gelir yaklaşımına göre borç / öz sermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişki grafik II.1’de gösterilmiştir.

### Grafik II.1. Net Gelir Yaklaşımı



**Kaynak:** Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim. İstanbul: Avcıol Basım.

Grafik II.1'de firmanın borç/öz sermaye oranının yükselmesinin ortalama sermaye maliyetinde ( $k_o$ ) düşüşe neden olduğunu göstermektedir. Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki bu düşüş firma değerinde (V) artışa neden olmaktadır. Yukarıda da açıklandığı gibi sermaye yapısında yapılan değişiklikler öz sermaye ( $k_e$ ) ve borç maliyetinde ( $k_i$ ) herhangi bir değişikliğe yol açmamıştır, her ikisi de sabittir.

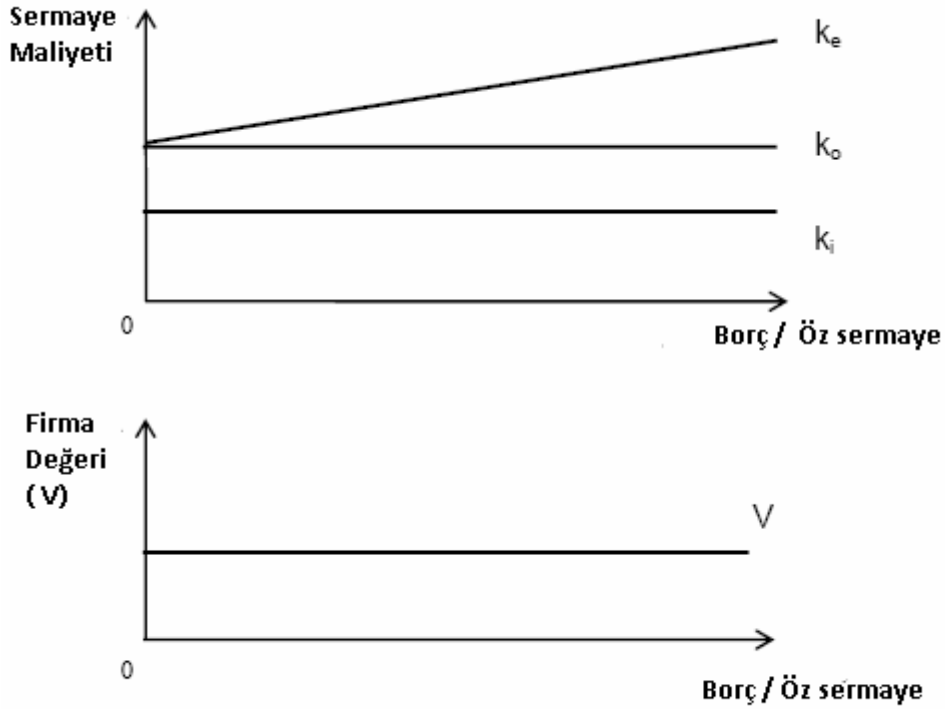
Net gelir yaklaşımının gerçekçiliği tartışılır bir konudur. Çünkü toplam varlıkların içerisinde toplam borç arttıkça belirli bir noktadan sonra firma finansal açıdan riskli hale gelecektir. Bu nedenle de öncelikle ortaklar daha sonra borç kullandıranlar artan riski karşılamak için daha yüksek getiri isteyeceklerdir. Bunun sonucu olarak da hem öz sermaye maliyeti hem de borç maliyeti sabit kalmayıp yükselecektir (Aksöyek ve Yalçınar, 2008:201).

### **II.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı**

Net faaliyet geliri yaklaşımı, net gelir yaklaşımının tam tersine sermaye yapısı ile firmanın piyasa değeri arasında bir ilişki olmadığını ve firmaların sermaye yapılarındaki değişikliklerin ortalama sermaye maliyeti ile firma değerini etkilemeyeceğini öngörmektedir. Başka bir anlatımla, bu yaklaşımda firmaların sermaye maliyetinin ve hisse senedi fiyatlarının o firmanın kullandığı borç/öz sermaye oranıyla, yani finansal kaldıraç derecesi ile bağıntılı olmadığını önermektedir (Türko, 2002:492). Bu yaklaşıma göre firmalar hangi oranda borç kullanırsa kullansınlar firma değeri veya hisse senedi değeri bundan etkilenmeyecektir.

Net faaliyet yaklaşımına göre bir firmanın borç / öz sermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasında ki ilişki grafik II.2’de gösterilmiştir.

## Grafik II.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı



**Kaynak:** Ceylan, A ve Korkmaz, T. (2008). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Kitabevi

Grafik II.2’de görüldüğü üzere, firmanın ortalama sermaye maliyeti ( $k_o$ ) tüm sermaye yapıları için sabittir. Firmanın ortalama sermaye maliyetinden daha düşük maliyetli borç sağlaması durumunda öz sermaye maliyeti ( $k_e$ ) artmaktadır. Çünkü firmanın borç oranı arttıkça firmanın riski de artacak ve bunun sonucunda da ortaklar daha yüksek getiri oranı isteyeceklerdir. Bu yaklaşıma göre şekilde de görüldüğü gibi, her koşulda borç maliyeti ( $k_i$ ) ve firma değeri sabit kalmaktadır.

Bu yaklaşıma göre, firmanın sermaye yapısının firmanın değeri üzerinde etkisi yoktur. Yani sermaye yapısını değiştirerek ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve piyasa değerini arttırmak mümkün olmadığından firmalar için tüm sermaye yapıları optimaldir (Okka, 2009:482).

Bu varsayımlar altında bu yaklaşımın gerçekliği tartışılır bir konudur. Gerçek hayatta bir firmanın borç düzeyi arttıkça kredi verenlerin emniyet marjı daralmakta ve bu durum daha yüksek bir faiz oranından borçlanma işleminin gerçekleşmesine neden olmaktadır. Ayrıca, borçlanma miktarının artması sonucunda öz sermaye maliyetinin finansal risk artışına paralel olarak aynı oranda yükseleceğinin beklenmesi de tartışılır bir konudur (Aydın, vd, 2009:176).

### **II.2.3. Geleneksel Yaklaşım**

Geleneksel yaklaşıma göre firmanın sermaye maliyeti sermaye yapısından bağımsız değildir. Sermaye yapısı değiştirilerek sermaye maliyeti ve bunun sonucu olarak da firma değerinin değiştirilebileceği ileri sürülmektedir. Geleneksel yaklaşımda optimal bir sermaye yapısının olduğu ve firmanın piyasa değerinin kaldıraç kullanılarak arttırılabileceği varsayılmaktadır. Firma kaldıraç kullanarak daha fazla finansal risk yüklenirken, yatırımcılar, öz sermaye üzerindeki istenen getiri oranını, ( $k_e$ )'yi yükseltmektedir (Van Horne ve Wachowicz, 2005:449).

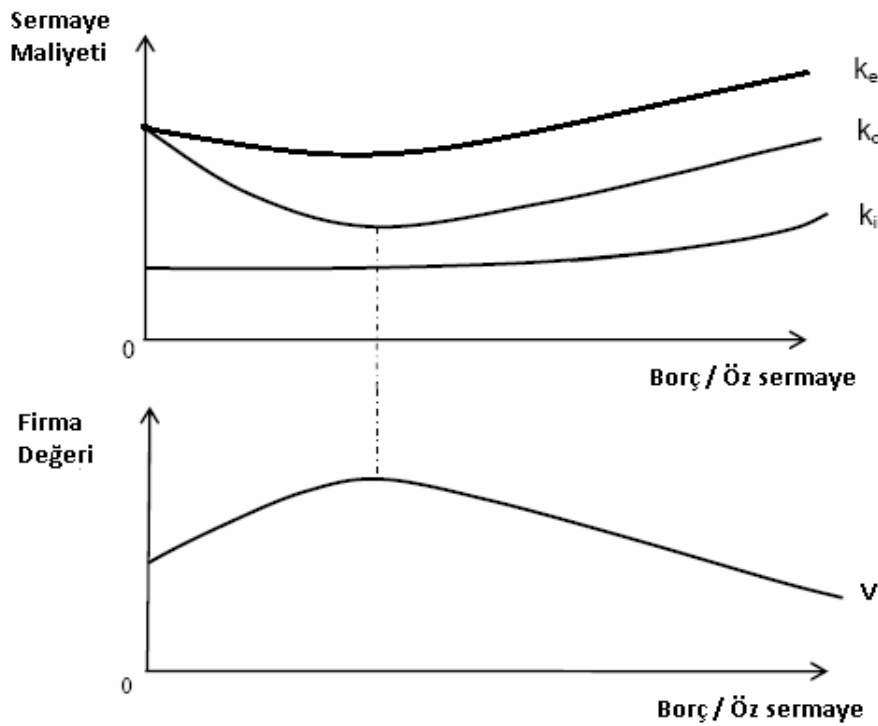
Geleneksel yaklaşıma göre, firmalar borç nedeniyle ödenen faizleri gider yazarak vergi matrahından düşebildikleri, yani bu yolla vergi tasarrufu sağlayabildikleri için öz sermaye maliyeti borç maliyetinden daha yüksektir. Bu nedenle de firmalar sermaye yapılarında daha fazla borç kullanımına yönelik değişiklikler yaparak ortalama



sermaye maliyetlerini düşürebilmektedirler. Elbette firmaların sermaye yapılarındaki borç oranını arttırarak ortalama sermaye maliyetlerini azaltma olanakları sınırsız değildir.

Geleneksel yaklaşıma göre, sermaye maliyeti, sermaye yapısı ve firma değeri arasında ki ilişki grafik II.3’de gösterilmektedir.

**Grafik II.3. Geleneksel Yaklaşım**



**Kaynak:** Ceylan, A ve Korkmaz, T. (2008). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Kitabevi

Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi, öz sermaye maliyeti ( $k_e$ ), borç maliyetinden ( $k_i$ ) yüksektir. Firma başlangıçta borç miktarını arttırarak ortalama sermaye maliyetini ( $k_o$ ) düşürebilmektedir.

Ancak belli bir noktadan sonra borç finansmanın yarattığı riskten dolayı öz sermaye maliyeti artış göstermeye başlar ve bu da ortalama sermaye maliyetinin yükselmesine neden olur. Ortalama sermaye maliyetinin minimum olduğu nokta firma için optimal sermaye yapısına ulaştığı noktadır. Bu noktada firma değeri de (V) maksimumdur.

Optimal sermaye yapısına ulaşıldıktan sonra firmanın borç oranını arttırması borç maliyetini ve öz sermaye maliyetini arttırmaya, firma değerini ise düşürmeye başlamaktadır. Çünkü borç artışından dolayı firmanın sermaye yapısı riskli hale gelmektedir. Ortaklar da artan bu finansal riski karşılayabilecek şekilde yatırımlarından daha yüksek bir kar payı istemeye başlayacaklardır. Ayrıca firmaya borç verenlerde borç yükünün yarattığı riskleri karşılamak için ek güvenceler istemeye başlayıp dolaylı veya dolaysız bir şekilde faiz oranlarını yükseltebileceklerdir. Borç verenlerin bu tutumu da borç maliyetinin yükselmesine neden olacaktır (Türko, 2002:501).

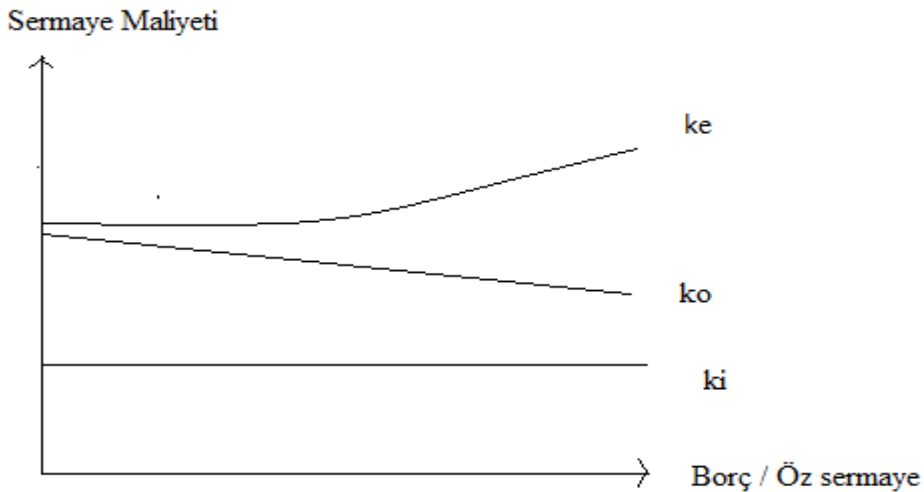
#### **II.2.4. Modigliani ve Miller Yaklaşımı**

M&M, 1958 yılında yayımladıkları Nobel ödüllü ‘’Sermaye Maliyeti, Şirket Finansmanı ve Yatırım Teorisi’’ isimli makaleleri ile finans literatürüne büyük bir katkı sağlamışlardır. Birçok araştırmacı tarafından bu makale modern sermaye yapısı teorilerinin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. Söz konusu bu çalışma belirli varsayımlar altında firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu savunmaktadır. Yani firmanın sermaye yapısında yapacağı değişiklikler sermaye maliyeti ve dolayısıyla da firma değerini etkilemeyecektir.

M&M yaklaşımı üç temel önermeyi içermektedir. Bu önermelere ilişkin bazı temel varsayımlar şu şekilde sıralanabilmektedir (Pike ve Neale, 2009:523):

- Sermaye piyasaları etkindir. Yatırımcılar rasyonel bir şekilde hareket etmektedir. Yatırımcıların tek başlarına yaptıkları alım satım işlemleri menkul kıymet fiyatlarını etkilememektedir.
- Bütün piyasa katılımcıları, firmalar ve yatırımcılar, aynı faiz oranı üzerinden borç alabilir ve borç verebilir.
- Gelir vergisi ve kurumlar vergisi yoktur (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.)
- Komisyon ücretleri ve diğer işlem maliyetleri yoktur.
- Tüm firmalar eş risk kategorilerine göre gruplandırılabilir. Benzer iş kolundaki tüm firmalar için iş riski aynıdır.
- Yatırımcılar firmaların gelecek getirileri ile ilgili benzer beklentilere sahiptir.
- İflas etmiş bir firmanın varlıkları tamamen piyasa fiyatı üzerinden satılacaktır. Firmanın tasfiye maliyetleri yoktur.

#### Grafik II.4. M&M Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Yapısı



**Kaynak:** Ceylan, A ve Korkmaz, T. (2008). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Kitabevi

Grafik II.4'e göre işletmelerin borçlanmaları nedeniyle finansman riski arttığından, öz sermaye maliyeti de ( $k_e$ ) artmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ucuz yabancı kaynağın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisi, öz sermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkmaktadır. Diğer taraftan ortalama sermaye maliyeti ( $k_o$ ), işletmeler borçlandıkça azalmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:255). Borç maliyeti ise her koşulda sabit kalmaktadır.

M&M yaklaşımı, borçlanma düzeyi ve sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi net faaliyet geliri yaklaşımına benzer bir şekilde açıklamaktadır. M&M yaklaşımına göre, firmanın değeri, varlıklarının risk derecesinin ve nakit akımlarının olasılık dağılımlarındaki değişmelere bağlı olarak artmakta veya azalmaktadır (Yılğör, 2012:332). M&M yaklaşımı üç temel önermeyi içermektedir.

**I. Önerme:** Bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti, firmanın sermaye yapısından tamamen bağımsızdır. Bir firmanın piyasa değeri, o firmanın sağlayacağı net nakit girişlerinin söz konusu firmanın girdiği risk grubuna uygun olarak tespit edilmiş iskontosuyla bulunacak bugünkü değeri olmaktadır (Türko, 2002:505). M&M'e göre, aynı varlıklara sahip olan kaldıraç değeri yüksek olan firmanın değeri ile kaldıraç değeri düşük olan firmanın değeri aynıdır (Modigliani ve Miller, 1958:174).

M&M yaklaşımı optimal bir sermaye yapısının olmadığını, yatırımcıların arbitraj olanağı nedeniyle riskli firmalardaki paylarını satarak düşük kaldıraç derecesindeki firmalarda pozisyon alabileceklerini, böylece de arbitraj sürecinin farklı fiyatları yeniden dengeye getireceğini savunmaktadır (Berk, 2010:284).

Sermaye yapısında değişikliğe giden firmanın sermaye maliyetini azaltıp bunun doğal sonucu olarak da firma değerini yükseltememesi arbitraj işleminin varlığına dayanmaktadır. Kaldıraç düzeyi yüksek olan firma çok yüksek fiyatlandırılmışsa, rasyonel yatırımcı, borç kullanmayan firmanın hisse senetlerini satın almak için kişisel hesabından borçlanacaktır. Bireysel kaldıraç (homemade leverage) olarak isimlendirilen bu işlem, kişilerin ve firmaların aynı faiz oranı üzerinden borç alıp-verebildikleri sürece gerçekleştirilebilir (Ross vd., 2005:408).

Yatırımların arbitraj işlemi sonucunda, yüksek fiyatlandırılmış menkul kıymetin fiyatı düşecek ve düşük fiyatlandırılmış menkul kıymetin de fiyatı yükselecektir. Böylelikle de firmaların piyasa değerleri arasındaki fark azalacaktır (Yücel, 2006:22).

**II. Önerme:** M&M I. Önermesi sermaye maliyeti üzerinde dururken, II. Önermede özellikle hissedarların getiri beklentisi üzerinde durulmuştur. Firmaların borçlanması finansman riskini arttırdığından öz sermaye maliyeti de artmaktadır. Firma değerinin finansal kaldıraçtan etkilenmemesi için ortalama sermaye maliyetinin sabit kalması zorunludur (Gürsoy, 2007:584). Çünkü firmalar sermaye yapıları içerisindeki borç miktarını arttırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilme olanağına sahip değillerdir. Bunun en önemli nedeni ise firma ortaklarının artan finansman riskini karşılayabilmek için daha yüksek bir getiri beklentilerindedir. Yani ucuz yabancı kaynak bulmanın ortalama sermaye maliyeti üzerine olabilecek olumlu etkisi öz sermaye maliyetinin yükselişine ile ortadan kalkar (Akgüç, 1998:497). Bu önerme en basit haliyle, hissedarların, hisse senetlerine ait beklendikleri getiri oranı ile borç/öz sermaye oranının orantılı bir şekilde arttığını ifade etmektedir (Pike ve Neale, 2009:525).

**III. Önerme:** Yatırım kararlarının alınmasında kullanılacak iskonto oranı yatırım finansman şeklinden tamamen bağımsızdır (Modigliani ve Miller, 1958:288). M&M, bir yatırım projesi hangi şekilde finanse edilirse edilsin, bunun yatırım kararları üzerinde bir etkisi olmadığını, yatırım ve finansman kararlarının birbirinden bağımsız olduğunu savunmaktadır (Akgüç, 1998:497).

M&M'nin sermaye yapısına ilişkin önermeleri, dayandığı varsayımların gerçek hayattan uzak olması nedeniyle çeşitli eleştirilerle karşı karşıya kalmıştır. M&M yaklaşımına yapılan eleştiriler maddeler halinde sıralanmıştır (Yılgör, 2012:335).

- Eleştiriler, sermaye piyasalarının etkin olmayışı konusuna odaklanmaktadır. Sermaye piyasalarının etkin olmaması durumunda, hisse senetlerine ait bilgilerin hiçbir gidere katlanmaksızın anında elde edilmesi mümkün olamamaktadır.
- M&M, kişisel borçlanma ile firmanın borçlanmasını birbiri ile denk işlemler olarak ele alır. Ancak gerçek hayatta bireyler bir firmanın belirli bir bölümüne sahiptirler ve bu durum firmanın borç kullanma düzeyi arttığında oluşan riskten her bir bireye düşen payı sınırlandırırken, kişisel borçlanmada bireyler sorumluluğun tümünü yüklenmektedirler.
- M&M iflas maliyetlerinin olmadığını varsaymaktadır. Bu da etkin piyasa yapısında, iflas aşamasındaki firmaların varlıklarının piyasa fiyatından satılabileceği anlamına gelmektedir. Ancak uygulamada firmanın iflası halinde varlıklarının gerçek değerinin altında paraya çevrilme ihtimali iflas maliyetlerini ortaya çıkarmakta, tasfiye giderleri de firma için ek bir maliyet unsuru oluşturmaktadır.

- M&M yaklaşımında vergi indirimi yani borç kullanmanın sağladığı vergi tasarrufu dikkate alınmamıştır.

M&M, 1963 yılında ‘Kurumlar Vergisi ve Sermayenin Maliyeti: Bir Düzeltme’ isimli çalışmalarında 1958 yılındaki çalışmalarında öne sürdükleri önerilerine kurumlar vergisini de dahil ederek düzeltme yapmışlardır. M&M 1963 yılında yaptıkları çalışmalarında, borcun faizinin vergiden muaf olması ve kar payının bu muafiyeti sağlamaması gerekçesine dayanarak, borçla finansman sağlayan kaldıraç düzeyi yüksek olan firma değerinin, kaldıraç düzeyi düşük olan firmadan, kullanılan borç ve kurumlar vergisi çarpımı kadar daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Modigliani ve Miller, 1963:436).

M&M’e göre, borç faizi ödemeleri vergi matrahını azaltmaktadır bundan dolayı da hissedarlar daha az risk primi talep etmektedirler. Vergi tasarrufu etkisi ile vergi sonrası sermaye maliyeti düştüğünden firmalar için borçlanma öz sermaye kullanmaya göre daha avantajlıdır.

M&M çalışmaları, modern sermaye yapısı araştırmalarının başlangıcı olarak görülmektedir. Bundan sonraki araştırmalar, piyasa aksaklıklarını da göz önünde bulundurarak daha sağlam ve gerçekçi bir teori geliştirmek için M&M’nin varsayımlarını esnetmeye odaklanmaktadır (Brigham ve Houston, 2014:460).

### **II.3. Sermaye Yapısına İlişkin Yeni Yaklaşımlar**

Firmaların nihai hedefi kullandıkları kaynak maliyetinin minimum firma değerinin ise maksimum olduğu bir sermaye yapısına ulaşmaktır. Ancak sermaye yapısına ilişkin temel yaklaşımların optimal sermaye yapısı varsayımları gerçek hayattaki uygulamalardan uzak kalmaktadır. Yapılan çalışmalarda firmaların faaliyette buldukları sermaye piyasalarının tam rekabetçi piyasalar olduğu varsayılmaktadır.

Sermaye yapısı kararları faaliyet gösterilen sektöre, ülkeye ve firmaların spesifik özelliklerine göre farklılık gösterebilmektedir. Ayrıca firmalar faaliyetlerini sürdürürken birtakım aksaklıklarla karşılaşabilmektedirler. Bundan dolayı da sermaye yapısı kararlarını daha detaylı saptamaya yönelik yeni teoriler geliştirilmiş ve bu yaklaşımlar literatürde yerini almıştır.

Sermaye yapısına ilişkin yeni yaklaşımlar kapsamında, vergi faktörü kuramı, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri kuramı, asimetric bilgi kuramı, vekalet teorisi, dengeleme kuramı, finansal hiyerarşi kuramı ve açıklama kuramı üzerinde durulacaktır.

#### **II.3.1. Vergi Faktörü Kuramı**

Verginin olmadığı bir dünyada firmaların sermaye maliyetinin ve piyasa değerinin sermaye yapısından etkilenmediği söylenebilmektedir. Kurumlar vergisinin göz önünde bulundurulduğu durumda ise firma değerinin borçlanmadan pozitif yönde etkilendiği görülmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2005:419).



M&M yaklaşımında sadece kurumlar vergisini dikkate almışlardır. Miller'in görüşü ise gerçek hayatın teori ve modellerde uygulanan basite indirgenmiş varsayımlardan daha karmaşık olduğudur. Miller'in vergi yaklaşımında kurumlar vergisine ek olarak, faiz geliri üzerinden gelir vergisi ve kar payı üzerinden gelir vergisi kavramları da dikkate alınmıştır.

Miller'e göre, borçlanmadan kaynaklanan faiz ödemelerinin kurumlar vergisinden muaf olması ve kar payı ödemelerinin bu muafiyet avantajını sağlamaması firmaların borçlanmayı tercih etmelerinin nedenidir (Miller, 1977:261-273). Borcun sağladığı bu vergi tasarrufu da vergi kalkanı olarak adlandırılmaktadır.

Vergi kalkanının etkisi ile firmalar daha fazla borç kullanarak faiz giderlerinin artmasıyla finansal kaldıraçtan olumlu ölçüde yararlanma imkanları olmasına rağmen bu olumlu durum ancak belli bir yere kadar devam edebilir. Çünkü borçlanma yolu ile sermaye yapısı üzerinde sağlanabilecek bu olumlu etki sadece faiz oranlarının düşük ve ekonominin genişleme dönemi içerisinde olması ile söz konusu olmaktadır (Aydın, vd, 2009:173).

Faiz gelirleri sadece kişisel düzeyde vergilendirilirken, hisse senedi gelirleri hem kişisel düzeyde hem de firma düzeyinde vergilendirilebilmektedir. Dolayısıyla, yatırımcı için verilen borçtan sağlanan faiz getirisi, hisse senedinin sağladığı vergi sonrası gelirden daha fazla kazanç sağlıyorsa firmalar borçlanma düzeylerini arttırıcı yol izlemektedirler. Kurumlar vergisi ile gelir vergisi arasındaki fark arttıkça firmaların sermaye yapılarındaki borç düzeyi de artacaktır (Durukan, 1997:77).

Unutulmaması gereken diğer bir konu da firmalar olağanüstü amortisman, yatırım indirimleri ve yasal düzenlemelerden dolayı her zaman borcun vergi avantajından faydalanamamaktadırlar. De Angelo ve Masulis (1980) borcun faiz ödemeleri dışında vergi kalkanı (amortisman ve yatırım indirimi gibi nakit olmayan giderler) etkisini analiz ederek Miller'in çalışmasını genişletmiştir. Yapılan çalışmada firmaların borçları ile vergi kalkanının negatif bir ilişkide olacağını ileri sürülmüştür (Vernimmen, 2006:676).

### **II.3.2. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri Kuramı**

M&M önermeleri, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerinin olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Ancak, uygulamada, firmalar için finansal sıkıntı ve iflas meydana gelebilmekte ve oldukça da maliyetli olabilmektedir. İflas sürecindeki firmaların yüksek yasal ve muhasebe giderleri oluşmakta ve bu firmalar müşterileri, tedarikçileri ve çalışanları ile zor zamanlar geçirebilmektedirler. Dahası, iflas genellikle bir firmanın varlıklarını olabilecek değerinden çok daha aşağı bir değere elden çıkartmak zorunda kalmasına da neden olmaktadır (Brigham ve Houston, 2014:461).

Temel amacı değer maksimizasyonu olan firmanın borç kullanma düzeyindeki artış bir noktaya kadar olumlu katkı sağlarken belirli bir düzeyi aştıktan sonra bu olumlu katkı azalmaya başlamaktadır. Borçlanmanın sağladığı olumlu katkının azalmasının nedenlerinden biri de finansal sıkıntı maliyetlerinde meydana gelen artış olarak açıklanmaktadır (Yücel, 2006:43).

İflas maliyetleri ve firmanın varlıklarının değerinde meydana gelen kayıplar gibi borçlanmayı maliyetli duruma getiren faktörler finansal sıkıntı maliyetleri olarak adlandırılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:257). Temelde borç yükümlülükleri öz

sermaye yükümlülüklerinden farklıdır. Borcun, faiz ve ana ödemelerden dolayı firma üzerinde ciddi bir baskısı bulunmaktadır. Firmalar borç yükümlülüklerini yerine getiremedikleri noktada finansal sıkıntıya düşme riski ve dolayısıyla da iflas riski ile karşı karşıya kalabilmektedirler.

İflas maliyetleri ve vergilerin olmadığı bir dünyada öz sermaye maliyeti kaldıraçla beraber doğrusal olarak artmaktadır. İflas olasılığının artmasıyla beraber hisse senedi sahiplerinin gelirinde meydana gelen azalma öz sermaye maliyetindeki artışı hızlandırmaktadır (Van Horne, 1995:418).

Firmaların borç/öz sermaye oranı yükseldikçe borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesi güçleşmekte ve iflas riski artmaktadır. Başka bir ifade ile borç/öz sermaye oranının artması firma varlıklarının sahipliğinin hisse sahiplerinden tahvil sahiplerine doğru transfer olmaya başlaması anlamına da gelmektedir (Ross, vd, 2008:568). Sonuç olarak firma varlıklarının değeri borcun değerine eşit olduğunda ise hisse sahipleri firmanın kontrolünü tamamen tahvil sahiplerine devretmek durumundadırlar.

Firmaların iflas riski nakit akım miktarına ve nakit akımındaki dalgalanmalara bağlıdır. Bu da firmaların borç kullanma düzeylerindeki en önemli belirleyicilerindendir. Çünkü getirileri daha yüksek ve nakit akım dalgalanmaları daha düşük seviyede olan firmalar için finansal sıkıntıya girmeleri sonucu iflas riski bir noktaya kadar daha düşüktür.

Finansal sıkıntı maliyetleri temelde direkt iflas maliyetleri ve dolaylı iflas maliyetleri olmak üzere iki tür maliyeti içermektedir. Direkt iflas maliyetleri firmanın iflas sürecinde katlanmak zorunda olduğu avukat giderleri, yönetim giderleri, danışmanlık giderleri gibi maliyetlerdir. Direkt iflas maliyetleri firmalar için borç kullanımında

caydırıcı bir rol oynamaktadır. Dolaylı iflas maliyetleri ise, firmaların faaliyetlerini sürdürürken finansal sıkıntıya düştüklerinde, piyasa güvenini kaybetme, kredi değerliliğini kaybetme, tedarikçi sorunları gibi katlanılacak zorlukları ifade etmektedir (Aydın, vd., 2009:178). Finansal sıkıntıya giren bir firmanın iflas etmese dahi dolaylı iflas maliyetlerinin etkisi ile piyasa değerinde düşüş gerçekleşmektedir.

### **II.3.3. Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi (Signalling Theory)**

M&M yaklaşımında firma beklentileri ile ilgili olarak yöneticilerin ve yatırımcıların aynı bilgilere sahip olduğu varsayılmıştır. Ancak gerçekte yöneticiler firma beklentileri ile ilgili olarak dışarıdaki yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu durum asimetrik bilgi kavramı ile açıklanmakta ve optimal sermaye yapısı üzerinde etkilere sahip olmaktadır (Brigham ve Houston, 2004:488).

Asimetrik bilgi kavramı firma yöneticileri ile diğer çıkar guruplarının firmaya ilişkin bilgi düzeylerinin farklı olmasına dayanmaktadır. Yöneticilerden farklı bilgi düzeyine sahip olan yatırımcılar, firmanın borçlanması veya hisse senedi ihracı gibi finansman politikalarından yola çıkarak firmanın durumu ile ilgili çıkarımlarda bulunmaya çalışmakta ve böylelikle bilgi eksikliklerini en aza indirmeye çalışmaktadırlar. Ancak yatırımcıların içeriden ticaret yapanlara göre daha az bilgi sahibi olması piyasalarda söz konusu firmanın menkul kıymetlerin düşük fiyatlandırılmasına sebep olabilmektedir (Myers ve Majluf, 1984:192). Bu durumla karşılaşan firma yöneticileri de sermayelerini artırma konusunda tereddüt yaşayabilmekte veya karlı yatırım fırsatlarını finansman eksikliğinden dolayı kaçırabilmektedir.

Firma değeri yüksek olanlara kıyasla daha az maddi varlığa sahip firmalar bilgi asimetrisine daha fazla maruz kalmakta ve yetersiz yatırım problemleri ile daha sık karşılaşmaktadırlar (Haris ve Raviv, 1991:308). Borcun fazla kullanımı sonucunda iflas riskinin artması, yöneticilerin kendilerini güven altına alamadıkları sürece pozitif net bugünkü değere sahip projeleri göz ardı etmelerine neden olabilmektedir bu sorun yetersiz yatırım sorunu olarak adlandırılmaktadır (Karadeniz, 2008:15). Bu durumda olan firmalar için Myers ve Majluf (1984) yatırımlarının finansmanında önce iç kaynaklar sonra risksiz borç ve en son hisse senedi ihracını önermektedirler.

Verimli yatırım projelerinin hisse senedi ihracı ile karşılanması gerektiğinde, bu durum piyasa katılımcılarının yetersiz bilgiye sahip olması nedeniyle firmanın düşük değerlenmesine yol açabilecektir (Myers ve Majluf, 1984:187-221). Çünkü hisse senedi ihracı duyuruları piyasaya olumsuz haber sinyali vermekte ve yatırımcılar açısından firma yöneticilerinin gelecekle ilgili olumsuz düşünceler içerisinde olduklarını göstermektedir. Bu durum da firmalar için hisse senedi fiyatında düşüşe neden olmaktadır. Yüksek getiri sağlayacak projelerin gerçekleştirilmesi ve asimetric bilgi etkisiyle firmanın düşük değerlenmesinin engellenmesi için, firmanın içsel kaynaklarının ya da borçtan oluşan finansal fazlalıklarının kullanılması gereklidir. Bu finansal fazlalığa sahip firmalar hisse senedi veya riskli tahvil ihracını tercih etmeyeceklerdir (Myers ve Majluf, 1984:187-221).

Asimetric bilgi problemine dayanarak ortaya çıkan ve Ross (1977) tarafından geliştirilen sinyal teorisine göre, firma yöneticileri firma dışındaki çıkar gruplarına firmanın gidişatı hakkında sinyaller göndererek firmanın piyasa değerinin yükselmesini ve bundan da sermaye sahiplerinin çıkar sağlamasını istemektedirler (Ross, 1977:23-40). Ross (1977) çalışmasında, yatırımcıların borcun yüksek seviyelerini, firmalar için yüksek

kalitenin bir sinyali olarak algılayacaklarını ve bu durumun karlılık ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ilişkiye işaret edeceğini belirtmektedir (Drobetz ve Fix, 2003:6).

Sinyal teorisi, yöneticilerin ve yatırımcıların aynı bilgiye sahip olmadığı ve aynı bilgiye ulaşılsa dahi her iki tarafın bu bilgiyi farklı şekillerde algılayacağı varsayımına dayanmaktadır (Vernimmen, 2006:645). Firma yöneticileri borçlanma yoluyla finansmanın piyasa tarafından pozitif sinyal olarak algılandığını ve buna bağlı olarak hisse senetlerinin değerinin yükseleceğini düşünürken yatırımcılar firmaların hisse senedi ihraç etmesini hisse senedi fiyatlarının gerçek değeri üzerinde değerleneceğini düşündüklerinden negatif bir sinyal olarak algılamaktadır.

Firmalar için aşırı karlılıkta yatırımlar söz konusu ise ve borçla finanse edilemiyorsa firma hisse senedi ihraç yoluna gitmektedir. Firmalar, hisse senedi ihracına genellikle hisse senetlerinin fiyatı piyasada aşırı değerlendirildiği zaman gitmektedir. Bu durumda da eski hissedarların kazancı söz konusu olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:246). Yöneticilerin bu beklentilerini tahmin eden yatırımcılar, firmaların hisse senetlerinin yüksek değerlendirildiği dönemlerde hisse senedi ihraç ilanlarını firma değeri açısından kötü bir durum olarak değerlendirmektedirler (Van Horne, 1995:285). Böylelikle firmanın hisse senetlerine talep azalmakta ve piyasa değeri düşmektedir.

Son yıllarda bilgi teknolojisinde yaşanan hızlı değişim ile firmalar tarafından internet kullanımının yaygınlaşması, firma faaliyetlerine yönelik finansal raporların internette yayınlanmasıyla yatırımcılar gerekli bilgilere hızlı ve kolay bir şekilde ulaşabilmektedirler. Firmalar açısından bu tür bilgilerin internette yayınlanması asimetrik bilgilenme düzeyini azaltarak maliyet avantajı sağlamaktadır (Yücel, 2006:66).

### II.3.4. Temsil Teorisi (Agency Theory)

Temsil teorisi hakkında bugünkü tartışmaları açan Jensen ve Meckling (1976) temsil ilişkisini, bir veya daha fazla kişinin bir başka kişiyi bazı kararlar almak üzere yetkilendirerek ve kendi yararına faaliyette bulundurarak karar otoritesini devrettiği bir sözleşme olarak tanımlamışlardır (Jensen ve Meckling, 1976:310).

Temsil sorununu ortaya çıkaran temel neden firma sahipliği ve kontrolünün farklı kavramlar olmasıdır. Berle ve Means (1932) çalışmalarında modern firmayı, sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının birbirinden ayrıldığı organizasyon birimi olarak tanımlamış ve söz konusu bu ayrılığın performans azalmasına yol açtığı düşüncesiyle de temsil maliyetlerinin kaynağına işaret etmişlerdir (Turaboğlu, 2002:19).

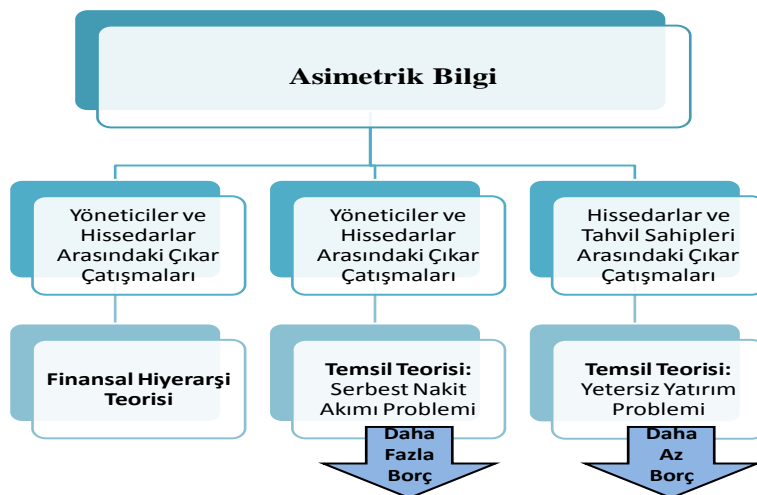
Bir firmadan çıkar sağlayan birçok taraf vardır ve herkes kendi faydasını maksimize etmek istediğinden bu tarafların menfaatleri çoğu zaman birbiriyle çelişmektedir. Temsil teorisi de bu çıkar gruplarının menfaatlerinin uyuşmaması üzerine kurulmuştur. Yani bu teori, firma yöneticileri ile hissedarlar ve firmaya borç verenler ve hissedarlar arasında yaşanan çıkar çatışmaları üzerine kurulmuştur.

Temsil teorisine göre, yöneticinin firmanın tamamına sahip olması durumunda veya hisse senetlerinin bir kısmını ihraç etmesi durumundaki davranışları birbirinden farklıdır. Çünkü yönetimin firmanın tamamına sahip olmadığı durumlarda, yönetimin çıkarları hissedarların çıkarları farklılaşmaktadır. Bu durum yönetici ve hissedarlar arasında temsil problemine ve bunun doğurduğu temsil maliyetlerine neden olmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976:312).

Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları, yöneticilerin firma kaynaklarının bir bölümünü pahalı seyahatler, lüks ofisler gibi maaş dışı menfaatler için tüketme eğilimden, yöneticinin firma değerini arttıracak kararları vermekte isteksiz davranarak sorumluluklarından kaçınmasından ve kendi çıkarlarını maksimum yapmak için serbest nakit akışının mevcut olduğu durumlarda hissedarlara temettü dağıtımından kaçınma eğiliminden kaynaklanabilmektedir (Gürsoy, 2007:592).

Temsil teorisinin ana fikri, işletme yöneticilerinin işletme sahiplerinden daha fazla bilgiye sahip olmaları ve düzenli olarak kontrol edilememelerinden dolayı yukarıda da açıklanan durumlar gibi bazı durumlarda yöneticilerin kendi çıkarlarını örgütsel çıkarların önünde tutabilecek olmalarıdır. Asimetrik bilginin neden olduğu temsil maliyetlerini ve bunların sermaye yapısı teorilerini nasıl etkilediği Şekil II.1’de gösterilmektedir.

### Şekil II.1. Asimetrik Bilginin Borçlanma Üzerindeki Etkileri



**Kaynak:** Rasaei, J ve Nguyen, K. (2011). Political Risk in Multinational Corporation's Capital Structure, Evidence From Singapore, Yüksek Lisans Tezi, Umea Üniversitesi



Şekil II.1’de görüldüğü gibi, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki asimetrik bilginin varlığı finansal hiyerarşi teorisine ve de temsil teorsine göre firmaların finansman seçimlerini etkilemektedir. Ayrıca hissedarlar ve tahvil sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları sonucu ortaya çıkan yetersiz yatırım problemi de temsil teorisine göre firmaların finansman seçimlerini etkilemektedir.

Yöneticiler ve hissedarlar arasında firma faaliyetlerinin yürütülmesi konusundaki temsil problemlerinin en temeli yöneticilerin kendi ekonomik çıkarları doğrultusunda hareket etmek istemeleri gelmektedir. Bu konuyu Jensen (1986) ‘Serbest Nakit Akımı’ teorisi ile açıklamaktadır. Serbest nakit akımı işletme faaliyetleri sonucu elde edilen ve hak sahiplerine ödeme yapılmadan önceki nakit akımıdır. Firmalar serbest nakit akımını faiz ve anapara ödemelerini yapmak, kar payı ödemek, hisseleri geri satın almak ve pazarlanabilir menkul kıymetler portföyü oluşturmak amacıyla kullanmaktadırlar (Yılıgör, 1998:75). Bu noktada yöneticilerin ekonomik çıkarları doğrultusunda hissedarların refahını kısıtlayarak temettü dağıtımından kaçınmaları yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil problemine yol açmaktadır.

Yabancı kaynakla finansman firmanın nakit ödeme yapmasını gerektirdiği için yöneticilerin menfaatlerine yönelik yapılacak harcamalar için gerekli olan serbest nakit akımlarını azaltacaktır. Bu durumda yöneticiler ile hissedarlar arasındaki uyuşmazlıkların azaltılmasını sağladığından firma için borcun temsil maliyetini azaltıcı etkisi söz konusu olmaktadır (Haris ve Raviv, 1991:300). Borcun arttırılmasının ve serbest nakit akışının azaltılmasının finansal sıkıntı ve iflas riskini arttırmak gibi bir dezavantajı da bulunmaktadır. Daha yüksek borç, yöneticileri hissedarların menfaatleri ile ilgili olarak daha dikkatli olmaya yönlendirmektedir. Ancak iyi yönetilen firmalar bile kendi kontrolleri

dışında gerçekleşen bazı olayların gerçekleşmesi durumunda iflas ile karşı karşıya kalabilirler. Burada da sermaye yapısı kararı gündeme gelmektedir (Brigham ve Houston, 2014:465).

Firmaya borç verenler ile hissedarlar arasındaki temsil probleminin ana nedeni, borçla sağlanan kaynakların borç verenlerin çıkarlarına uygun olmayan alanlarda değerlendirilme olasılığından kaynaklanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976:305). Buna göre, Myers (1977), firmanın borç yükünün ortaya çıkması durumunda, hissedarlar ve tahvil sahipleri arasında bir temsil problemi olarak ‘Yetersiz Yatırım Problemi’nin (underinvestment problem) ortaya çıkacağını belirtmiştir.

Yetersiz yatırım problemine göre yatırım sonrası firmanın ödenmemiş borcunun olması durumunda hissedarlar net bugünkü değeri pozitif olan projeleri kabul etmeme eğilimde olacaklardır. Çünkü bu projelerden elde edilen faydalar esasen tahvil sahiplerinin değerini arttıracak, hissedarların zenginliğini arttırmayacaktır (Lee ve Kwok, 1988:201). Myers (1977)’in yetersiz yatırım problemi modeli kısa dönem finansman ile bu problemin azalabileceğini de işaret etmektedir.

Varlık ikamesine (asset substitution) gidilmesi de hissedar ve tahvil sahipleri arasında diğer bir temsil problemini oluşturmaktadır. Varlık ikamesi problemi hissedarların fayda sağlayacakları yüksek riskli projeleri tercih ederken diğer taraftan tahvil sahiplerinin daha düşük riskli projeleri tercih etmesinden kaynaklanmaktadır. Firma riskli yatırımlar gerçekleştirir ve kar sağlanırsa, getirinin çoğu hissedarlara aktarılacak, borç verenler ise belirlenmiş olan faiz gelirini elde edeceklerdir. Ancak yatırımlar başarısız olup, alınan risk firmanın iflasına yol açarsa borç verenler tüm maliyetleri karşılayacaklardır (Vernimmen,

2006:706). Bu nedenle hissedarlar ancak tahvil sahiplerini projenin güvenilir bir proje olduğuna inandırabildikleri durumda düşük faizli bir krediden yararlanabileceklerdir.

Temsil problemleri yukarıda da anlatıldığı gibi yönetici ile hissedarlar arasında ve hissedarlar ile borç verenler arasında yaşanan çıkar çatışmalarını ifade etmektedir. Hissedarlar, temsilcinin kendi menfaatlerine göre hareket etmelerini beklemektedirler. Firma yöneticilerinin hissedarların aleyhine ancak kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri durumunda firma için bir takım maliyetler doğmaktadır. Bu maliyetler temsil maliyetlerini oluşturmaktadır. Temsil maliyetlerinin;

- Temsil edilenin gözlem harcamaları,
- Tazmin edici, garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri,
- Önlenebilen kayıpların toplamından oluştuğu belirtilmiştir (Jensen ve Meckling, 1976:6).

Temsil edilenin refahını maksimize edebilecek kararlar ile yöneticilerin vermiş olduğu kararlar arasındaki farklılıklar ve yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda davranmalarını engelleme gereksinimi gözlem maliyetlerini ortaya çıkarmaktadır.

Daha kavramsal bir çerçeve ile gözlem maliyetleri; temsil edilenin, temsilcinin davranışlarını ölçmek, gözlemlemek ve kontrol etmek amacıyla katlandığı giderlerdir. Bu maliyetler içerisinde denetim maliyetleri, yöneticilik bedeli sözleşmeleri ve yöneticilerin işten çıkarılma maliyetleri de bulunmaktadır (McColgan, 2001:5). Yöneticilerin gözlemlenmesi amacıyla başvurulabilecek en temel yöntem yönetici performansını gösteren raporlar düzenlenmesidir.

Finansal raporları değerlendirecek teknik bilgiden yoksun olan hisse senedi sahiplerinin denetçi görevlendirmeleri ve yöneticilerin bu performans raporlarını hazırlamak için harcadıkları zaman gözlem maliyetlerini oluşturmaktadır (Turaboğlu, 2002:48).

Tazmin edici/Garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri, yöneticilerin işten ayrılmaları durumunda oluşan zararı karşılayacakları ve yetki verenler zararına hareket edildiğinde ise ortaya çıkacak zararı tazmin edeceklerine yönelik sözleşmeler ile ortaya çıkan maliyetlerdir.

Önlenemeyen kayıplar ise firmanın çıkar grupları arasındaki problemleri ortadan kaldırmak için katlanılan maliyetlerin üzerine problemlerin çözülmemesi durumunda gerekli faaliyetlerin yerine getirilmesi için katlanılan ek maliyetler olduğunda söz konusu olmaktadır. Diğer bir ifade ile önlenemeyen kayıplar, vekil ile vekalet verinin çıkarlarının ayrı düşmesi ve vekillerin vekalet verenin zenginliğini maksimize eden kararlar almaktan kaçınması sonucu oluşan refah kaybının parasal değeri olarak da tanımlanabilir (Güvençer, 2008:56).

Temsil maliyetleri büyük ölçüde optimal borç seviyesinden etkilenmektedir ve ÇUŞ ile yerel firmalar arasında farklılık göstermektedir. ÇUŞ'ların yavru şirketlere sahip olmaları temsil maliyetlerinin önemini arttırmaktadır. Potansiyel olarak ÇUŞ ve onların yabancı yavru şirketleri arasındaki menfaat farklılıkları gözlem maliyetlerini ve önlemeyen kayıplar gibi önemli maliyetleri doğurmaktadır. Çünkü ÇUŞ yöneticisi hissedarların refahını maksimize etmeye çalışsa da yabancı yavru şirket yöneticisinin ÇUŞ'un değerini maksimize etmeyecek kararlar alabilmesi temsil problemlerini ve dolayısıyla da temsil maliyetlerini meydana getirmektedir (Wright, vd., 2002:347).

ÇUŞ'lar yüksek denetim maliyetleri, dil farklılıkları ve çeşitli yasal ve muhasebesel sistemler gibi sorunlarla karşı karşıyadırlar. Ayrıca ÇUŞ yatırımcıları daha geniş bilgi boşluğuna sahiptirler bu da daha yüksek araştırma maliyetleri ile karşılaşmalarına neden olmaktadır. Ayrıca sermaye piyasası noksanlıklarının varlığı da ÇUŞ'lar için yüksek temsil maliyetlerine neden olmaktadır (Burgman, 1996:557).

### **II.2.3.5. Dengeleme Kuramı (Trade Off Theory)**

Firmaların çok fazla borçlanması borçlarının anapara ve faiz ödemelerini yapamamaları riskini arttırmaktadır. Bu aşırı borçlanma durumu da firmaların iflas riskini arttırabilmekte ve firmaları finansal sıkıntıya sokabilmektedir.

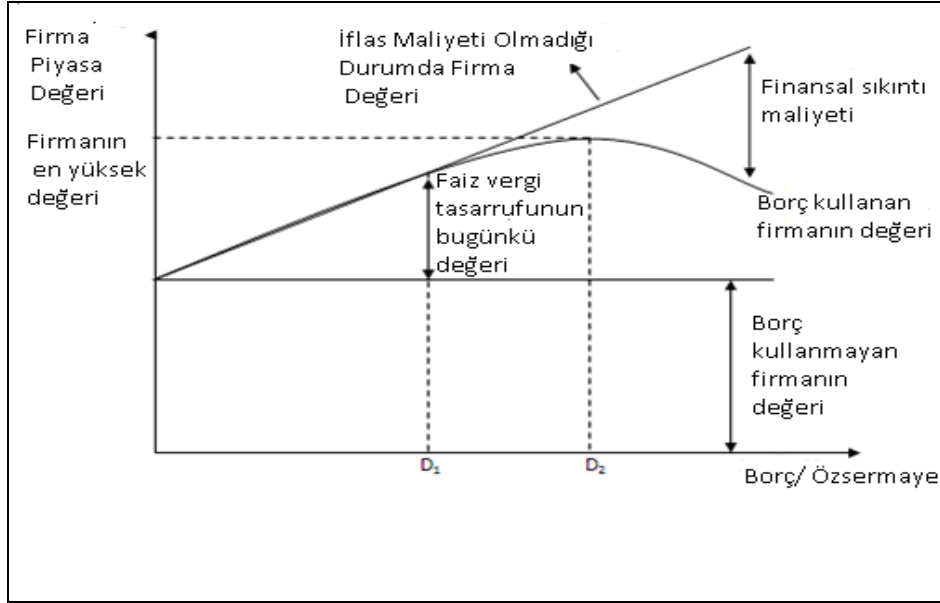
İlımlı bir borç oranını öngören dengeleme kuramına göre firmaların sermaye yapısı kararları faizin vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyeti arasındaki dengelemeyi içermektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2005:443).

Firmalar için yüksek karlılık daha fazla vergilendirilebilir gelire sahip olunması anlamına gelmektedir. Aynı zamanda bu firmalar için finansal sıkıntı riskinin daha düşük olması daha fazla borç yüküne girebilecekleri anlamına gelmektedir (Myers, 2001:89). Firmalar, borçlanmanın sağladığı faydalar ile borçlanma nedeniyle uğranılan zararların arasındaki farkın en çok olduğu noktada borçlanmaya çalışmaktadırlar. Bu nedenle de firmalar kendi koşulları doğrultusunda hedef borçlanma oranı belirlemekte ve bu orana doğru borçlanmaya çalışmaktadırlar (Okuyan ve Taşçı, 2009:2).

Dengeleme kuramı, hedef borç oranlarının işletmeden işletmeye farklılık gösterebileceğini kabul etmektedir. Güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan firmaların hedef borç oranlarının da

yüksek olması gerektiğini ileri sürmektedir. Ayrıca riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip karsız firmaların ise öz sermaye ile finansmana dayandırılması gerektiğini savunmaktadır (Brealey, Myers ve Marcus, 2007:425).

### Grafik II.5. Dengeleme Kuramı



**Kaynak:** Brealey, R. A., vd., (2007). İşletme Finansının Temelleri. İstanbul:

Literatür Yayıncılık

Grafik II.5’de borcun vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelemenin optimum sermaye yapısının nasıl belirlendiği gösterilmektedir. Şekildeki eğri, firmanın piyasa değerinin firma borçlandıkça başlangıçta artış gösterip ancak finansal sıkıntı maliyetlerinin artmasıyla piyasa değerinin giderek azaldığını göstermektedir. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, firmanın borçlanma düzeyi arttıkça başlangıçta artmakta ancak belirli bir noktadan sonra azalmaktadır. (D1) noktası borcun vergi avantajının etkili olduğu noktadır (Brealey, vd., 2007:418).

D2 noktası optimal borç oranını göstermektedir. Bu noktadan sonra firmanın borçlanmaya devam etmesi durumunda borcun vergi avantajı azalmaktadır. Firma için finansal sıkıntı maliyetleri artmakta ve dolayısıyla da firma için iflas riski artmaktadır (Ross, vd., 2005:443).

Dengeleme teorisi, farklı finansçılar tarafından ilişkili teorileri açıklamada kullanılan bir teoridir. Bütün teorilerde, karar verici firma açısından alternatif kaldıraç planlarının çeşitli maliyet ve faydalarını değerlendirmektedir. Genel olarak kabul görmüş olan çözüm, marjinal maliyet ve faydaların dengelenmesidir (Frank ve Goyal, 2005:8). Sonuç olarak dengeleme kuramı optimal bir borç/öz sermaye oranının varlığını öngörmektedir. Dengeleme kuramı, borç kullanmanın sağladığı vergi avantajı ile bunun oluşturduğu temsil maliyetlerinde azalma şeklinde görülen faydalarla, kaldıraç kullanımının getirdiği iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerini dengelemeyi amaçlamaktadır (Terim ve Kayalı, 2009:127).

### **II.3.6. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)**

Dengeleme teorisine alternatif olarak geliştirilen finansal hiyerarşi teorisinin temeli firmalar arası finansal davranış farklılıkları olduğunu ileri süren Gordon Donalds (1962) tarafından atılmıştır. Myers ve Majluf (1982) Donalds'ın (1962) finansal hiyerarşi fikrinden esinlenerek finansal hiyerarşi teoremini ortaya koymuşlardır. Bu teoriye göre bilgi asimetrisi problemi firmaların finansman seçimlerini etkilemektedir. Firma içindeki yatırımcılar firma dışındaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu nedenle de hisse senedi ihracı veya tahvil ihracı sırasında firma içi ve firma dışı yatırımcıların firma değeri ile ilgili görüş ve beklentileri farklılık göstermektedir

Bu teoriye göre firmaların belirlediği bir optimal borç/öz sermaye oranı bulunmamaktadır. Finansal hiyerarşi teorisi şu şekilde açıklanmaktadır (Myers, 1984:9).

- Firmalar öncelikle iç fonlarla finansmanı tercih ederler.
- Firmalar hedef kar payı oranlarını yatırım fırsatlarına göre belirler. Eğer yatırım yapılacak ise kar payı ödeme oranı düşer.
- Sabit temettü ödeme politikaları ile karlılık ve yatırım fırsatlarındaki beklenmedik dalgalanmalar, faaliyetlerin doğurduğu nakit akışlarının yatırım harcamaları için gereken fonlardan az veya çok olabileceği anlamına gelir. Eğer nakit akışı yatırım harcamaları gereksiniminden az ise firma nakit bakiyesini veya portföyündeki spekülâtif amaçlı menkul kıymetleri kullanır.
- Eğer dış fon kullanımı gerekirse, firmalar öncelikle en güvenli menkul kıymeti ihraç ederler. Yani önce borç kullanırlar, sonra hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi karma menkul kıymetler ihraç ederler ve en son da hisse senedi ihracına yönelirler.

Myers'in (1984) yaptığı sıralamadan da anlaşıldığı gibi yeni yatırımları finanse etmek isteyen yatırımcılar, sermaye yapısını oluştururken öncelikle oto finansmana (içsel kaynaklara) daha sonra borçlara en son olarak ise hisse senedi ihracına başvurmaktadır (Ata ve Ağ, 2010:48).

Finansal hiyerarşi teorisi, yüksek karlılıkları olan firmaların neden daha az borç kullandıklarını (dış fonlara ihtiyaç duymamaktalar) ve düşük karlılıkları olan firmaların da neden yüksek oranda borç kullanımı yoluyla finansmana gittiklerini açıklamaktadır. Karlılıkları düşük olan firmalar yeterli iç fon yaratamamaları ve borçlanma araçlarının ihraç ve bilgilendirme maliyetlerinin daha düşük olması nedeniyle borç ihracını, hisse senedi ihracına tercih etmektedirler (Drobetz ve Fix, 2003:7).



Finansal hiyerarşi teorisinin, Myers (1984) tarafından önerilen diğer bir görüşüne göre, firmalar cari finansman giderleri kadar gelecekteki finansman giderleriyle de ilgilenmektedirler. Gelecekte karlı yatırım fırsatlarını kaçırmamak, yüksek maliyetli hisse senedi ihracından korunmak ve de düşük riskli borçlanma kapasitelerini koruyabilmek için cari dönemde düşük kaldıraçta sahip olmayı tercih etmektedirler (Fama ve French, 2002:4).

Finansal hiyerarşi teorisinin temel çıkarımları şöyle özetlenebilmektedir:

- Hedef borç oranı yoktur, her firma borç kullanma oranını finansman ihtiyaçlarına bağlı olarak belirler,
- Karlı firmalar dış kaynaklara daha az ihtiyaç duydukları için daha düşük oranlarda borçlanırlar,

Firmalar gelecekte çeşitli zamanlarda karlı yatırım fırsatlarını finanse etmek zorunda kalacaklarını bildiklerinden, bugünden nakit biriktirirler. Böylece yatırım önerisi geldiğinde sermaye piyasalarına başvurmak zorunda kalmazlar (Yılıgör, 2012:341).

Firmaların finansman davranışlarının açıklanmasında dengeleme kuramı veya finansal hiyerarşi teorisinden hangisinin daha etkili olduğunun test edilmesi önemlidir. Ne yazık ki, bu konuda kesin sonuçlara ulaşılamamaktadır. Shyam - Sunder ve Myers (1999) çalışmalarında finansal hiyerarşi teorisinin dengeleme kuramına göre daha fazla açıklayıcı gücü olduğunu iddia etmektedirler. Ancak Chirinko ve Singha (2000) yapılan bu çalışmanın yanıtıcı çıkarımlar doğrduğunu ileri sürmüşlerdir. Yaptıkları çalışmada ne dengeleme kuramını ne de finansal hiyerarşi teorisini değerlendirebilmişlerdir. Fama ve French (2002) çalışmalarında her iki modelin de firmaların finansman davranışlarını

açıkladığını ileri sürmüştür. Booth, vd., (2002) ise bir modeli tanımlayan değişkenin diğer modelin değişkeni olarak da tasnif edilebileceğinden bu iki farklı modelin ayırt edici özelliklerinin ispatının zor olduğunu vurgulamıştır (Huang ve Song, 2006:3).

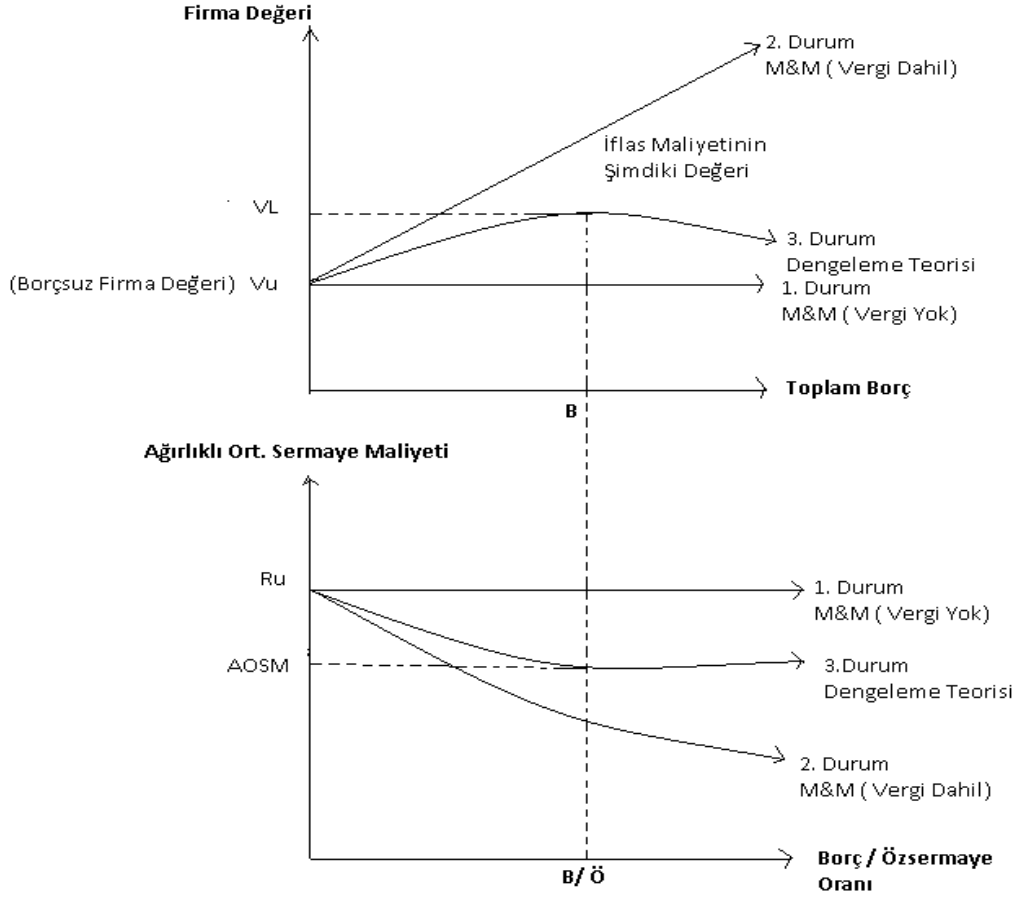
#### **II.4. Optimal Sermaye Yapısı**

Her firma piyasa değerini maksimum, sermaye maliyetini minimum yapacak olan optimal sermaye yapısına ulaşmaya çalışmaktadır. Yani firmaların hedefi en az sermaye maliyeti ile en yüksek piyasa değerine ulaşmaktır.

Optimal sermaye yapısı, firmalar arası farklılık gösteren hatta aynı firma söz konusu iken zaman içerisinde değişebilecek dinamik bir yapıdır. Bir firmada veya firma çevresindeki koşullarda meydana gelecek değişiklikler, mevcut kaynak bileşimini değiştirebilmekte ve optimal olan sermaye yapısını bozabilmektedir. Bu karmaşık yapıdan dolayı sermaye yapısına yönelik yapılan birçok çalışma firmaların optimal sermaye yapısına nasıl ulaşabileceği konusu üzerinedir.

Firmaların sermaye yapısında değişiklik yaparak optimal sermaye yapısına ulaşip ulaşamayacağı, ortalama sermaye maliyetini ve firma değerini değiştirip değiştiremeyeceği konusundaki tartışmalar iki farklı yaklaşımda odaklanmaktadır. Bunlardan birincisi; firmalarda borç kullanma derecesinin firma riskini, beklenen kazançları, ortalama sermaye maliyetini ve buna bağlı olarak da firma değerini etkilediğidir. İkincisi ise; sermaye yapısına ilişkin kararların, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden ve işletme değerinden bağımsız olduğudur (Yılıgör ve Yücel, 2007:2).

## Grafik II.6. Optimal Sermaye Yapısı



**Kaynak:** Ross, S. A., Westerfield, R. W. Jordan, B. D. (2008). Fundamentals of Corporate Finance. New York: McGraw Hill.

Grafik II.6'da 1. durum vergilerin veya iflas maliyetinin olmadığı temel M&M modelini temsil etmektedir. Bu durumda firma değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermaye yapısından etkilenmemektedir. Faiz, iflas maliyetleri ve diğer maliyetlerin olmadığı durumda firmanın toplam değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti borç politikasından etkilenmemektedir. Bu nedenle yukarıda çizilen grafiklerde firma değeri (VL) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti sabittir.

Grafikte 2.durumda kurumlar vergisinin dahil edilmesine bağlı olarak, firma değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti borç politikasına sıkı sıkıya bağlıdır. Grafikte de görüldüğü gibi firma borçlandıkça faiz ödemelerinin vergi indirimine tabi olmasından dolayı değeri artmaktadır. Alttaki grafikte ise, firmanın daha fazla borç finansmanına başvurması durumunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyenin düştüğü görülmektedir.

Son olarak 3.durumda finansal sıkıntı maliyetleri de eklenmiştir. Grafikler incelendiğinde, firma değerinin B noktasında maksimum değere ulaştığı görülmektedir. B noktası borç finansmanındaki ek borçtan kaynaklanan vergi indiriminin, ek borçlanmalar ile artan iflas maliyetlerini tam olarak dengeleyen noktadır. Bu nokta optimal borçlanma oranını göstermektedir. Aynı zamanda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de B/Ö noktasında minimumdur (Ross, vd., 2008:571).

1970'lerin ortalarından beri optimal sermaye yapısı üzerine fikir birliği olmamasına rağmen genel olarak akademik görüş, optimal sermaye yapısının borcun vergi avantajına karşı iflas maliyetlerinin şimdiki değerinin dengelendiği nokta olduğudur (Bradley, Jarrell ve Kim, 1984:857).

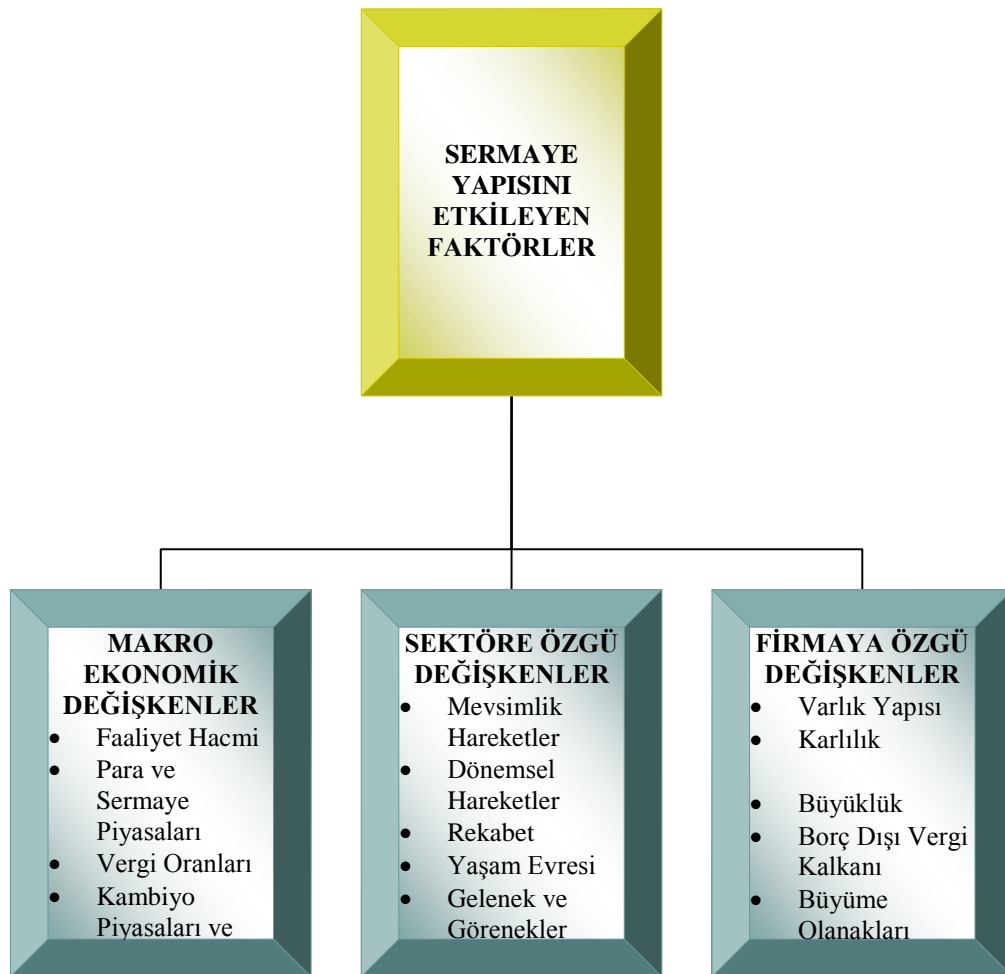
## II.5. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Finans yöneticisinin en önemli finansman kararlarından birisi firma değerini maksimum yapacak olan sermaye yapısının oluşturulmasıdır. Finans yöneticisinin aldığı kararlar firmanın finansal yapısı üzerinde hayati bir öneme sahiptir çünkü firmaların faaliyetlerini sürdürmek için yeterli sermayeye sahip olmalarının yanı sıra faaliyetlerine uygun bir sermaye yapısına sahip olmaları da önem arz etmektedir. Sermaye yapısı ile ilgili verilecek yanlış bir karar işletmeyi finansal sıkıntıya hatta iflasa kadar götürebilmektedir.

Firmalar için optimal sermaye yapısına ulaşabilecekleri bir formül söz konusu olmadığından optimal sermaye yapısına ulaşmada kullanılan yöntemler ve firmanın sermaye yapısını etkileyen faktörler göz önüne alınarak optimal sermaye yapısı oluşturulmaya çalışılmaktadır. Bu noktada optimal sermaye yapısına ulaşmak isteyen firmaların kaynak kullanımı ve kaynak temininde izlediği finansal politikalar firma karakteristiğini belirlemektedir. Aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar finansal yapıları itibariyle farklılık göstermektedir ve firmalar için farklılık gösteren bu özellikler de sermaye yapısının şekillenmesinde rol oynamaktadır. Yani aynı endüstri dalında faaliyet gösterecekler de firmaların sermaye yapısı kararları farklılık gösterebilmektedir.

Firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörler şekil II.2'de gösterildiği gibi firmaya özgü değişkenler, sektöre özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olmak üzere üç ana grupta toplansa da sermaye yapısı teorisi üzerine yapılmış olan analizlerin çoğunda firmaya özgü değişkenlerin üzerinde durulmuştur.

**Şekil II.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler**



### **II.5.1. Makro Ekonomik Değişkenler**

İşletmenin alacağı gerek finansman gerekse de yatırım kararları, ülke ekonomisinin içerisinde bulunduğu durumdan etkilenmektedir. Ekonomide yaşanan gelişmeler ve karar alıcıların izlemiş olduğu ekonomik politikalar, işletmelerin yatırım kararlarını doğrudan, bu yatırımların finansmanında kullanılacak kaynakların bileşimi ise dolaylı olarak etkileyerek, işletmelerin piyasa değerleri üzerinde değişiklik yapabilmektedir (Aydın, vd., 2009:184).

Genel olarak ekonomik hayatta ve/veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstride beklenen gelişmeler firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Eğer firmanın içinde bulunduğu endüstride bir büyüme bekleniyorsa, fonlardaki beklenen artış finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanılmasının yaratabileceği sorunları önlemektedir. Buna karşılık ekonomi veya endüstri kolunda bir küçülme bekleniyorsa borçtan kaçınma ve öz sermayeden yararlanma, riski azaltma açısından uygun bir tutum olacaktır (Akgüç,1998:505). Gayrisafi yurtiçi hâsıla ekonomik büyüklüğün göstergelerinden biridir. Özellikle ülkelerarası yaşam standartlarının karşılaştırılmasında kişi başına düşen reel gayri safi yurtiçi hâsıla daha anlamlı olmaktadır. Firma bazında ele alındığında söz konusu oran; firmalarca karşılaşılan yatırım fırsatları kümesinin ve de bunun projelerin optimal finansmanına olan etkisinin göstergesidir (Yıldırım ve Eyceyurt, 2012:368).

Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arasındaki farklılıklar sermaye piyasalarını etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarında derinleşme ve sermayenin tabana yayılması sağlanmakta küçük ve orta ölçekli firmalar bu piyasalardan en az büyük ölçekli firmalar kadar yararlanabilmektedir. Sermaye piyasaları geliştikçe bankacılık sektörü bu gelişmeden olumlu yönde etkilenerak kredi imkanlarını artırmakta ve küçük firmaların fon kaynağına ulaşması kolaylaşmaktadır (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001:16). Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmiş olması, riski çeşitlendirme ve bilgi sağlama fırsatlarını da arttırmaktadır.

Vergi oranlarındaki değişimler de işletmelerin sermaye yapısını etkileyen diğer bir ekonomik unsurdur. Vergi kanunları firmaların faiz ödemelerinin gider olarak vergiden indirilmesini sağlarken, kar payı ödemelerinin veya hisse senetlerinin geri satın alınması

için yapılan ödemelerin vergiden indirilmesine imkan vermemektedir. Yabancı kaynaklara ödenen faiz giderlerinin vergiden indirilmesi yabancı kaynaklarla fon sağlanmasının en önemli avantajı olarak ifade edilmektedir. Bu avantaj firmaların sermaye yapılarında borç kullanımını teşvik etmektedir. Eğer gelecekte gelir vergisi oranları yükselecekse, borçla finansmanın çekiciliği artacaktır (Brigham ve Houston, 2004:618).

Kambiyo piyasalarındaki ve döviz kurlarındaki gelişmeler ulusal para ya da yabancı para ile borçlanma konusunda firmaların seçimini etkilemektedir (Akgüç, 1998:506). Kazançlarının büyük bir kısmı uluslararası firmalarla yaptıkları ticaretten kaynaklanan firmalarda, döviz kurlarında meydana gelen değişikliklerden dolayı kazançlar düşebilmekte ve bu durum işletme riskini arttırmaktadır. Artan risk düzeyi firmanın sermaye yapısı kararlarını etkilemekte ve kaldıraç kullanımını azaltmaktadır (Brigham ve Houston, 2004:600).

### **II.5.2. Sektöre Özgü Değişkenler**

Firmaların faaliyet gösterdikleri endüstrinin rekabet şekli, mevsimlik ve dönemsel hareketlerden etkilenme derecesi, endüstrinin içinde bulunduğu yaşam evresi ve endüstrideki gelenek ve görenekler gibi faktörler, kullanılacak finansman kaynaklarının bileşimini etkilemektedir.

Mevsimsel hareketliklerin etkisinin fazla olduğu sektörlerde, firmalar esnekliği sağlamak amacıyla kısa süreli finansman kaynaklarına gereksinim duyarlar. Çünkü uzun süreli finansman kaynakları işletmeleri uzun vadeli yükümlülük altına sokmakta ve mevsimsel hareketlere uyum sağlama yeteneğini kaybetmesine neden olmaktadır.



Firmaların içinde bulunduğu sektörlerin dönemsel dalgalanmalardan etkilenme derecesi farklılık göstermektedir. Bazı sektörlerin üretim ve satış miktarları ekonomik dalgalanmalardan çok fazla etkilenirken bazıları ise çok az derece etkilenmektedir. Özellikle kullanım alışkanlığına dönüşmüş olan dayanaksız tüketim mallarını üreten sektörlerin ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılığı azdır. Bu sektörlerin ürettikleri ürünlere olan talebin gelir esnekliğinin düşük olması sebebiyle borç kullanım düzeyleri de daha yüksek olabilmektedir. Buna karşın gelir esnekliği yüksek malların, özellikle dayanıklı tüketim malları üreten sektörlerin satışları, ekonomik dalgalanmalara karşı daha fazla duyarlıdır. Bu sektörlerde finansman kaynakları arasında seçim yapılırken, risk ve esneklik göz önüne alınmalıdır. Ağır borç yükü, finansman riskini arttırarak, faaliyetlerin canlı olmadığı dönemlerde borç ödeme konusunda firmaları güç durumda bırakabilir (Acaravcı, 2004:42). Genel ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılığı fazla olan bu tür sektörlerde, öz sermaye kullanımına ağırlık verilmesi riskten korunmak açısından önemlidir.

İşletmelerin sermaye yapısına etki eden faktörlerden biri de işletmenin içinde bulunduğu sektördeki rekabet yoğunluğudur. İşletmeler için borç tutarı, satışlar kadar satışlar üzerinden elde edilen karlılığa da bağlıdır. Bu nedenle, satışlardaki düzenlilik ve satışlar üzerinden elde edilen kar marjının düzenliliği önemlidir. Rekabetin şiddetli olacağı gelecek dönemlerde, satışların ve kar marjlarının tahmini güç olacağından, fazla bir risk yüklenmemek için, öz sermayeyle finansman tercih edilmelidir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:264). Rekabetin sınırlı olduğu sektörlerde ise, işletmelerin finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanması, rekabetin yoğun olduğu sektörlerle kıyasla daha düşük bir risk unsuru yaratmaktadır.

Sektörler, firmaların yaşam eğrileri gibi doğmakta, büyümekte, olgunlaşmakta, gerilemekte ve durgunluk dönemine girmektedirler. Sektörün emekleme döneminde, başarısızlık olasılığı daha yüksek olduğundan işletmeler risklerini azaltabilmek için finansmanda öz sermayeye ağırlık verirler. Büyüme döneminde ise, finansmanda esneklik ve hareket serbestisi ön plana çıkar. Sektörün olgunluk çağında genellikle gözlenen, işletmelerin otofinsanman yoluyla öz sermayelerini takviye etmiş olmaları nedeniyle borç/öz sermaye oranının düşme eğilimi göstermiş olmasıdır (Acaravcı, 2004:43). Gerileme ve durgunluk dönemlerinde ise satışlar iyice düşmeye başlayacağından dolayı kullanılan fonların kolaylıkla daralmasına olanak verecek bir finansal yapı sağlanması önem kazanmaktadır.

Bazı sektörlerde işletmelerin finansmanı konusunda yerleşmiş gelenekler olabilmektedir. Bu tür sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin finansal yapısını ortaya koyan oranların, o sektörde yerleşmiş finansman geleneklerinden ve/veya gözlenen tipik oranlardan büyük farklılıklar göstermesi durumunda, işletmenin özellikle finansman kurumlarından yeni ek kaynaklar bulması güçleşebilir ve maliyetli olabilmektedir. Bu nedenle işletmeler içinde buldukları sektördeki yerleşmiş adetlere, tipik oranlara yaklaşan bir finansal yapıya sahip olma eğilimindedirler (Akgüç, 1998:508).

### **II.5.3. Firmaya Özgü Değişkenler**

Teorik ve ampirik çalışmalar karlılık, firmanın varlık yapısı, firma yaşı, vergi, firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı, firmanın büyüme olanakları, likidite düzeyi, borçlanma maliyeti, volatilité gibi firmaya özgü değişkenlerin sermaye yapısını etkilediğini göstermektedir. Haris ve Raviv (1991), firmaya özgü faktörleri ve firmaların sermaye

yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyerek kaldıraç oranının belirlenmesi konusunda birçok araştırmacı için aydınlatıcı olmuşlardır. Bu yazarlara göre, firmaların kaldıraç oranı, sabit varlıklar, borç dışı vergi kalkanı, yatırım fırsatları ve firma büyüklüğü ile artmakta, volatilité, reklam masrafları, iflas olasılığı, karlılık ve de tek tip ürün ile azalmaktadır.

### **II.5.3.1. Firmaların Varlık Yapısı**

Sermaye yapısı ile ilgili birçok çalışmada firma tarafından sahip olunan varlık türlerinin bir şekilde sermaye yapısı kararlarını etkileyeceği ileri sürülmektedir. Çünkü firmaların sahip oldukları varlıkların niteliği onların borçlanma oranları üzerindeki kararlarını etkilemektedir.

Bir firma için varlıklarının büyük kısmının maddi olmayan duran varlıklardan oluşması borç verenler için riskli bir duruma işaretler. Bu türdeki firmalar finansal sıkıntı durumlarında varlıkları ciddi bir değer kaybına uğrayacağından borç verenler açısından risk unsuru taşımaktadır. Dolayısıyla da varlık yapısı itibariyle ağırlıklı olarak maddi olmayan varlıklara sahip olan firmalar daha az borç kullanmaktadırlar.

Firmaların sahip olduğu maddi duran varlıklar borç verenler açısından garanti unsuru olarak görülmektedir. Toplam varlıklar içerisindeki maddi duran varlık oranı firmaların borç oranını belirlemede etkilidir. Bilançosunda sabit varlık oranı yüksek olan firmalar için iflas durumunda firmanın tasfiye değeri yüksek olacağından borç verenler kredi sağlamada daha istekli olmaktadır. Bir firmanın tasfiye değeri maddi duran varlıklarının oranı ile birlikte artmakta ve maddi duran varlık oranının yüksek olması firmanın iflası durumunda firmanın yanlış fiyatlandırılması olasılığını azaltmaktadır (Deesomsak, vd., 2004:393). Bu nedenle dengeleme teorisi, maddi duran varlıkları fazla

olan firmaların daha yüksek oranda kaldıraçta sahip olacağını önermektedir. Yani firmaların varlık yapısı ile kaldıraç oranları arasındaki pozitif bir ilişki söz konusu olmaktadır.

Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmalar iç kaynakları tükendiğinde, dış finansman kaynaklarından öncelikle borcun kullanılacağını, borçlarda da teminatlı olanların teminatsız olanlara göre öncelikli olduğunu öngörmektedir. Bu nedenle teminat olarak gösterebilecek varlıkları olan firmaların daha fazla borca sahip olmaları beklenmektedir (Frank ve Goyal, 2003:220). Ancak bu teoriye göre, yatırımcılar daha yüksek tutarda maddi varlıkları olan firmalara yatırım yaparken, daha az asimetrik bilgi sorunu ile karşılaşmaktadırlar. Bu nedenle firmaya borç vermektense ortak olmayı tercih ederler. Dolayısıyla bu firmalar öz sermaye ile finansmana ağırlık vererek daha az borçlanmaktadırlar. Maddi duran varlık ile ilişkili olan düşük bilgi asimetrisinin öz sermayeyi daha az maliyetli hale getirmesi sonucu firmanın varlık yapısı ile borçlanma oranı arasında negatif bir ilişki söz konusu olmaktadır.

Ayrıca temsil teorisine göre yüksek oranda maddi duran varlığa sahip olan firmalar optimal düzeyin altında yatırım yapma eğiliminde olduğundan borç verenler ve hissedarlar arasında servet transferi nedeni ile çatışma yaşanmaktadır. Bu yüzden borç verenler kendilerini korumak amacıyla maddi duran varlıkları teminat olarak almaya ihtiyaç duymaktadırlar (Song, 2005:13). Teminat olarak alınan bu varlıklar borcun temsil maliyeti gibi borç veren için katlanılan riskleri de azaltmaktadır. Firmaların maddi duran varlık düzeyi ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki olacağı öngörüsü temsil teorisi ile de uyumludur. Temsil teorisi aynı zamanda negatif ilişkiyi de öngörmektedir. Temsil teorisine göre, teminat gösterilebilecek varlıkların büyüklüğü, yöneticilerin daha rahat

borçlanmasını sağlayabileceği düşüncesi ile optimalin üzerinde harcama gerçekleştirme eğilimleri olabileceği varsayılmaktadır. Bu durum da firmalar için iflas riskini arttıracak ve de borç verenlerin firmayı daha yakından takip edecekleri fikri ile yöneticilerin borçlanma isteğini azaltacaktır (Terim ve Kayalı, 2009:129).

### **II.5.3.2. Karlılık**

Firmalar için karlılık, işletme karının satışlara oranı veya işletme karının toplam aktiflere oranı ile simgelenmektedir (Titman ve Wessels, 1988:6). Sermaye yapısı üzerine finans yazınındaki çalışmalar incelendiğinde karlılık ile kaldıraç oranı ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasında doğrudan ilişki kuran teorik önermeler bulunmamaktadır. Ancak yapılan çalışmalarda karlılık göstergeleri ile borç düzeyi arasında genellikle negatif (ters) yönlü bir ilişki gözlenmektedir.

Finansal Hiyerarşi Teorisine göre, firmalar dış finansman yerine iç kaynakları tercih etmektedir. Özellikle de yüksek karlı firmalar dış finansman ihtiyacına daha az gereksinim duyduklarından daha az borçlanacaklardır (Bauer, 2004:5). Dış finansmana yani borçlanmaya daha az yatkın olan başarılı firmalarda karlılık ve borç oranı arasında negatif yönde bir ilişki söz konusu olacaktır. Ayrıca bu teori yöneticiler ile yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi olduğundan firmaların projelerinin finansmanında iç kaynakları tercih ettiklerini ifade etmektedir (Deesomsak, 2004:393).

Dengeleme teorisi, karlılık oranı yüksek firmaların daha fazla vergi tasarrufu sağlayabilmelerinin borç kullanımını avantajlı hale getireceğini ifade etmektedir. Karlılık oranı yüksek olan firmalarda diğer firmalar ile kıyaslandığında finansal sıkıntı ve iflas

riskleri daha düşük olduğundan borç kullanımları da daha risksiz olacaktır. Bu sebeple de karlılık ile finansal kaldıraç arasında pozitif ilişki öngörülmektedir.

Temsil teorisi ve serbest nakit akımı teorisine göre de, karlılığı yüksek olan firmalarda yöneticileri disipline etmek ve verimsiz projelere yatırım yapmak yerine nakit ödemeleri gerçekleştirmek için borç kullanımının tercih edildiği belirtilmektedir.

Teorik yaklaşımlar göz önüne alındığında karlılık ve borçlanma düzeyi veya kaldıraç oranı arasında tam olarak hangi yönde bir ilişki olduğunu saptamak kolay değildir. Çalışmalar karlılık ve borçlanma oranı arasında her iki yönde de bir ilişki olabileceğini ortaya koymaktadır.

### **II.5.3.3. Firma Büyüklüğü**

Firma büyüklüğü ile sermaye yapısı arasındaki ilişki pek çok çalışmada incelenmiş ve yapılan çalışmalarda genel olarak firma büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Bu pozitif ilişki, firmaların büyüdükçe sermaye piyasalarından fon sağlamalarının kolaylaşması, borçlarına daha düşük faiz uygulanması, iflas maliyetlerinin düşmesi ve gelirlerinin daha istikrarlı olması ile açıklanabilmektedir (Durukan, 1997:80).

Dengeleme teorisine göre, firma büyüklüğü ile iflas olasılığı arasında negatif yönlü bir ilişkinin öngörülmesinden dolayı firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir (Drobtz ve Fix, 2003:15). Büyük firmalar çeşitli alanlarda faaliyet gösterdiklerinden, nakit akışları daha istikrarlı ve finansal sıkıntıya düşme olasılıkları daha azdır (Titman ve Wessels, 1988:6). Küçük firmalar için böyle bir durum söz konusu olamamaktadır. Bunun nedeni ise, küçük firmalarda alternatif

finansman kaynakları büyük firmalara kıyasla daha sınırlıdır ve daha çok öz sermaye veya satıcı kredileri ile faaliyetlerini sürdürmek durumunda olmaları daha muhtemeldir.

Finansal hiyerarşi teorisi bu konuya bilgi asimetrisi açısından bakmaktadır. Büyük firmalar asimetric bilgi etkisinden daha uzaktır ve finansal piyasalardan daha kolay ve düşük fon temin edebilmektedirler (Rajan ve Zingales, 1995:1421). Üstelik büyük firmalar yatırımcıların güvenini daha fazla kazanabildiklerinden tahvillerine de daha kolay alıcı bulabilmektedirler. Böylece büyük firmalar hisse senedi ihracına yönelebilmekte, borç kullanımı yerine öz sermayeyi tercih edebilmektedirler. Dolayısıyla da firma büyüklüğü ile borçlanma arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Ancak ampirik çalışmaların çoğunluğu bu iki değişken arasında pozitif bir ilişki bulmaktadır (Sayılğan ve Uysal, 2011:111). Firmaların sermaye yapısı üzerine yapılan farklı çalışmalarda firma büyüklüğü değişkeni ortalama toplam aktifler veya ortalama net satışlar ile ifade edilmektedir.

#### **II.5.3.4. Borç Dışı Vergi Kalkanı**

Firmaların borçları için ödedikleri faiz tutarının vergiden muafiyeti durumunda sağlanan vergi avantajı vergi kalkanını ifade etmektedir. Firmalara vergi avantajı sağlayan amortismanlar, yatırım kredileri ve yatırım indirimleri gibi vergi tasarrufu sağlayan diğer kalemler ise borç dışı vergi kalkanı olarak adlandırılmaktadır (Durukan, 1997:80). Yapılan çalışmalarda borç dışı vergi kalkanı değişkeni için ortalama amortismanların ortalama toplam aktiflere oranı kullanılmaktadır.

De Angelo ve Masulis (1980) borç dışı vergi kalkanının borçla finansmanın vergi avantajının yerini aldığını ve daha fazla borç dışı vergi kalkanına sahip bir firmanın daha düşük borç kullanacağını beklendiğini ileri sürmüşlerdir (Huang ve Song, 2006:8).

Daha fazla borç dışı vergi kalkanına sahip firmaların daha düşük oranlarda borç kullanmaları, yatırımlarının finansmanında kullanılabilecek içsel fonların da artmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca yüksek borç dışı vergi kalkanı borcun muhtemel vergi avantajını azaltmakta ve kaldıraç oranı ile arasında ters (negatif) bir ilişkiye neden olmaktadır (Deesomsak, 2004:394). Bu negatif ilişkiyi hem dengeleme teorisi hem de finansal hiyerarşi teorisi desteklemektedir.

Bazı çalışmalarda ise, firmaların borç dışı vergi kalkanı olanaklarının artması ile sermaye yapıları içindeki yabancı kaynakların göreceli öneminin artması anlamına gelen bir pozitif ilişki gözlenmiştir (Albayrak ve Akbulut, 2008:5). Bu pozitif ilişkinin nedeni, amortisman tutarının yüksek olmasının borçlanmada güvence olarak kullanılacak maddi duran varlıkların yüksek miktarda olduğunu göstermesidir. Bu sayede firmalar daha fazla borçlanabilmektedirler (Kula, 2001:24).

#### **II.5.3.5. Büyüme Olanakları**

Firmaların yüksek büyüme oranları ile kazanacakları güven duygusunun, borçlanma isteğini arttıracak düşüncesiyle literatürde yapılan bazı çalışmalar, kaldıraç oranı ile büyüme fırsatları arasında pozitif bir ilişki öngörmektedir. Buna karşın büyüyen firmaların temsil maliyetlerini azaltmak için daha az borç kullanma yoluna gitmeleri ise negatif yönlü bir ilişkiyi işaret etmektedir (Terim ve Kayalı, 2009:130). Büyüme olanakları aktiflerdeki yüzde değişim veya piyasa değeri/ defter değeri ile ifade edilmektedir. Büyüme olanakları değişkeni ile ilgili Myers (1977) faaliyet karı yüksek olan firmaların değerli maddi olmayan duran varlıklara sahip olacağını ve büyüme olanaklarının fazla olacağı görüşünü ileri sürmektedir. Myers (1977)'e göre değerli maddi olmayan duran varlıkları veya büyüme olanakları olan firmalar, daha fazla maddi varlığa sahip firmalara



göre daha az borçlanacaklardır (Myers, 1977:164). Çünkü yatırım ve büyüme fırsatları teminat olarak gösterilememektedir. Bu açıklamalarda dengeleme teorisine göre, firmanın büyüme olanakları ile borç oranının negatif yönde ilişkili olduğunun kanıtıdır.

Hatfield, vd., (1994)'e göre, yüksek büyüme hızına sahip firmalar, ilave faiz giderlerini karşılamak ve yeterli geliri elde edebilmek için daha yüksek bir finansal kaldıraç düzeyini hedeflemelidir. Diğer taraftan, yavaş büyüme hızına sahip firmaların ise kazançları sabit zorunlulukları karşılayabilmek için yeterli derecede artış gösteremeyeceğinden finansal kaldıraçlarını arttırma çabasına girmeleri daha riskli bir durumdur (Hatfield, vd., 1994:4). Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisinde kaldıraç ile firmanın büyüme olanakları arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

Asimetrik bilgi teorisine dayalı olan sinyal yaklaşımına göre, yüksek büyüme olanaklarına sahip firmaların büyük bilgi farklılıkları ile karşılaşmaları ve bu nedenle de piyasalara durumları ile ilgili sinyal vermek için daha yüksek borç oranına sahip olmaları beklenmektedir (Akhtar ve Oliver, 2009:9). Dolayısıyla sinyal teorisi, firmanın büyüme olanakları ile kaldıraç arasında pozitif ilişki öngörmektedir.

Büyüme olanakları az olan firmaların daha yüksek kaldırıca sahip olması gerektiği temsil teorisinde de öngörülmektedir. Büyüme olanakları az olan firmalarda borç verenlerin aleyhine riskli projelerin kabul edilmesiyle oluşan varlık ikamesi problemi daha az olacağından bu tür firmalar daha kolay borçlanabileceklerdir. Ayrıca yatırımların düşük ancak nakit akımlarının fazla olduğu firmalarda yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda harcama yapacaklardır. Borç seviyesini arttırmak nakit akımını azaltacak ve yöneticiler üzerinde disiplini sağlayacaktır (Harris ve Raviv, 1991:301-302). Bu açıklamalar ile temsil teorisine göre, büyüme olanakları ve borç oranının negatif ilişkili olması beklenmektedir.

### II.5.3.6. Likidite Düzeyi

Firmanın likidite durumu sermaye yapısındaki borç oranının ve borcun vadesinin belirlenmesinde önemli bir unsurdur. Borçlanma oranının hesaplanmasında kullanılan kısa vadeli borçlar aynı zamanda firmanın likidite gücünün de bir göstergesi niteliğindedir. Bu nedenle de likidite düzeyi ile sermaye yapısı arasındaki ilişkinin incelenmesinde likidite oranı kullanılmaktadır. Likidite oranı stoklar dışındaki dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranlanması şeklinde hesaplanmaktadır. Bu oran firmanın kısa dönemli borçlarının ne kadarını kendi fonlarıyla karşılayabildiğini göstermektedir (Ağ ve Ata, 2010:52).

Sermaye yapısı üzerine yapılan çalışmalarda genel olarak likidite oranı ile borçlanma oranı arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı kabul edilmektedir. Finansal hiyerarşi yaklaşımına göre likiditesi daha yüksek olan firmalar daha az borçlanmaktadır. Bu durum, bu türlü firmaların yatırımlarını ve faaliyetlerini kendi fonlarıyla karşılayabilmeleri anlamına gelmektedir. Aynı zamanda da yöneticiler hissedarların lehine, alacaklıların aleyhine olmak üzere likit varlıkları manipüle ederek borçlanmanın temsilcilik maliyetlerini arttırabilmektedirler (Deesomsak, vd., 2004:394). Bu nedenler ile likidite ile borçlanma düzeyi arasındaki ilişkinin ters yönlü olması beklenmektedir. Dengeleme teorisi ise, yüksek likidite oranına sahip firmaların borçları zamanında ödeyebilmek için daha çok borçlanacaklarını öngörmektedir. Bu sebeple de firmanın likiditesi ile kaldıraç ilişkisini pozitif beklemektedir (Yıldırım ve Eceyurt, 2012:368).

### II.5.3.7. Firma Riski

Firma riski de sermaye yapısı üzerinde etkili bir değişkendir. Firmalar için gelecekteki gelir değişkenlikleri iş riskinin ölçütüdür. Buna göre gelirleri veya faaliyetleri büyük oranda değişkenlik gösteren firmalar borç geri ödemelerini yapmakta zorlanabilmektedirler. Bununla birlikte yatırımcılar da bu durumdaki firmalara borç vermek konusunda isteksiz olmaktadır (Okuyan ve Taşçı, 2009:9). Büyük oranda gelir değişkenliğine sahip firmaların düşük kaldıraç oranına sahip olması beklenmektedir (Song, 2005:15). Finansal sıkıntı olasılığının risk ile artacağı görüşünü savunan dengeleme teorisine göre, firma riski ile borçlanma oranı arasında negatif bir ilişki söz konusudur.

Finansal hiyerarşi teorisine göre ise, gelecekteki maliyetleri cari dönemdeki maliyetler kadar önemsemeyen firmalar için net nakit akımı düştüğü zaman, hisse senedi ihraç etme olasılığı azalacak ve karlı yatırım fırsatlarını kaçırma olasılığı artacaktır. Bu nedenle istikrarsız net nakit akımlarına sahip firmalar daha düşük kaldıraç düzeylerini tercih edeceklerdir (Fama ve French, 2002:5).

Firmaların yüksek oranlarda borçlanması, öz sermaye riskini de arttırmaktadır. Sonuçta, hissedarlar firmadan talep ettikleri getiri oranını, sadece faaliyet riskine değil, aynı zamanda finansal kaldıraç oranının yüksekliğinden kaynaklanan riskleri de göz önüne alarak belirlemektedirler. Böylece firmaların finansal kaldıraç oranı yükseldikçe, öz sermaye maliyetleri de yükselmektedir. Bu durum da firma yöneticileri açısından oldukça önemlidir (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001:4). Firma ve piyasa arasındaki asimetric bilgidan dolayı yüksek riske sahip firmalar kazançlarını elde tutmak isteyeceklerdir. Bu durum da riskle kaldıraç arasında pozitif bir ilişkinin de söz konusu olabileceğini göstermektedir.

Nakit akımlarının ortalama satışlara oranının standart sapması veya faiz ve vergi öncesi kardaki yüzdesel değişimlerin standart sapması olarak simgelenen firma riski, firmanın yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunu ifade etmektedir.

Yapılan çalışmalarda, Bradley, vd., (1984), Huang ve Song (2006), Titman ve Wessels (1988), Durukan (1997), Deesomsak, vd., (2004) firmaların sermaye yapısındaki borç oranı ile firma riski arasında negatif (ters) yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

### **II.5.3.8. Firma Yaşı**

Finansal hiyerarşi teorisine göre, daha uzun süre faaliyette bulunan işletmelerin daha fazla kar elde etme olasılıkları yüksektir ve bu yüzden daha az borca ihtiyaç duyarlar (Avarmaa, vd., 2011:130). Diğer taraftan sermaye yapısı teorisinde, yaşça daha büyük olan firmaların geleceği hakkında daha fazla bilgi elde edilebilmektedir. Bir başka ifade ile bu firmalar hakkında asimetrik bilgi daha düşük düzeydedir.

Yaşça büyük olan firmalar gelirlerinin daha istikrarlı olmasından dolayı daha düşük oranda iflas riskine maruz kalmaktadırlar. Ayrıca bu tür firmalarda asimetrik bilgi düzeyinin düşük olması diğer faktörlerle birlikte bu firmalar için daha yüksek oranda kaldırılacak olanak vermektedir. Tahvil sahipleri de, hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları bu tür firmalara daha fazla ve kolay borç verebilmektedirler (Akhtar ve Oliver, 2009:6). Teorik olarak bilgi asimetrisi ile firma yaşı arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Buna göre dengeleme teorisi firma yaşı ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir.

### II.5.3.9. Borçlanma Maliyeti

Firmaların sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenlerden biri de borçlanma maliyetidir. Borçlanma maliyeti genel olarak olası iflas maliyetlerini ve hissedarlar ile tahvil sahipleri arasındaki çıkar tartışmalarını içermektedir (Fama ve French, 2002:1). Firmalar için borçlanma maliyeti düşük olduğu sürece firmaların borç/öz sermaye oranlarında artış olacağından bu faktör ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki öngörülmektedir. Ancak burada önemli olan sadece borç için ödenen faiz değil, firma için bir sabit gider niteliğinde olan ve alınan borç için katlanılan komisyon gibi diğer finansman giderlerinin de dikkate alınması gerektiğidir (Demirhan, 2009:684).

**Tablo II.2. Sermaye Yapısı Teorileri ve Firmaya Özgü Faktörlerin Kaldıraç Oranı İle İlişkileri**

| DEĞİŞKENLER                    | POZİTİF İLİŞKİ (+)                   | NEGATİF İLİŞKİ (-)                              |
|--------------------------------|--------------------------------------|---|
| <b>Varlık Yapısı</b>           | Dengeleme ve Temsil Teorisi          | Finansal Hiyerarşi ve Temsil Teorisi            |
| <b>Karlılık</b>                | Dengeleme ve Temsil Teorisi          | Finansal Hiyerarşi Teorisi                      |
| <b>Firma Büyüklüğü</b>         | Dengeleme Teorisi                    | Finansal Hiyerarşi Teorisi                      |
| <b>Borç Dışı Vergi Kalkanı</b> |                                      | Finansal Hiyerarşi Teorisi, Dengeleme Teorisi   |
| <b>Büyüme Olanakları</b>       | Finansal Hiyerarşi ve Sinyal Teorisi | Dengeleme Teorisi, Temsil Teorisi               |
| <b>Likidite Düzeyi</b>         | Dengeleme Teorisi                    | Finansal Hiyerarşi Teorisi                      |
| <b>Firma Riski</b>             | Sinyal Teorisi                       | Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Dengeleme Teorisi |
| <b>Firma Yaşı</b>              | Dengeleme Teorisi                    | Finansal Hiyerarşi ve Sinyal Teorisi            |
| <b>Borçlanma Maliyeti</b>      |                                      | Dengeleme Teorisi                               |

## II.6. Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapılarını Etkileyen Faktörler

Sermaye yapısı konusu uluslararası finansman alanında da ilgi çekici bir konu olmaktadır. ÇUŞ'ların sermaye yapısının incelenmesi daha karmaşık bir süreci içermektedir. Farklı ülkelerde faaliyette bulunmaları bu şirketlerin kendilerine özgü faktörlerinin yanı sıra faaliyette bulunulan ülkelerin özelliklerini de göz önünde bulundurmalarını gerektirmektedir. Bağlı ortaklıkların bulunduğu ülkenin ekonomik koşullarına bağlı olarak sermaye yapıları da farklılık gösterebilmektedir.

ÇUŞ'lar için uluslararası çeşitlendirme hem avantaj hem de dezavantaj unsuru yaratmaktadır. ÇUŞ'lar uluslararası çeşitlendirme ile nakit akışlarında istikrar sağlarken diğer taraftan politik risk, döviz kuru riski gibi bağlı ortaklıkların bulunduğu ülkeye özgü risklere ve büyük oranda temsil sorunlarına maruz kalmaktadırlar.

ÇUŞ'ların sermaye yapılarındaki borç oranları ile yerel firmaların borç oranları arasında farklılıkların olup olmadığı en fazla tartışılan konudur. Birçok yazar ÇUŞ'ların sermaye yapılarında yerel firmalara kıyasla daha fazla borca yer verebileceğini belirtmektedir. Bu yazarlara göre ÇUŞ'ların faaliyetlerini çeşitli ülkelerde yürütmeleri daha istikrarlı bir nakit akışına neden olmaktadır. Nakit akışlarının istikrarlı olması da ÇUŞ'lar için iflas olasılıklarını azaltmakta ve daha yüksek oranda kaldıraca sahip olmalarına imkan vermektedir (Burgman, 1996:553). Ancak ÇUŞ'ların yerel firmalardan daha düşük borç oranına ve de daha yüksek temsil maliyetlerine sahip olduklarını gösteren çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır (Lee ve Kwok, 1988; Burgman, 1996; Chen, vd., 1997; Doukas ve Pantzalis:1997). Bu durum ÇUŞ'ların sermaye yapısını etkileyen farklı faktörlerin varlığını kanıtlamaktadır.

Uluslararası sermaye ve işgücü piyasalarındaki noksanlıklar, uluslararası faaliyetlerin karmaşıklığı ve yüksek temsil maliyetlerinin etkisi, ÇUŞ'lar için uluslararası çeşitlendirmenin muhtemel faydalarını aşmakta ve sermaye yapılarında daha düşük borç oranı bulundurmalarına neden olmaktadır (Chkir ve Cosset, 2001:18).

ÇUŞ'ların sermaye yapılarını etkileyen diğer bir önemli faktör bağlı ortaklıklarının sermaye yapılarıdır. Farklı politik, sosyal ve ekonomik koşullarda faaliyet gösteren bağlı ortaklıklar buldukları ülkenin yerel koşullarına bağlı olarak sermaye yapılarını belirlemektedirler. Ancak ÇUŞ ve bağlı ortaklık arasındaki coğrafi uzaklık, kurum kültürü farklılıkları, dil ve milli kültürdeki farklılıklar ve bağlı ortaklığın bulunduğu ülkedeki ekonomik gelişme düzeyi çeşitli temsil maliyetlerini doğurmaktadır (Wright, vd., 2002:348). ÇUŞ'lar ve bağlı ortaklıkları arasındaki çıkar farklılıkları gözlem maliyetleri ve önlenemeyen kayıplar gibi temsil maliyetlerinde de artışa neden olmaktadır.

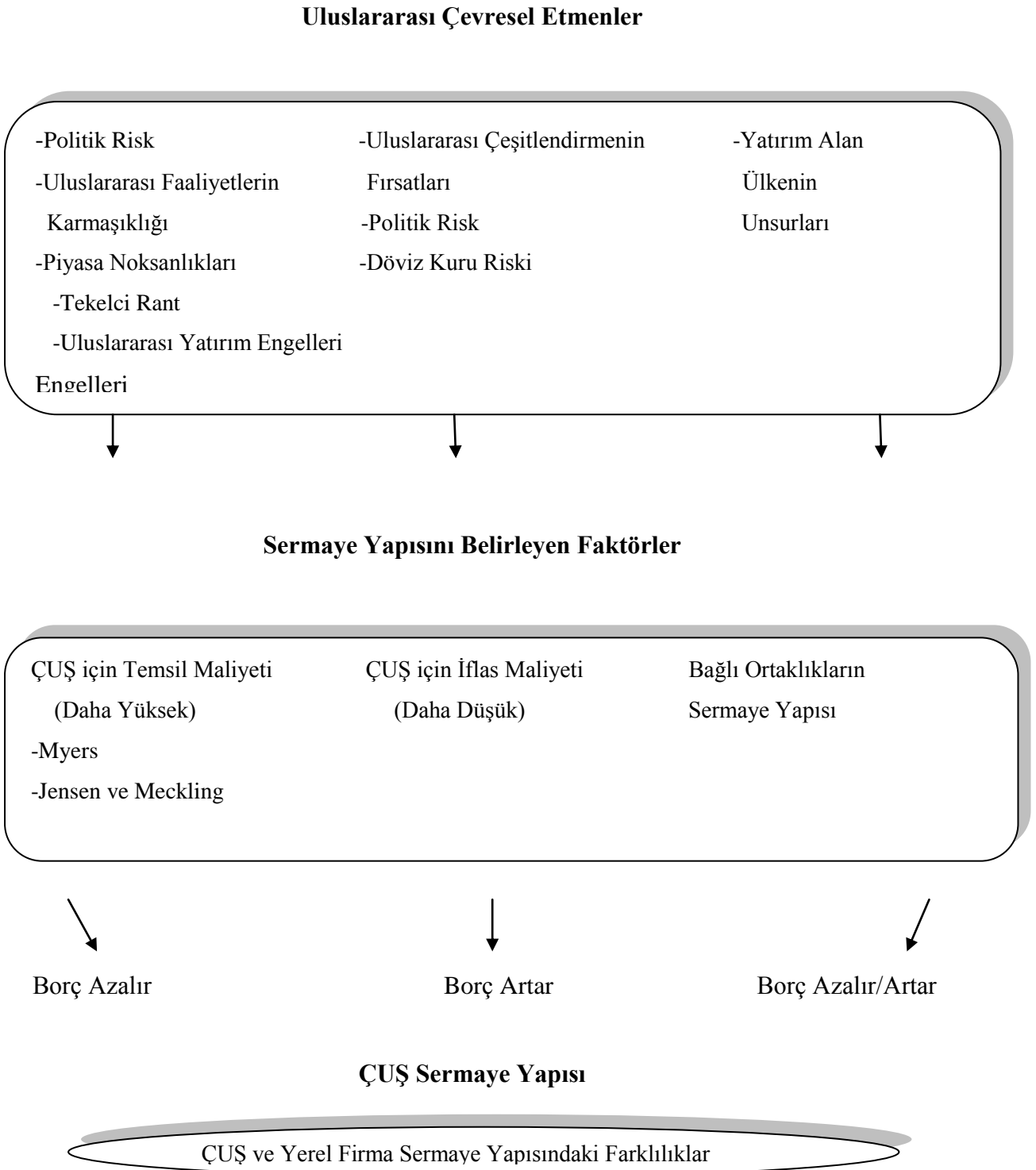
Tahvil sahipleri ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları, tahvil sahiplerinin çıkarlarına zarar verecek yetersiz yatırım kararlarının alınmasına yol açabilmektedir. Bu da tahvil sahiplerinin firma denetimi için daha fazla kaynak ayırmasını gerektirmektedir, bu yüzden borç sağlayıcılar coğrafi olarak dağınmış olan firmalara fon sağlayabilmek için daha yüksek kazançta ihtiyaç duymaktadırlar. Firmalar açısından borç finansmanı maliyetinde artışa sebep olan bu durum, firmaların kaldıraç oranlarını düşürmektedir (Chkir ve Cosset, 2001:19).

Yerli firmalarla karşılaştırıldığında, ÇUŞ'ların yüksek temsil maliyetlerine ve dolayısıyla daha düşük kaldıraç oranlarına sahip olmalarının iki sebebi bulunmaktadır. Birincisi, ÇUŞ faaliyetlerinin coğrafi çeşitliliği tahvil sahiplerinin bilgi toplamasını ve ÇUŞ'ların ticari faaliyetlerini denetlemesini zorlaştırmaktadır. İkincisi, uluslararası piyasalara daha kolay ulaşabilmesinden ötürü, ÇUŞ'lar daha fazla büyüme fırsatına sahiptirler. Myers (1977), daha fazla büyüme fırsatına sahip firmaların daha yüksek temsil maliyetine ve daha düşük kaldıraç oranlarına sahip olma eğiliminde olduklarını savunmaktadır (Mittoo ve Zhang, 2008:4).

Lee ve Kwok (1987), eksik rekabet piyasasında tekelci üstünlüğe sahip olarak yatırım yaptıkları ülkelerdeki yerel firmalardan daha üstün olma olanağı bulunan çokuluslu şirketlerin sermaye yapılarını şekil II.3 yardımıyla özetlemektedir.



### Şekil II.3. ÇUŞ Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler



**Kaynak:** Lee, K. C. ve Kwok, C. Y. (1988). Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure.

Şekil II.3'e göre ÇUŞ'lar ve yerel firmaların farklı kaldıraç oranlarına sahip olmalarının birkaç sebebi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ÇUŞ'lar faaliyetlerini uluslararası alanda yürüttükleri için sermaye gereksinimlerini daha fazla kaynaktan sağlayabilmektedirler. İkincisi, faaliyetleri sektörel ve coğrafik olarak çeşitlendirildiğinden, ÇUŞ'ların finansal riskinin daha düşük olması beklenmektedir. Üçüncüsü ise, yabancı para cinsinden borçlanmaları, döviz kuru riskine karşı koruma sağlamaktadır (Doukas ve Pantzalis, 2003:61). Burada döviz kuru dalgalanmalarına karşı daha duyarlı olan ÇUŞ'ların bağlı ortaklıklarından elde ettikleri gelirleri döviz olarak adlandırmaları halinde sermayelerindeki yabancı para oranını arttırarak bu gelir üzerindeki döviz kuru riskini koruyabildikleri ifade edilmektedir (Burgman, 1996:556).

Ülkelerin ekonomik ve politik koşulları sürekli bir değişim içerisinde. ÇUŞ'lar bu değişen koşullara göre sermaye yapılarını değiştirebilme konusunda daha yeteneklidirler. Örneğin, Avrupa'da faiz oranları arttığında, ABD temelli bir ÇUŞ Avrupa'daki faaliyetlerini dolar cinsinden borçlanarak yürütmektedir (Madura, 2008:489). Görüldüğü gibi, ÇUŞ'lar sermaye yapısı kararlarını verirken birçok faktörü göz önüne alarak hareket etmektedirler. Kaldıraç oranlarının belirlenmesinde çevresel faktörlerin etkisi kadar firmaya özgü değişkenlerinde etkisi bulunmaktadır. Eski çalışmalar genellikle ÇUŞ'ların çevresel faktörlerinin üzerinde yoğunlaşırken, yapılan yeni çalışmalar firmaya özgü değişkenlerin ÇUŞ'ların borçlanma oranları üzerinde önemli bir faktör olduğunu göstermektedir.

## **II.7. Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapısına İlişkin Ulusal Ve Uluslararası Alanda Yapılmış Çalışmalar**

Lee ve Kwok (1988), çokuluslu şirketler ve yerel şirketler için sermaye yapısını belirleyen unsurların neler olduğunu ve uluslararası çevresel etmenlerin ne derece etkili olduğunu araştırmışlardır. Yaptıkları analizde ABD temelli ÇUŞ'ların ve yerel şirketlerin temsil maliyetlerinin, iflas maliyetlerinin ve borç oranlarının aynı düzeyde olup olmadığını test etmişlerdir. Çokulusluluğun ölçütü olarak bağlı ortaklıkların gelirleri üzerinden ödediği vergiyi ifade eden yabancı vergi oranının kullanıldığı analizde iki ayrı çokuluslu şirket örnekleme oluşturulmuştur. Bunlar yabancı vergi oranı %10 üzerinde olan 413 şirket ve yabancı vergi oranı %25 üzerinde olan 231 şirket şeklindedir. 1964-1983 yıllarını kapsayan çalışmada ortalama yabancı vergi oranı %1 seviyesinden az olanlar ise yerel şirket olarak kabul edilmiştir. Yapılan testler sonucunda önemli bulgulara ulaşılmıştır. Yerel şirketlere kıyasla temsil maliyetleri ÇUŞ'larda daha yüksektir. ÇUŞ'larda iflas maliyeti daha düşük gibi gözükmesine rağmen firma büyüklüğü etkisi kontrol edildiğinde bu farklılık kısmen kaybolmaktadır. Ayrıca ampirik sonuçlar ÇUŞ'ların yerel şirketlere göre daha düşük borç kullanma eğiliminde olduklarını göstermiştir.

Burgman (1996), ÇUŞ'ların sermaye yapısı üzerine ampirik bir inceleme yapmıştır. 1987- 1991 yılları arasında ABD ÇUŞ'ları üzerine yaptığı incelemede, ÇUŞ'ları sınıflandırma değişkeni olarak yabancı vergi oranını kullanmıştır. Çünkü Burgman'a göre, yabancı satış oranının (bu kriterler arasında en popüler olması rağmen) iki önemli dezavantajı bulunmaktadır. Bunlar; yabancı satış oranının sadece belirli yıllar ve sınırlı sayıda firma için kullanılabilmesi ve yurtdışı satışı yapan firmalar ve yabancı kaynak geliri oluşturan firmalar arasında ayırım gözetmemesidir. Buna göre yabancı vergi oranı %1'den

az veya eşit olanlar yerel şirket olarak sınıflandırılmıştır. ÇUŞ'lar için ise yabancı vergi oranı %10 ve fazlası olanlar ve de %25 ve fazlası olanlar şeklinde sınıflandırma yapılmıştır. Analizde başlıca sermaye yapısı ölçütü olarak borç oranı kullanılmıştır. Diğer çalışmalardan farklı olarak, net gelir yerine, kaldıraç derecesi ile ilişkili olma olasılığı daha yüksek olan faiz ve vergi öncesi kar esas alınmış ve bu sayede de kur değişimleri riskine açıklık ile politik risk faktörleri de analiz edilebilmiştir. Çalışma sonucunda uluslararası çeşitlendirme ile faaliyet gelirlerinde daha az dalgalanma olması nedeniyle işletme riskinin daha az olduğu buna karşın da politik risk ve döviz kuru riski nedeni ile uluslararası işletmelerin optimal borç oranının daha düşük olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Chkir ve Cosset (2001), “Çeşitlendirme Stratejileri ve ÇUŞ'ların Sermaye Yapıları” isimli çalışmalarında, ÇUŞ'ların sermaye yapıları ile çeşitlendirme stratejileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İnceleme Örneklerini 1992-1996 yılları arasında faaliyette bulunan ABD kökenli ÇUŞ'lar oluşturmaktadır. ÇUŞ'ların çeşitlendirme stratejilerinden olan uluslararası piyasa çeşitlendirmesi ve üretim çeşitlendirmesi analize dahil edilmiş ve çeşitlendirme stratejileri hem uluslararası piyasa hem de üretim boyutu ile incelenmiştir. Analizde yabancı vergi oranı %25'den fazla olan 336 şirket ÇUŞ olarak kabul edilmiştir. Modelde dört farklı tip çeşitlendirme sistemi tanımlanmıştır. Sonuçlar, uluslararası çeşitlendirme ve üretim çeşitlendirmesi ile birlikte kaldıraç oranının arttığını ortaya koymaktadır. Buna ek olarak her bir tip çeşitlendirme kombinasyonunun daha düşük düzeylerde iflas maliyetine neden olduğu bulunmuştur. Özellikle de karlılık ve iflas riski maliyetleri ÇUŞ'ların borç oranı ile negatif ilişkilidir.

Yücel ve Kurt (2002), çokulusluluğun sermaye yapısı üzerine etkilerini araştırmışlardır. Yapılan çalışmada 2000 yılında İMKB’de işlem gören 125 şirket çalışma örneklemini olarak seçilmiştir. İki gruptan oluşan örnekleme, sermayeleri içerisinde ÇUŞ payının %10’dan fazla olduğu bağlı şirketler ve de 2000 yılı itibariyle tamamı yerli sermayeli şirketler bulunmaktadır. Oluşturulan örneklemin sermaye yapıları değerlendirilirken, şirketlerin o yılda bilançolarında yer alan toplam borç ve aktif değerleri kullanılmıştır. Yani sermaye yapısının belirlenmesinde defter değeri esas alınmıştır. Şirketlerin sermaye yapıları, likidite durumları ve vadelerine göre borç yapıları, yerli ve çokuluslu şirketler açısından t-testi ve Mann-Whitney testi kullanılarak karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Araştırma bulgularına göre, iki grup şirketin sermaye yapıları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunamamıştır. Türkiye’de faaliyet gösteren ÇUŞ’lara bağlı şirketlerin sermaye yapısı, likiditesi, borcun vadesi kararlarının ana şirket politikalarına göre değil, bağlı şirketin faaliyet gösterdiği ülkenin piyasa koşullarına göre belirlendiği ifade edilmiştir.

Mihir A. Desai, Foley ve Hines (2003), ABD ÇUŞ’larının bağlı şirketlerinin sermaye yapısını inceleyen çalışmalarında, satışları, varlıkları ve net gelirleri üç milyon doları aşan bağlı şirketlerden oluşan bir örnekleme ile analiz etmişlerdir. Analize göre, yüksek vergi oranları bütün kaynaklardan borç kullanımını arttırmaktadır. Bu çalışmada Amerikan ÇUŞ’larının iştiraklerinin buldukları ülkedeki vergi oranları arttığında kaldıraç oranlarının da arttığı tespit edilmiştir. Sermaye piyasaları az gelişmiş ve de düşük kreditor korumalarının bulunduğu ülkelerde faaliyet gösteren ÇUŞ’ların yüksek borçlanma maliyetlerine paralel olarak daha az dış kaynaklardan borçlanmaya yöneldiklerini belirtmişlerdir. Bu çalışma, dış finansman olanaklarının pahalı olduğu durumlar ile vergi

arbitrajı olanaklarının bulunması durumunda firmaların fırsatçı bir şekilde ulusal sermaye piyasalarını kullandıklarını göstermiştir.

John A. Doukas ve Pantzalis (2003), borcun temsil maliyetinin, ABD'deki ÇUŞ'ların düşük borç kullanma davranışlarını açıklayıp açıklamadığını araştırmışlardır. Bunun için 1988-1994 dönemimdeki madencilik, tarım ve imalat sektöründe faaliyette bulunan firmalardan meydana gelen bir örneklem oluşturmuşlardır. Bu çalışmayı yaparken borcun temsil maliyeti için üç farklı ölçüt kullanmışlardır; piyasa değeri/defter değeri, teminata bağlanmamış varlık oranı, likidite oranı. Doukas ve Pantzalis, borcun temsil maliyetlerinin uzun vadeli borç oranı üzerinde güçlü bir olumsuz etkiye sahip olduğunu ve bu olumsuz etkinin şirketin dış ilişkileri arttıkça yükseldiğini ortaya koymuşlardır. ABD'deki ÇUŞ'lar ile yerel şirketler kıyaslandığında ÇUŞ'ların daha düşük kaldıraç oranına sahip olduğunu açıklamışlardır. ABD firmaları için borcun temsil maliyeti ile kaldıraç oranı arasındaki ilişkinin negatif olduğunu ve borcun temsil maliyetinin uzun dönem borç oranı üzerindeki negatif etkisinin ÇUŞ'larda daha büyük olduğunu ortaya koymuşlardır.

Akhtar (2005), Avustralya kökenli ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapısını belirleyen faktörler üzerine 1992-2001 yıllarını kapsayan bir inceleme yapmıştır. Yapılan çalışmada ÇUŞ ayırımı için coğrafi segment kriteri kullanılmıştır. Buna göre de Avustralya coğrafi bölümleri dışında faaliyet gösteren firmalar ÇUŞ, Avustralya'da faaliyet gösterenler ise yerel şirket olarak kabul edilmiştir. Analizde uzun dönem borç oranı, borcun temsil maliyeti, iflas maliyeti, borç dışı vergi kalkanı, karlılık, büyüklük, maddi duran varlık oranı, çeşitlenme, yabancı döviz riski, politik risk, sektör ve de zaman farklılık olarak 12 adet değişken ile Tobit regresyonu kurulmuştur. Analizlerin sonuçları

ÇUŞ ve yerel şirket kaldıraç oranlarının birbirinden çok farklı olmadığını göstermiştir. Kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve karlılığın her iki tür işletme için de kaldıraç oranının en önemli belirleyicileri olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca yerel şirketlerin sermaye yapılarında maddi duran varlık değişkenin, ÇUŞ'lar için ise iflas maliyetleri değişkeninin önemli bir belirleyici olduğunu belirtmiştir.

Büyüktortop (2007), 1992-2003 yılları arasında İMKB'de işlem gören toplam 237 adet çokuluslu ve yerel şirketin sermaye yapılarına etki eden faktörleri analiz etmiştir. Çalışmada net satışlar içerisinde ihracat payının %20'den fazla olduğu şirketler çok uluslu, diğerleri ise ulusal şirket olarak kabul edilmiştir. ÇUŞ'lar ile ulusal şirketlerin sermaye yapıları arasındaki farklılıkların belirlenmesi amacıyla, bağımlı değişken olarak borcun aktiflere oranı kullanılmış ve firma büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı, büyüme oranı gibi bağımsız değişkenler ile regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonucuna göre, ÇUŞ'lar ile ulusal şirketlerin sermaye yapıları arasında farklılıklar tespit edilmiştir. Karlılık ve borç dışı vergi kalkanı ile ulusal şirketlerin borç / öz sermaye oranı arasında negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Şirket büyüklüğü ile borç / öz sermaye oranı arasında ise, ÇUŞ'lar için pozitif, ulusal şirketler için negatif bir ilişki saptanmıştır. İşletme riski ile borç oranı arasındaki ilişkinin ise, ÇUŞ'lar için negatif, ulusal şirketler için pozitif olduğu saptanmıştır. Ayrıca çoklu regresyon analizi sonucunda iki grup işletmenin borçlanmalarında bir farklılık olmadığı, her iki grubun da kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. ÇUŞ'ların Türkiye'de kısa vadeli borçlanmayı tercih etmelerinin sebebi olarak da faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki finansal yapıya göre pozisyon almaları olarak açıklanmıştır.

Usha R. Mittoo ve Zhang (2008), ABD ve Kanada ÇUŞ'larının sermaye yapıları üzerine yaptıkları araştırmada 1998-2002 yılları arasında Worldscope veri tabanı kapsamındaki 1821 şirketi gözlemlemiştir. Araştırmada yurtdışı varlık ve yurtdışı satış oranı %10 veya daha fazla olan şirketler çokuluslu, yurtdışı varlık ve yurtdışı satışı olmayanlar ise yerel şirket olarak tanımlanmıştır. Yapılan analizde uzun vadeli borç oranı, kısa vadeli borç oranı ve toplam borç oranı olmak üzere üç farklı kaldıraç ölçütü kullanılmıştır. Kanada ÇUŞ'larının toplam ve uzun vadeli borç oranlarına dayalı olarak yerel şirketlerden oldukça yüksek bir kaldıraç oranına sahip oldukları, ancak kısa vadeli borç oranının birbirine yakın olduğu sonucuna varılmıştır. Analizdeki endüstri özelliklerinin karşılaştırılmasında ÇUŞ'ların tüm sektörlerde yerel şirketlerden daha yüksek uzun vadeli borç oranına ve benzer kısa vadeli borç oranına sahip oldukları belirtilmiştir. Bunlara ek olarak, Kanada ÇUŞ'larının faaliyetlerini ABD dışı ülkelerde genişlettikçe hem borcun temsil maliyetlerini hem de ticari riskin arttığını fakat borcun temsil maliyetlerinin kaldıraç üzerinde daha güçlü bir etkisi olduğunu vurgulamışlardır.

Akhtar ve Oliver (2009), Japon çokuluslu ve yerel şirket borç oranlarını belirleyen faktörleri analiz etmek amacıyla 1994-2003 dönemi 360 Japon şirketini Osiris veri tabanından karışık olarak seçmiş ve 209 çokuluslu, 147 yerel şirketi veri olarak kullanmışlardır. Sermaye yapısı belirleyen faktörlerin analizinde zaman serileri regresyon modeli kullanılmıştır. Analizler sonucunda Japon ÇUŞ'larının yerel şirketlere göre daha düşük kaldıraç oranına sahip oldukları belirtilmiştir. Japon ÇUŞ'ları, yerel şirketlerden daha eski, daha büyük ve daha yüksek temsil maliyetine, iş riskine, serbest nakit akımına, döviz kuru riskine, borç dışı vergi kalkanına, politik riske ve karlılığa sahiptir. Ayrıca daha düşük iflas riskine ve teminat mevduatlarına sahip oldukları da belirtilmiştir. Çalışmaya göre, firma yaşı, iş riski, serbest nakit akımı, büyüme, borç dışı vergi kalkanı, politik risk



ve karlılık, Japonya ÇUŞ ve yerel şirketler arasındaki kaldıraç oranı farklılıklarını açıklayan en önemli değişkenlerdir.

Mishra ve Tannous (2010), ABD ÇUŞ'larının uzun dönem borç oranı ve menkul kıymet mevzuatı ile yatırım alan ülkedeki yatırımcıların korunması arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla yapılan çalışma 2 adet hipoteze dayandırılmıştır. Bu hipotezlerden birincisi; yüksek derecede uluslararası çeşitlenme ile firmaların sermaye yapılarında daha düşük uzun dönem borç oranı kullanılmaktadır. İkinci hipotez ise; ABD ÇUŞ'larının sermaye yapılarındaki uzun dönem borç oranının seviyesi, yatırımcıları yüksek oranda koruyan menkul kıymet mevzuatına sahip ülkelerdeki çeşitlenme seviyesi ile pozitif ilişkilidir. Örneklem ABD finansal olamayan şirketleri için 2000-2001 yılı satışları 20 milyon dolardan fazla olan şirketlerden oluşmaktadır. Analizde bağımlı değişken olarak uzun dönem borç oranı, kontrol değişkenleri olarak, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, içsel sahiplik, toplam varlık oranı, kurumsal sahiplik, büyüme fırsatları, karlılık ve sektör kullanılmıştır. Yapılan regresyon analizinde, kaldıraç oranı olarak kullanılan uzun dönem borç oranı ile, firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı, toplam varlık oranı, içsel sahiplik ve kurumsal sahiplik negatif ilişkilidir sonucuna varılmıştır. Diğer taraftan büyüklük ve karlılık ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna varılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, ABD ÇUŞ'larının uzun dönem borç oranı ile yavru şirketlerin bulunduğu ülkelerdeki menkul kıymet mevzuatı tarafından yatırımcıların korunma derecelerinin ilişkili olduğu kanısına varılmıştır.

Avarmaa, Hazak, Mannasoo (2011), 2000-2008 dönemimde Baltık ülkelerinde yer alan ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapısı oluşumunda sistematik farkların olup olmadığını incelemişlerdir. İncelemede kaldıraç oranını belirleyen faktörlerin saptanması

için sabit etki regresyon modeli kullanılmıştır. Regresyon analizi sonucunda firma yaşı ve karlılık değişkenleri ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki, firma büyüklüğü ve maddi duran varlık yapısı ile pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. ÇUŞ'ların kaldıraç oranları üzerine kredi kısıtlamalarının etkisi beklenildiği gibi negatif çıkmışken, yerel şirketler için pozitif çıkmıştır. Genel olarak Baltık ülkelerinde faaliyet gösteren ÇUŞ'ların yerel şirketlere kıyasla iç finansman olanaklarının yanı sıra dış finansman kullanımında da daha esnek oldukları sonucuna varılmıştır.

Rasaei ve Nguyen (2011), Singapur ana merkezli 200 ÇUŞ'un sermaye yapıları üzerine politik riskin etkilerini 2005-2009 dönemi verileri ile incelemiştir. ÇUŞ sınıflandırmasında Singapur dışında en az bir tane yavru şirket bulunması kriteri kullanılan çalışmada bağımlı değişken olarak toplam borcun öz sermaye defter değerine oranı ve toplam borcun toplam aktiflere oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak döviz kuru riski, politik risk, borcun temsil maliyeti, maddi duran varlık oranı ve firma büyüklüğü kullanılan çalışmada hem ÇUŞ'ların toplam varlıklarının logaritması alınarak büyük ÇUŞ ve küçük ÇUŞ olarak hem de sektör ayırımına giderek sınıflandırılmış ve ayrı regresyon analizleri yapılmıştır. Araştırmada öncelikle tüm örneklem için politik risk ile borçlanma oranı ve diğer bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler kontrol edilmiştir. Araştırma bulgularına göre, politik risk ile modelde kullanılan değişkenler arasında bir ilişki söz konusu değildir. Yani, Singapur ÇUŞ'larının sermaye yapısı seçimlerinde politik riskin açıklayıcı bir etkisi bulunmamaktadır. Ayrıca firma büyüklüğü ve sektör sınıflandırmaları kontrol edilmiş ve politik riskin etkisi görülmemiştir. Analize dahil edilen diğer bağımsız değişkenlerden maddi duran varlık ve temsil maliyetlerinin kaldıraç oranı ile ilişkisi negatif bulunmuştur. Son olarak örnekleme oluşturan ÇUŞ'ların yerel borçlanma

politikalarından dolayı sermaye yapısı tercihlerinde döviz kuru riskinin etkileyici bir değişken olmadığı saptanmıştır.

Park, Suh ve Yeung (2012), ÇUŞ ve yerel şirket kaldıraç politikalarının birbirinden farklı olup olmadığını 1981-2010 yılı verileri ile analiz etmişlerdir. ÇUŞ'ları sınıflandırabilmek amacıyla yabancı satışlar kullanılsa da bulguların sağlamlığını sağlayabilmek için yabancı varlık oranları ve yabancı bağlı şirketlerin sayısı da dikkate alınmıştır. Analizde yabancı satış oranı en az %20 ve en az %50 olmak üzere iki tane ABD ÇUŞ örnekleme hazırlanmıştır. Yerel şirketler için ise hiç yabancı satış yapılmaması esası temel alınmıştır. Regresyon modelinde kontrol değişkenleri olarak, karlılık, piyasa / defter değeri, firma büyüklüğü, maddi duran varlık yapısı, AR-GE yoğunluğu, gelir değişkenliği gibi şirketlere ait özellikler kullanılmıştır. Daha önceki çalışmalardaki ÇUŞ'ların düşük kaldıraç oranlarının, yüksek temsil maliyetlerinden veya eksik yatırım sorunundan kaynaklandığı varsayımlarına rağmen bu çalışmada düşük kaldıraç oranının, yüksek karlılık, yüksek piyasa / defter değeri ve düşük oranlarda maddi duran varlık gibi şirket kalitesini arttıran faktörlerden kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bu şirket özelliklerinin kontrol edilmesi durumunda ÇUŞ'ların yerel şirketlerden daha düşük kaldıraç oranına sahip olmadığı sonucuna ulaşılabileceğini belirtmişlerdir. Bunlara ek olarak ABD dışındaki ÇUŞ'lar yerel rakiplerine göre menkul kıymetlerini daha sık ihraç edebilmekte ve kaldıraç oranlarını daha çabuk değiştirebilmektedirler.

### **III. BÖLÜM: ÇOKULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI**

#### **KARARLARI: BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNE**

#### **BİR UYGULAMA**

##### **III.1. Çalışmanın Amacı**

Sanayi Devrimiyle birlikte ticaret kapitalizmi yerini sanayi kapitalizmine bırakmıştır. Bu dönemde, ucuzlayan işgücü, teknik alanda icatların artması ve sömürge devletlerinin yaptığı uluslararası ticaret, ülkelerin sermaye birikimine neden olmuştur. İktisadi liberalizmin gelişim aşamalarından biri olan Sanayi Devrimi sonrası ulaşım ve iletişim ağlarının gelişmesi ile devam eden süreçte uluslararası ekonomik ilişkiler daha da güçlenmiş ve işletmeler uluslararası ticaretlerini arttırmışlardır. I. Dünya Savaşı'ndan sonraki yıllarda dış ticareti engelleyici politikaların kaldırılması ile işletmeler çokuluslaşma yolunda önemli adımlar atmışlardır. Özellikle 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı ÇUŞ'ların faaliyetlerini arttırmasına etki eden en önemli dönemlerden biridir. Bu dönemde piyasalarda iç talebin üretimden az olması ve üretilen malların pazarlanamaması ile firmalar kendi ülkeleri dışındaki ülkelere yatırım yapmaya ihtiyaç duymuşlar ve de yabancı ülkelere yönelmişlerdir.

II. Dünya Savaşı sonrasında ÇUŞ'ların sayısında ciddi bir artış olmuştur. Özellikle Batı Avrupa firmaları, teknoloji, sermaye ve tecrübe birikimi gibi avantajlara sahip olmalarından dolayı çokuluslu yatırımlara yönelmişlerdir. Ayrıca II. Dünya Savaşı sonrasındaki süreçte Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı ve Avrupa Yatırım Bankası gibi organizasyonların gelişmesiyle kaynak transferlerinin kolaylaşması ülkelerarası ilişkileri arttırmıştır. 1980'lerin başından itibaren dünyada liberal ekonomik politikaların yükselişe geçmesi ve piyasa ekonomilerinin

gelişmesi ile ÇUŞ' lar rekabetin ve teknoloji transferlerinin hızla arttığı dünya ekonomisinde önemli aktörler olarak yerlerini almışlardır.

Farklı ülkelerde yatırım ve üretim faaliyetinde bulunmak, ulusal sınırlar içerisinde ekonomik faaliyetlerde bulunmaktan daha karmaşık ve risklidir. Bu nedenle de bütün işletmeler için ortak amacın işletmenin bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmak olduğu bilgisine dayanarak, özellikle de ÇUŞ'ların finans yöneticileri açısından işletmelerin devamlılığı ve büyüme olanakları kritik bir önem taşımaktadır. Çokuluslaşmada, finansal yönetimin, sermaye bütçeleme, çalışma sermayesi ve nakit akım yönetimi gibi finansman işlevine ilişkin bütün fonksiyonlarının yanı sıra sermaye yapısı kararları da önemlidir. İşletmelerin sermaye yapısı kararlarına ilişkin birçok teorik çalışma bulunmasına rağmen, BİST'te işlem gören ÇUŞ'ların sermaye yapısı yeterince incelenmemiştir.

Bu çalışmada ÇUŞ'ların sermaye yapılarının incelenmesi ve yerel şirketler ile karşılaştırılması ve ÇUŞ sermaye yapısı kararlarında belirleyici olan firmaya özgü faktörlerin neler olduğunun saptanması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede ÇUŞ'ların borç kullanma düzeyleri (kaldıraç oranı) ile yerel şirketlerin borç kullanma düzeyleri arasında farklılık olup olmadığı, farklılık var ise bu farklılığın hangi faktörlerden kaynaklandığı ve de her iki tür işletmenin borç vadelerinin nasıl olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu tespitler yapılırken örneklem grupları için sektörel uyumluluk da göz önünde bulundurulmuştur. Daha genel bir anlatımla, işletmelerin başarısında rol oynayan sermaye yapısı kararlarının çokuluslu ve ulusal şirketlerde değişiklik gösterip göstermediği panel veri analizi kullanılarak tespit edilmiştir.

Yapılan çalışmalara göre ÇUŞ'lar yerel şirketlere kıyasla bazı yönlerden avantajlara sahip olmasına karşın bazı açılardan da dezavantajlı konumdadır. Karşılaştırmaya dayanan bu çalışma Türkiye'ye özgü değerlendirmeler yapabilme ve elde edilen sonuçları diğer ülkeler için yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlarla karşılaştırabilme olanağı sağlamıştır.

### III.2. Çalışmada Kullanılan Örneklem

Çalışmanın örneklemini, hisse senetleri 2004-2012 dönemimde Borsa İstanbul'da işlem gören reel sektör firmalarından ve holdinglerden oluşturmaktadır. Veri setinin oluşturulmasında BİST'te işlem gören işletmelere ait 12 aylık konsolide bilanço, gelir tablosu, fon akım tablosu, işletmelerin bağımsız denetim raporları ve faaliyet raporları kullanılmıştır.

Örneklemin oluşturulmasındaki en kritik nokta ÇUŞ sınıflandırmasındaki kriterleri saptamak olmuştur. ÇUŞ terimi genellikle yurtdışı satış veya yabancı varlık oranı, iştirak sayısı, faaliyette bulunulan ülke sayısı, yabancı çalışan sayısı ve yabancı ülkelere ödenen vergilerin toplam vergi yükü içerisindeki payı gibi farklı özellikler baz alınarak tanımlanmaktadır. En eski tanımlamalardan birinin sahibi olan Y. Aharoni 1971 yılında yaptığı çalışmasında ÇUŞ'ları üç kategoride tanımlamaktadır (Aggarwal, vd., 2011:559). Bu tanımlamaya göre;

- **Performans tanımlamaları;** yurtdışı satışlar ve gelirler, yabancı varlıklar ve yabancı çalışan sayısı gibi kriterlere dayanmaktadır.
- **Yapısal tanımlamalar;** firmanın faaliyette bulunduğu ülke sayısı, firmanın üst yönetiminin milliyeti ve firmanın örgütsel yapısına dayanmaktadır.

- **Davranışsal tanımlamalar;** yönetim personelinin stratejik fırsatlar hakkında uluslararası olarak hangi ölçülerde düşündüğü üzerine odaklanan tanımlamalardır.

UNCTAD'a göre çokuluslu terimi, şirketlerin faaliyetlerinin birden fazla ülkeyi içermesi anlamına gelmektedir. ÇUŞ kriterleri, şirketlerin varlıkları, satışları, üretimi, istihdamı veya iştirak ve şubelerinin gelirleri şeklinde nitelendirilmektedir. UNCTAD, bahsi geçen kriterlerden herhangi birine sahip olan bir veya birden fazla yabancı şube veya bağlı şirkete sahip olan bir şirketi ÇUŞ olarak nitelendirmektedir (United Nations, 1973:5).

Literatürde ÇUŞ kriteri olarak çoğunlukla yurtdışı satış oranı kullanılmıştır. Ancak, Lee ve Kwok (1988), Sullivan (1994) ve Burgman (1996) yaptıkları çalışmalarında yurtdışı satış oranının tek başına ÇUŞ ölçütü olarak kullanılmasının doğru bir yöntem olmadığını belirtmişlerdir. Yurtdışı satış oranının kriter olarak kullanılması, sadece yurtdışı satış yapan işletmeler ile uluslararası yatırım yapan işletmeler arasında kavram karmaşasına neden olmaktadır. Yani tek başına yabancı satış oranının kriter olarak kabul edilmesi, uluslararası ticaretin uluslararası yatırım ile karıştırılması dezavantajına neden olmaktadır. Bu da ihracat faaliyetinde bulunan bir işletme ile yabancı ülkelerde yatırım yapan bir işletmenin birbirinden farkı olmadığı sonucunu doğurmaktadır. Bu bilgiler doğrultusunda bir şirketin çokuluslu olarak değerlendirilebilmesi için belirlenen kriterler önem arz etmektedir.

Ulusal ve uluslararası alanda yapılmış olan çeşitli çalışmalarda ÇUŞ'ların belirlenmesinde kullanılan ölçütler Tablo III.1'de gösterilmektedir.

**Tablo III.1. Ulusal ve Uluslararası Alanda Yapılmış Çalışmaların ÇUŞ Sınıflandırmaları**

| Çalışmanın Yılı | Referans   | Çalışmanın Adı   | ÇUŞ Sınıflandırma Ölçütü  |
|-----------------|--|--|---|
| 1986            | A. Michel ve I. Shaked                               | ÇUŞ-Yerel Firmalar: Finansal Performans ve Özellikler                                  | En az %20 yurtdışı satış ve ABD dışında en az 6 ülkede doğrudan sermaye yatırımı yapan firmalar                     |
| 2000            | C.C.Y.Kwok ve D.M. Reeb                              | Uluslararasılaşma ve Firma Riski   | Yabancı Varlık Oranı %1'den fazla olan firmalar   |
| 2003            | Mihir A. Desai, C. Fritz Foley ve James R. Hines Jr. | Sermaye Yapısı Seçimi ve İç Sermaye Piyasaları Üzerine Çokuluslu Bakış Açısı           | Satışlar, Varlıklar veya Net Geliri Üç Milyon Doları Aşan Bağlı Şirketler   |
| 2003            | John A. Doukas ve Christos Pantzalis                 | Çokuluslu Şirketlerin Coğrafik Çeşitlendirmesi ve Borcun Temsil Maliyeti               | Yabancı Varlık ve Yurtdışı Satış Oranı %10'dan fazla olan firmalar  |
| 2007            | Müge Büyüktortop                                     | Çokuluslu Şirketlerde Sermaye Yapısı ve İMKB' de Bir Uygulama                          | Net Satışlar İçerisindeki İhracat Payı %20'den fazla olan firmalar  |
| 2008            | Usha R. Mitto ve Zhou Zhang                          | Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapısı: Kanada'ya Karşı ABD Kanıtı                       | Yabancı Varlık ve Yurtdışı Satış Oranı %10'dan fazla olan firmalar  |
| 2009            | S. Akhtar ve B.Oliver                                | Japon Çokuluslu ve Yerel Firmaları İçin Borç Oranı Belirleyicileri                     | 2003 Yılında en az bir ülkede denizaşırı iştiraki bulunan ve herhangi bir yılda yurtdışı satışı kaydedilen firmalar |
| 2011            | Z. Wang ve I. Mathur                                 | Sermaye Getirisi Analizi: ABD ÇUŞ'ları ve ABD Yerel Firmaları                          | Firmaların faaliyette bulunduğu bölge sayıları ve satışlarından oluşan bir ölçüt kullanılmıştır.                    |
| 2012            | Soon H. Park, Jungwon Suh ve Bernard Yeung           | Çokuluslu Şirketler ve Yerel Şirketler Kaldıraç Politikalarında Farklılık Gösterir mi? | Yurtdışı Satışları en az %20 ve en az %50 olan iki ayrı örneklem oluşturan firmalar                                 |



Yapılan tanımlamalar ve referans tablosu göz önünde bulundurularak örneklem oluşturulurken BİST'te işlem gören işletmelerden, toplam aktif içerisinde yabancı varlık oranı ve toplam satışlar içerisinde yurtdışı satışları %10'dan büyük olan işletmeler ÇUŞ olarak kabul edilmiştir. Bu kriterleri sağlamayan sinai işletmeler ise yerel işletme olarak değerlendirilmiştir. Belirtilen kriterler göz önünde bulundurularak, BİST'te işlem gören toplam 50 tane işletmeden 20 tane işletme ÇUŞ ve 30 tane işletme BİST 100 içerisinde seçilerek yerel işletme olarak sınıflandırılmıştır. Analiz kapsamında iki ayrı örneklem karşılaştırılması yapılacağından örneklem sayılarının birbirine yakın olmasının daha iyi sonuç vereceği düşüncesiyle örneklem büyüklükleri için bire bir buçuk ölçeği kullanılmıştır (Sakpal, 2014).

Çokuluslu şirketlerin belirlediğimiz kriterlere uygunluğunu tespit etmek amacıyla Borsa İstanbul ve Kamuyu Aydınlatma Platformunda yer alan işletmelere ait finansal raporlarının Bölümlere Göre Raporlama kısmından yararlanılmıştır. Coğrafi bölümlere göre raporlama yapan işletmelerin sundukları bilgiler incelendiğinde coğrafi ayırım yapılırken; ya ülkeler ya da kıtalar baz alınmıştır. Bu ayırma göre işletmeler, satış gelirleri, bölüm varlıkları, bölüm yükümlülükleri ve yatırım harcamaları gibi finansal bilgileri sunmuşlardır. Sunulan bu bilgiler doğrultusunda ÇUŞ örnekleme oluşturulmuştur.

Yerel şirket örnekleme, BİST 100 içerisinde pozitif aktif değere sahip olan ve finansal faaliyetlerde bulunmayan şirketler arasından ÇUŞ örnekleme ile sektörel uyumu da göz önünde bulundurularak geriye kalan şirketler arasından rassal örnekleme metodu ile seçilerek oluşturulmuştur. ÇUŞ ve yerel şirket örneklemlerini oluşturan sektörler ve şirket sayıları tablo III.2'de gösterilmiştir. Her iki örnekleme de yer alan şirketler Ek 1'de yer almaktadır.

**Tablo III.2. Örnekleme Oluşturan Sektörler**

| <b>SEKTÖR</b>   | <b>ÇUŞ</b> | <b>YEREL<br/>ŞİRKET</b> | <b>TOPLAM</b> |
|---|------------|-------------------------|---------------|
| Metal Sanayi<br>(Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım,<br>Metal Ana Sanayi)  | 3          | 9                       | 12            |
| İmalat Sanayi<br>(Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik<br>Ürünler, Gıda, İçki Ve Tütün, Kağıt ve<br>Kağıt Ürünleri, Basım Yayın, Taş ve<br>Toprağa Dayalı) | 10         | 18                      | 28            |
| Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama   | 2          | 2                       | 4             |
| Holding   | 4          | 1                       | 5             |
| <b>TOPLAM</b>   | <b>20</b>  | <b>30</b>               | <b>50</b>     |

**III.3. Modelde Kullanılan Değişkenler**

Modelin kurulabilmesi amacıyla değişkenler iki grup şeklinde sınıflandırılmıştır. Birinci grup kaldıraç oranları olarak da adlandırılan borç kullanma düzeyini gösteren bağımlı değişkenlerdir. İkinci grup ise, kontrol değişkenleri olarak da adlandırılan ve sermaye yapısını belirleyen firmaya özgü faktörler olan bağımsız değişkenlerdir.

ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapısına ilişkin yapılmış olan ampirik çalışmalarda birbirinden farklı değişkenler ve bu değişkenlere ait farklı oranlar kullanılmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalarda kullanılan sermaye yapısını belirleyen değişkenler Tablo III. 3’de özetlenmiştir.

Tablo III.3. Amprik Çalışmalarda Kullanılan Sermaye Yapısı Değişkenleri

| BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN                                | KULLANILAN ORAN                                       | REFERANS   |
|--|---|--|
| 1.Firma Büyüklüğü                                | Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması                   | Chkir ve Cosset (2001), Deesomsak (2004), Akhtar ve Oliver (2009), Park, vd., (2011)     |
|  | Toplam Satışların Doğal Logaritması                   | Titman ve Wessels (1988) Mittoo ve Zhang (2008), Mishra ve Tannous (2010),               |
| 2. Firmanın Varlık Yapısı                        | Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar              | Deesomsak (2004), Huang ve Song (2006), Avarmaa, vd., (2011)                             |
| 3 Firma Riski                                    | Satışların Standart Sapması / Ortalama Satışlar       | Durukan (1977)   |
|  | (Nakit Akımları / Toplam Satışlar) Standart Sapması   | Mittoo ve Zhang (2008)   |
|  | Faiz ve Vergi Öncesi Karın Standart Sapması/ Satışlar | Doukas ve Pantzalis (2003)   |
| 4. Karlılık                                      | FVÖK / Toplam Aktif                                   | Chkir ve Cosset (2001), Huang ve Song (2006), Sayılğan, vd., (2006)                      |
|  | FVÖK / Satışlar                                       | Mishra ve Tannous (2010) Avarmaa, vd., (2011)  |
|  | Net Kar / Satışlar                                    | Mittoo ve Zhang (2008), Akhtar ve Oliver (2009),   |
|  | Net Kar/ Toplam Aktif                                 | Durukan (1997), Acaravcı (2004), Karadeniz (2008), Demirhan (2009)                       |
| 5. Borç Dışı Vergi Kalkanı                       | Amortisman / Toplam Aktif                             | Titman ve Wessels (1988), Akhtar (2005), Sayılğan, vd., (2006)                           |
| 6. Büyüme Olanakları<br>(Borcun Temsil Maliyeti) | Öz Kaynak Piyasa Değeri/ Öz Kaynak Defter Değeri      | Drobotz ve Fix (2003) Mittoo ve Zhang (2008), Mishra ve Tannous (2010) Park, vd., (2011) |
|  | AR- GE Harcamaları / Satışlar                         | Titman ve Wessels (1988), Lee ve Kwok (1988) Chkir ve Cosset (2001)                      |
|  | Varlıklardaki Yüzdesele Değişim                       | Durukan (1977), Terim ve Kayalı (2009)   |
| 7. Likidite                                      | Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borç                    | Durukan (1997), Yıldırım ve Eceyurt (2012)   |
|  | (Dönen Varlık-Stok) / Kısa                            | Korkmaz vd., (2009)  |

|                                |   |  |
|--------------------------------|---|--|
|                                | Vadeli Borçlar                            |  |
| 8. Borçlanma Maliyeti          | Finansman Giderleri /<br>Toplam Borç      | Demirhan (2009), Yörük<br>vd., (2013). |
| 9. Firma Yaşı                  | Şirketin Kuruluş Yılı                     | Avarmaa vd., (2011)                    |
|                                | Şirket Yaşının Logaritması                | Akhtar ve Oliver (2009)                |
| 10. Firmanın Halka Açılma Yaşı | Şirketin Halka Açılma Yaşının Logaritması |  |

Yapılan çalışmalar göz önünde bulundurularak modelde 1 adet bağımlı değişken ve 10 adet bağımsız değişken kullanılmıştır.

### III.3.1. Modelde Kullanılan Bağımlı Değişken

Sermaye yapısı borcun aktiflere oranı veya borcun öz kaynağa oranı şeklinde iki ana grupta değerlendirilebilmektedir. Firmaların aktif tutarı ve öz kaynakların değeri hesaplanırken ya öz kaynakların defter değeri ya da öz kaynakların piyasa değeri esas alınmaktadır. Yapılan analizde defter değeri esas alınmış ve finansal kaldıraç oranını temsil eden toplam borç/toplam aktif oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bu oran işletme varlıklarının ne kadarının borçla finanse edildiğini göstermektedir. Söz konusu kaldıraç oranı değişkeni birçok çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılmıştır (Durukan, 1997; Drobotz ve Fix, 2003; Huang ve Song, 2006; Karadeniz, 2008; Frank ve Goyal, 2009; Demirhan, 2009; Park, vd., 2001).

### III.3.2. Modelde Kullanılan Bağımsız Değişkenler

Modelde kullanılan bağımsız değişkenler; firmanın büyüme olanakları, firma karı, firma riski, firma büyüklüğü, firma varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı, likidite, firmanın halka açılma yaşı, borçlanma maliyeti ve firmanın kuruluş yaşı değişkenleridir.

Tablo III.3’de görüldüğü gibi sermaye yapısının belirleyicileri olarak farklı finansal oranlar tercih edilebilmektedir. Bu noktada önemli olan veri setinin oluşturulmasında bu oranların ulaşılabilirlik düzeyinin belirlenmesidir. Analizde kullanılan bağımsız değişkenler ve değişkenlere ilişkin finansal oranlar Tablo III.4’de özetlenmiştir.

**Tablo III.4. Analizde Kullanılan Bağımsız Değişkenler**

| DEĞİŞKEN                       | DEĞİŞKENLERE İLİŞKİN<br>AÇIKLAMA        |
|--------------------------------|---|
| Firmanın Varlık Yapısı (VARYP) | Maddi Duran Varlık / Toplam Aktif       |
| Firma Karı ( KAR)              | Net Kar / Toplam Aktif                  |
| Firma Riski (RİSK)             | Standart Sapma (Nakit Akımı / Satışlar) |
| Firma Büyüklüğü ( BÜY)         | Toplam Aktiflerin Logaritması           |
| Büyüme Olanakları (PDDD)       | Piyasa Değeri / Defter Değeri           |
| Borç Dışı Vergi Kalkanı( BDVK) | Amortisman / Toplam Aktif               |
| Likidite (LKDT)                | Dönen Varlık / Kısa Vadeli Borç         |
| Borçlanma Maliyeti (BORMA)     | Finansman Giderleri / Toplam Borç       |
| Firma Yaşı (YAS)               | Şirketin Yaşının Logaritması            |
| Firma Yaşı (YASBİST)           | Halka Açılma Yaşının Logaritması        |

#### III.4. Kısıtlar

Çalışmada BİST’te işlem gören reel sektör firmalarına ait veriler kullanılmıştır. Mali sektör firmaları farklı finansal karakteristikler gösterdiklerinden ve bilanço yapılarında farklılıklar olduğundan analiz dışı bırakılmıştır. Bunlara ek olarak işletme borçlarının piyasa değeri, aktiflerinin piyasa değerini aşan yani negatif aktif değere sahip olan işletmelerde örneklem dışı tutulmuştur. Çünkü finansal açıdan zor durumda olan diğer bir ifade ile mali yetersizlik içerisinde bulunan işletmelerin sermaye yapısı kararlarında

opsiyona sahip olmaları söz konusu olmadığından ve işletmelerin sermaye yapısı borç ve öz sermayenin bileşiminden oluşan bir yapıyı ifade ettiğinden bu tür işletmeler örnekleme dahil edilmemiştir.

Örnekleme oluşturulurken ÇUŞ sınıflandırılmasında yeterli sayıda işletmeye ulaşabilmek amacıyla söz konusu ÇUŞ kriterleri için %10 barajı kullanılmıştır. Toplam varlıklarının içerisinde yabancı varlık oranı ve toplam satışlarının içerisinde yabancı satış oranı %10 ve daha fazla olan şirketler ÇUŞ olarak kabul edilmiştir. Ayrıca Vergi Usul Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu'nda Değişiklik Yapılması hakkında 30.12.2003 tarihinde 5024 sayılı Kanun'un yürürlüğe girmesiyle 31.12.2003 tarihinde enflasyon muhasebesi uygulamasına başlanmıştır. 31.12.2003 tarihli mali tabloların enflasyon düzeltmesine tabi tutulmasından dolayı bu yıldan önceki veriler analize dahil edilmemiş bununla birlikte bazı verilerin eksikliği nedeniyle ve de yeterli sayıda örnekleme ulaşabilmek amacıyla, veri seti 2004-2012 yıllarını kapsayan 9 yıllık bir inceleme periyodu için yıllık veriler ile düzenlenmiştir. Sermaye yapısını etkileyen çok fazla bağımsız değişken bulunmasına rağmen yeterli veri setine ulaşamamasından dolayı bu çalışmada 10 tane bağımsız değişken kullanılmıştır.

### **III.5. Analizde Kullanılan İstatistik Model**

#### **III.5.1. Panel Veri Analizi**

Ekonometrik araştırmalarda değişkenlere ait farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veriler zaman serisi verileri, yatay kesit verileri ve panel veri olmak üzere üç başlık altında toplanmaktadır. Panel veri; bireyler, ülkeler, firmalar, hane halkı gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerin, belli bir dönemde bir araya getirilmesi olarak tanımlanmaktadır

(Tatoğlu, 2013:1-2). Ekonometrik analizlerde yatay kesit verilerinin farklı birimler için sadece bir dönem boyunca bilgi vermesi ve de zaman serisi verilerinin ise bir tek birimin farklı dönemleri boyunca bilgi vermesi panel veri analizinin kullanımını gerekli kılmaktadır. Çünkü panel veri analizi ile yatay kesit verileri ve zaman serisi verileri birleştirilebilmektedir. Yani zaman boyutuna ait yatay kesit verilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemi panel veri analizi olarak tanımlanmaktadır (Greene, 2003:612).

Panel veri analizi, değişkenler arasındaki etkileşimi azaltmasından dolayı ekonometrik tahminlerin etkinliğinin artmasına katkıda bulunmaktadır (Hsiao, 2003:3). Panel veri analizinin sadece zaman serileri veya yatay kesit verileri ile yapılan çalışmalara göre daha pek çok üstünlüğü bulunmaktadır. Bu üstünlükleri aşağıdaki şekilde özetlenmiştir (Kök ve Şimşek, 2012:3):

- Panel veri, zaman boyunca bireyler, firmalar, ülkeler ile ilgili olduklarından bu birimlerde bir heterojenliğin var olması kesin gibidir. Panel veri tahmin teknikleri, açık bir şekilde bu tür heterojenlikleri kesite özgü bazı değişkenlere izin vererek hesaba katabilmektedir. Ancak tek başına zaman serisi ya da yatay kesit verisi heterojenliği kontrol edememektedir.
- Panel veri yöntemleri kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirdiğinden gözlem sayısı daha fazladır.
- Panel veri değişkenler arasında daha az çoklu bağlantı sorunu oluşturmaktadır. Böylelikle de ekonometrik tahminlerin etkinliğini arttırmaktadır.
- Kısa zaman serisi ve / veya yetersiz kesit gözlemin var olduğu durumlarda da ekonometrik analiz yapılmasına imkan vermektedir.

Panel veri analizinin sunduğu avantajların yanı sıra bir takım dezavantajları da bulunmaktadır (Tatoğlu, 2013:14):

- Panel veri modellerinde özellikle hata terimi büyük bir önem taşımaktadır. Çünkü panel veri modellerindeki hata terimi, zaman serisi modeline, yatay kesit veri modeline ve panel veri modeline özgü sapmayı ayrı ayrı taşımaktadır. Bu nedenle de panel veri modellerinde hata terimi çoğu zaman sapma göstermektedir.
- Panel veri ile yapılan çalışmalarda en önemli sorunlardan biri verilere ulaşmak ve verileri düzenlemektir.
- Panel veride genellikle, birim boyutu (yatay kesit) fazla olmasına rağmen zaman boyutu kısadır. Bu durumda, doğrusal olmayan panel veri modellerinde çözülmesi zor ekonometrik problemler yaratmaktadır. Ayrıca zaman serisinin kısa olması korelasyon sorununun ortaya çıkmasına da yol açabilmektedir.

### III.5.2. Panel Veri Modelleri

Panel veri setinin her bir yatay kesit (her bir birim) için eşit uzunlukta zaman serisi içermesi yani bütün zamanlarda gözlemlenmesi dengeli panel; her bir yatay kesit için zaman serisi uzunluklarının değişmesi durumu ise dengesiz panel olarak adlandırılmaktadır (Wooldridge, 2003:250). Doğrusal panel veri modeli aşağıdaki (III.1) denklemdeki şekilde ifade edilmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007:37).

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + \epsilon_{it} \quad (\text{III.1})$$

$$i = 1, \dots, N \quad \text{ve} \quad t = 1, \dots, T$$



Bu modelde  $N$ , yatay kesit birimlerini,  $T$  ise zamanı göstermektedir.  $Y$  değişkeni, bağımlı değişken,  $X$  ise bağımsız değişken yani açıklayıcı değişkenleri ifade etmektedir. Ayrıca hata teriminin ( $\epsilon$ ) ortalaması sıfır ve varyansının sabit olduğu kabul edilmektedir. Bu genel model, sabit ve regresyon parametrelerinin her zaman periyodunda her bir birey için ayrılmasına izin vermektedir.

Parametrelerin birim ve/veya zamana göre değer almasına bağlı olarak ve sabit, eğim katsayısı ve hata terimi hakkında yapılan varsayımlara bağlı olarak panel veri regresyonu beş farklı şekilde tahmin edilebilmektedir (Kök ve Şimşek, 2012:8)

- Sabitin ve eğim katsayısının zaman ve yatay kesitler arasında sabit olduğu ve hata teriminin zaman ve yatay kesitler boyunca olan farklılıkları yakalayabildiği,
- Eğim katsayısının sabit (aynı) olduğu, buna karşılık sabit katsayısının yatay kesitlerde farklı olduğu,
- Eğim katsayısının sabit olduğu, buna karşılık sabit katsayısının yatay kesitlerde ve zamanda farklı olduğu,
- Bütün katsayıların yatay kesitler boyunca değişebileceği,
- Bütün katsayıların yatay kesitler ve zaman boyunca değişebileceği varsayılabilir.

Bu açıklamalar doğrultusunda, panel veri analizi ile kurulacak modellerde hem zaman hem de kesit veri etkilerine göre kullanılacak üç tahmin yöntemi bulunmaktadır. Bunlar;

- Havuz Modeli
- Sabit Etkiler Modeli
- Rastsal Etkiler Modeli

### III.5.2.1. Havuz Modeli (Pooled Model)

Klasik model olarak da adlandırılan bu modelde hem sabit ( $\alpha$ ) hem de eğim parametrelerinin ( $\beta_{it}$ ) birimlere ve zaman göre sabit olduğu yani bütün gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır (Tatoğlu, 2013:40). Havuzlanmış verilerin kesit ve zaman boyutunu ihmal ederek, sabit ve eğim parametrelerinin sabit olduğu varsayımları altında havuzlanmış en küçük kareler yöntemi ile tahmin yapılmaktadır.

Havuzlanmış panel veri regresyonunda, ortak sabit tahmin edici her bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ederek ( $\alpha$ )'nın kesit birimler için aynı olduğunu varsaymaktadır. Tüm yatay ve zaman kesit için model aşağıdaki şekilde oluşturulmaktadır.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \epsilon_{it} \quad (III.2)$$

### III.5.2.2. Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model)

Sabit Etkiler Modeli, katsayıların birimlere veya birimler ile zaman göre değiştiğinin varsayıldığı bir modeldir. Bu modelde yalnızca sabit parametre değişmekte ve sabit terim zamana göre değil kesit bazında farklılıklar göstermektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007:38). Bu modelde sabit etki gruba özgü sabit terim olarak kullanılmaktadır. Yani eğim parametreleri tüm yatay kesitler için aynı iken sabit parametre her bir yatay kesit birim için farklı değer almaktadır. Modelde N tane sabit terim söz konusudur.

Tek değişkenli sabit etkiler modeli aşağıdaki gibidir;

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{it} + \epsilon_{it} \quad (\text{III.3})$$

$$i= 1, \dots, N \text{ ve } t= 1, \dots, T$$

Bu denkleme göre sadece sabit terim olan  $\alpha_i$  zamana göre değil kesite göre değişmektedir. Çok değişkenli sabit etkiler modeli ise aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots \beta_k X_{kit} + \epsilon_{it} \quad (\text{III.4})$$

Bu denklemde  $i$  terimi,  $i$ . yatay kesit birimini,  $t$  terimi  $t$ . zaman dönemini,  $k$  terimi de değişken numarasını ifade etmektedir.  $\beta_{1i}$ , zaman içinde değişmeyen ancak bireye göre değişen bireysel özellikleri göstermektedir. Burada önemli olan bu modelde bağımsız değişkenlerin katsayılarının yatay kesitler arasında ya da zaman içerisinde değişmemesi, bu bireysel etkileri ölçmek için kukla değişkenlerin kullanılmasının gerekli olmasıdır (Greene, 2003:642). Kukla değişken kullanırken dikkat edilmesi gereken durum,  $N$  tane yatay kesit birimi için çoklu bağlantı sorununa yol açmamak amacıyla  $(N-1)$  tane kukla değişken kullanılması gerektiğidir.

Sabit etkiler modelinin tahmini Gölge Değişkenli En Küçük Kareler yöntemi ile yapılabileceği gibi, Grup İçi Tahmin, Gruplar Arası Tahmin, Havuzlanmış En Küçük Kareler, En Çok Olabilirlik, Genelleştirilmiş En Küçük Karaler ve Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi ile de yapılabilmektedir (Tatoğlu, 2013:80)

### III.5.2.3. Rastsal Etkiler Modeli (Random Effects Model)

Rastsal etkiler modelinde kesitlere veya kesitlere ve zamana bağlı olarak meydana gelen değişiklikler modele hata teriminin bir bileşeni olarak dâhil edilmektedirler. Böylece sabit etkili modellerde karşılaşılan çok sayıda yatay kesitin varlığı

ile ortaya çıkan serbestlik derecesi kaybının da önüne geçilebilmektedir. Rastsal etkiler modelinde gözlenen örneklemdaki yatay kesitler ve zamana göre meydana gelen farklılıkların etkisi ile birlikte örneklem dışındaki etkiler de dikkate alınmaktadır (Greene, 2003:632).

Rastsal Etkiler Modelinde bağımlı değişkeni etkileyen tüm faktörlerin rastsal hata terimi ile açıklanabildiği kabul edilmekte ve bu nedenle model hata bileşen modeli olarak da adlandırılmaktadır. Rastsal hata terimi ( $w_{it}$ ) yatay kesite özgü hata bileşeni ( $\epsilon_i$ ) ve zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu oluşan hata teriminden ( $u_{it}$ ) oluşmaktadır. Ayrıca bu modele göre sabit etkiler modelinde ifade edilen ve her bir bireyin kesişim değerini ifade eden  $\beta_{1i}$  terimi, sabit olarak değil, iki ögenin toplamından meydana gelen rastsal bir değişken olarak ele alınmaktadır. Bu bilgiler doğrultusunda  $w_{it}$  ve  $\beta_{1i}$  terimleri aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Kök ve Şimşek, 2012:19).

$$w_{it} = \epsilon_i + u_{it} \quad (\text{III.5})$$

$$\beta_{1i} = \beta_1 + w_i \quad (\text{III.6})$$

Bu denklemde  $\beta_1$  ortalama değeri,  $w_i$  ise ortalama değeri sıfır ve varyansı sabit olan rastsal hata terimini ifade etmekte ve rastsal etkiler modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \epsilon_i + u_{it} \quad (\text{III.7})$$

Yukarıdaki denklemde  $\epsilon_i$ , yatay kesit hata terimini gösterirken  $u_{it}$ , hem yatay kesit hem de zaman serisi hata terimini ifade etmektedir.

Sabit etkili ya da rastsal etkili modeller arasındaki seçim farklı amaçlara bağlı olarak yapılmaktadır. Yatay kesit, boyutu büyük bir ana kütlede tesadüfi olarak seçilmişse, rastsal etkiler; daha spesifik bir veri seti söz konusu ise, sabit etkiler modeli tercih edilmektedir. Ayrıca rastsal etkiler modelinde, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfır olduğu varsayılmakta ancak sabit etkiler modelinde korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilmektedir (Tatoğlu, 2013:79).

### **III.6. Verilerin İstatistiksel Analizi**

Çokuluslu şirket ve yerel şirket örneklemlerini oluşturan birbirinden farklı yatay kesit verileri ve de 9 yıllık zaman serisinden oluşan çalışmada panel veri analizi kullanılmaktadır. Örneklem gruplarının analizi için 180 ve 270 gözlemden oluşan iki ayrı model yardımı ile analiz yapılmaktadır. Bu bölümde her iki modele ilişkin test sonuçları verilecek olup yukarıdaki bölümde anlatılan panel veri analizi ile ilgili genel bilgilerin yanı sıra yapılan testlere ilişkin bilgilerde bu bölümde verilecektir.

Yapılan çalışmada ilk olarak 2004-2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören çokuluslu şirket ve yerel şirketlerin sermaye yapıları kararlarında etkili olan işletmeye özgü faktörler karşılaştırmalı olarak incelenecektir. Karşılaştırmalı analizden sonra her bir örneklem için de yatay kesit ve zaman serileri verilerini bir arada değerlendirme olanağı sunan panel veri regresyon modelleri kurularak çokuluslu şirket ve yerel şirketlerin sermaye yapılarını etkileyen faktörler ayrı ayrı incelenecektir. Analiz aşamasında SPSS, Eviews 8.0 ve de Stata 12 paket programlarından yararlanılmıştır.

Analiz kısmına geçmeden önce her iki örneklem için sermaye yapılarını incelemekte fayda görülmektedir. Bu amaçla toplam borç içindeki kısa vadeli ve uzun vadeli borç miktarı, aktiflerin finansmanında kullanılan kaynak dağılımı ve vadeleri, borç-öz sermaye ilişkileri incelenmiştir. Örneklem grupları için veri setinden faydalanarak gerekli değişkenlerin ortalamaları alınarak Excell programı ile hazırlanan Tablo III.5 aşağıda yer almaktadır.

**Tablo III.5. Örneklem Gruplarının Sermaye Yapıları, Kaynaklarının Dağılımı ve Borçlanma Vadeleri (2004-2012)**

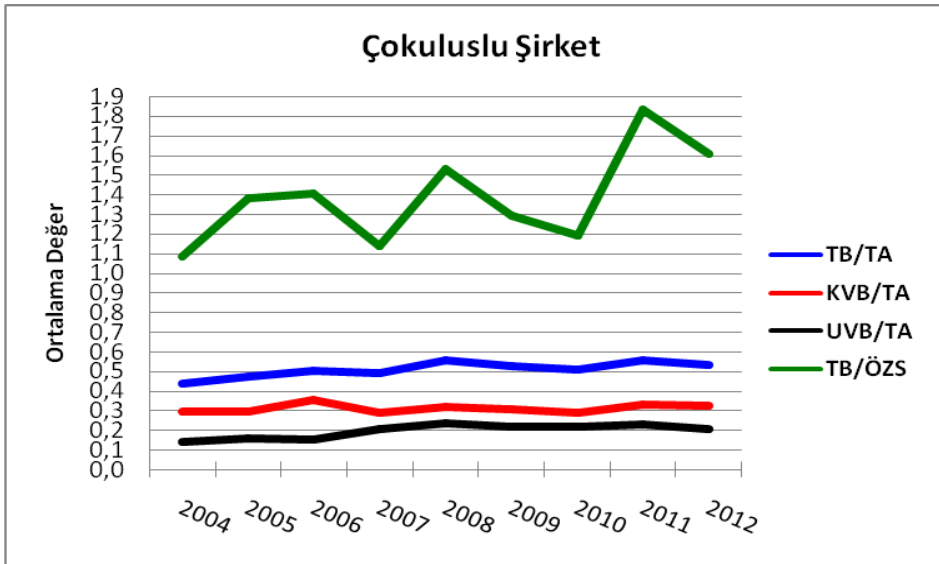
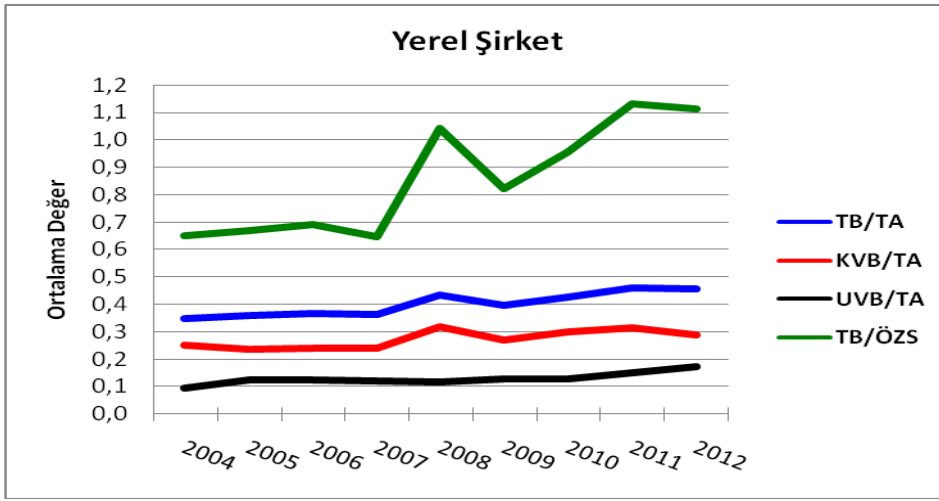
| DEĞİŞKENLER | ÇOKULUSLU ŞİRKET | YEREL ŞİRKET |
|-------------|------------------|--------------|
| KVB/TB      | 0,61             | 0,69         |
| UVB/TB      | 0,39             | 0,31         |
| TB/TA       | 0,51             | 0,40         |
| KVB/TA      | 0,31             | 0,27         |
| UVB/TA      | 0,20             | 0,13         |
| TB/ÖZS.     | 1,39             | 0,86         |
| ÖZS./TA     | 0,47             | 0,59         |

Tablo III.5 incelendiğinde ÇUŞ'ların borçlanma oranlarının (0,51), yerel şirket örneğine (0,40) kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Toplam borcun öz sermayeye oranı da bu durumu doğrular niteliktedir. Bu orana göre ÇUŞ örneği (1,39) için işletme varlıklarını finanse etmekte kullanılan borç miktarı öz kaynaklarından daha fazla iken, yerel şirketler için (0,86) işletme varlıklarını finanse etmekte kullanılan borç

miktarı öz kaynaklarından daha azdır. Yani yerel işletmeler varlıklarının finansmanında ağırlıklı olarak öz sermaye kullanmaktadırlar. Örneklem gruplarının aktiflerinin ne kadarının işletme sahiplerince finanse edildiğini gösteren öz sermayenin toplam aktiflere oranına bakıldığında yerel şirketler (0,59) ÇUŞ örneğine kıyasla aktiflerinin finansmanında öz sermayeye ağırlık vermiştir. Daha genel bir ifadeyle anlatmak gerekirse, ÇUŞ örneğini oluşturan şirketler sermaye yapılarında borçla finansmanı daha ağırlıklı olarak tercih ederken, yerel şirketler öz sermaye ile finansmanı tercih etmektedirler. Bu durum genel olarak ÇUŞ'un nakit akışlarının daha istikrarlı olmasından dolayı daha kolay ve daha az maliyetli borçlanabilmeleri veya borçla finansmanın sağladığı vergi tasarrufunun daha yüksek olması ile açıklanabilmektedir. Ancak sermaye yapısını etkileyen işletmeye özgü bütün değişkenlerin işletmenin borçlanma oranı üzerinde etkilerinin olduğu düşüncesiyle bu konu analiz kısmında daha detaylı anlatılacaktır.

Tablo III.5 analize dahil edilen örneklem gruplarının borçlanma vadeleri konusunda da bilgi vermektedir. Her iki örneklem grubu için borçların vadelerine bakıldığında kısa vadeli ya da uzun vadeli borç kullanımı açısından çok büyük farklılıklar olmadığı görülmektedir. Ancak hem ÇUŞ hem de yerel şirket örneklemlerinde toplam borçların içerisinde kısa vadeli yabancı kaynakların daha yüksek olduğu görülmektedir. ÇUŞ'lar açısından temsil problemlerinin daha yüksek olabileceği düşüncesiyle, ağırlıklı olarak kısa vadeli borç kullanımı yöneticileri keyfi davranışlarına karşı kontrol altına alabilmekte ve borç verenlerin gözlem faaliyetlerinin sıklığını arttırarak temsil maliyetlerini düşürebilmektedir (Park, vd., 2012). Bunun yanı sıra hem ana şirketin bulunduğu ülkenin hem de bağlı şirketlerin bulunduğu ülkenin ekonomik koşulları ÇUŞ'ların borçlanma vadelerini etkilemektedir.

**Grafik III.1. Örneklem Gruplarının Sermaye Yapıları ve Kaynaklarının Dağılımı**



Grafik III.1 incelendiğinde ÇUŞ'ların borçlanma oranlarının incelleme dönemini kapsayan her yıl için daha yüksek olduğu görülmektedir. ÇUŞ örnekleminin her yıl için işletme varlıklarını finanse etmekte kullanılan borç miktarı öz kaynaklarından daha fazladır. Yerel şirketler için ise sermaye yapıları içerisinde borç/öz sermaye bileşimi daha dalgalı bir seyir izlemektedir. Özellikle kriz dönemi olan 2008 yılında (1,039) bir önceki yıla göre (0,645) bu oran ciddi düzeyde artış göstermiştir. ÇUŞ örneklemini için de aynı şekilde kriz döneminde daha yüksek oranlarda borçlanma yoluna gittikleri görülmektedir.



### III.6.1. ÇUŞ ve Yerel Şirket Sermaye Yapısını Etkileyen Değişkenlerin Karşılaştırmalı Analizi

Çokuluslu şirket ve yerel şirket örneklemelerini oluşturan şirketlerin finansal tabloları kullanılarak hazırlanan sermaye yapısı ile ilgili değişkenlere ait karşılaştırmalı analiz sonuçları Tablo III.6'da yer almaktadır.

### Tablo III.6. ÇUŞ ve Yerel Şirket Sermaye Yapısını Etkileyen Değişkenlerin Karşılaştırmalı Analizi

|                | Çokuluslu Şirket   |                | Yerel Şirket       |                | Fark   | P değeri |
|----------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------|--------|----------|
|                | Aritmetik Ortalama | Standart Sapma | Aritmetik Ortalama | Standart Sapma |        |          |
| <b>TBTA</b>    | 0,5092             | 0,1545         | 0,4008             | 0,1726         | ,1084  | 0,000*   |
| <b>PDDD</b>    | 1,6522             | 1,4409         | 1,5614             | 1,1056         | ,0907  | 0,479    |
| <b>VARYP</b>   | 0,3668             | 0,1679         | 0,4135             | 0,1709         | -,0467 | 0,005*   |
| <b>RİSK</b>    | 0,6950             | 0,0821         | 0,0753             | 0,0821         | -,0058 | 0,466    |
| <b>BDVK</b>    | 0,0455             | 0,0270         | 0,0449             | 0,0232         | ,0005  | 0,810    |
| <b>YASBİST</b> | 1,1153             | 0,3106         | 1,1665             | 0,2408         | -,0512 | 0,068    |
| <b>YAS</b>     | 1,5494             | 0,1961         | 1,5558             | 0,1860         | -,0064 | 0,726    |
| <b>KAR</b>     | 0,0472             | 0,0595         | 0,0622             | 0,0877         | -,0150 | 0,032*   |
| <b>LKDT</b>    | 1,6699             | 0,7320         | 2,1868             | 1,4738         | -,5169 | 0,000*   |
| <b>BORMA</b>   | 0,1089             | 0,0833         | 0,1278             | 0,1272         | -,0189 | 0,060    |
| <b>BÜY</b>     | 9,2075             | 0,5344         | 8,9363             | 0,6048         | ,2712  | 0,000*   |

**NOT:** \* ile gösterilenler  $\alpha = \%5$  düzeyinde anlamlı olan değişkenler

Karşılaştırmalı analiz sonuçlarını veren Tablo III.6 incelendiğinde  $\%5$  anlamlılık düzeyinde anlamlı çıkan değişkenlerden büyüklük (BÜY) dikkati çekmektedir. Teorik kısımda da değinildiği gibi ÇUŞ'ların sektörel ve ülke bazlı çeşitliliği, yerel şirketler ile kıyaslandığında daha büyük olmaları sonucunu doğurmaktadır.

Toplam aktif içindeki toplam borç oranının ÇUŞ'larda daha yüksek olduğu görülmektedir. ÇUŞ ve yerel şirket kaldıraç oranlarının farklı olmasının birkaç sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, ÇUŞ'lar faaliyetlerini uluslararası düzeyde yürüttüklerinden yerel şirketlere kıyasla daha fazla sermaye kaynağına ulaşabilmektedirler. Ana ülke ve ev sahibi ülkelerin finansal piyasalarının entegre olmaması halinde ÇUŞ'lar farklı ülkelerden borçlanma yoluyla da sermayelerini arttırabilmektedirler. İkincisi ise, ÇUŞ'ların farklı para birimleri üzerinden sağladıkları borcu döviz kuru riskine karşı koruma sağlayan bir araç olarak kullanabilmeleridir. Yerel şirketlere kıyasla daha yüksek oranda döviz kuru riskine maruz kalmaları, ÇUŞ'ların daha yüksek oranda borçla finansmanı tercih etmeleri yönünde bir beklenti yaratmaktadır. Son olarak ÇUŞ'ların nakit akışlarının daha düzenli olması risklerini azaltmakta bu durum da kullandıkları borcun maliyetini düşürmektedir. Sonuç olarak da daha kolay ve ucuz borç temin edebilen ÇUŞ'ların kaldıraç oranları yerel şirketlere kıyasla daha yüksek olabilmektedir.

Maddi duran varlık oranını ifade eden VARYP değişkeni, yerel şirketlere kıyasla ÇUŞ'larda daha düşük görülmektedir. ÇUŞ'ların sermaye yapısını inceleyen çalışmalar göz önünde bulundurulduğunda yapılan çalışmaların bir kısmında ÇUŞ'ların yerel şirketlere kıyasla daha düşük oranda maddi duran varlığa sahip olduğu sonucuna varmışlardır (Akhtar, 2005; Akhtar ve Oliver, 2009; Avarmaa, vd., 2011; Park, vd., 2012). İşletmelerin sahip olduğu maddi duran varlıklar borç verenler açısından teminat değeri yüksek varlıklar olarak görülmekte ve aslında maddi duran varlık oranının yüksekliği borç kullanımını daha da kolaylaştırmaktadır. Ancak borçlanma oranlarına bakıldığında ÇUŞ'ların daha yüksek kaldıraç oranına (0,5092) sahip olmaları ÇUŞ'lar için VARYP değişkeni dışında borç kullanma düzeyini etkileyen farklı faktörlerin de bulunduğu yönünde yorumlanabilmektedir. Ayrıca ÇUŞ örneğinde bulunan şirketlerin rekabetçi

güçlerini arttırmak için lisans-patentler için yaptıkları ödemelerin ve yeni ürün geliştirme amacıyla AR-GE harcamalarına ve maddi olmayan duran varlıklara ayırdıkları kaynakların yerel şirketlere göre daha ağırlıklı olmasına bağlı olarak VARYP değişkeni daha düşük çıkabilir.

Tablo III.6. incelendiğinde firma karı (KAR) değişkeninin ilginç olarak ÇUŞ'larda daha düşük olduğu görülmektedir. Yapılan çalışmaların birçoğunda ÇUŞ'ların karlılıklarının yerel şirketlerden daha yüksek olduğu sonucuna varılmıştır. Türkiye' de faaliyette bulunan ÇUŞ'lar için bu durumun tam tersinin olması transfer fiyatlandırması mekanizmasının örneklem şirketleri için etkili olabileceği düşüncesini doğurmaktadır. ÇUŞ'ların iç transfer mekanizmalarından yararlanarak karlarını bağlı ortaklıklar arasında uluslararası boyutta transfer edebilmeleri ve vergi oranı düşük olan ülkelerdeki bağlı ortaklıklarına aktararak vergi avantajı sağlayabilmeleri örnekleme oluşturan şirketler için de geçerli olabilmektedir. Ancak bu konu üzerine detaylı bir araştırma yapılmadan KAR değişkeninin ÇUŞ'larda neden daha düşük olduğu konusunda kesin bir yorum yapmak yanlış olacaktır.

Kısa vadeli borcu ödeyebilme gücünü gösteren likidite (LKDT) değişkeninin ÇUŞ'larda daha düşük olduğu görülmektedir. Bu durum Tablo III.5'de gösterildiği gibi ÇUŞ'ların kısa vadeli borçlarının yerel şirketlere göre daha yüksek olması ile açıklanabilir. Likidite oranlarının yerel şirketlerde ÇUŞ'lardan daha fazla olması kısa vadeli borçlarının daha düşük olmasından kaynaklanabilir. Bu durum aynı zamanda ÇUŞ'ların ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarından kaynak yaratma olanaklarının daha fazla olmasına bağlı olarak daha atak bir politikayı tercih etmeleri ile de ilişkilendirilebilir. Yerel şirketler için kaynaklara ulaşabilme kapasitesinin görece düşüklüğü daha ihtiyatlı bir likidite

politikası izlemelerine yol açtığı söylenebilir. Likidite oranlarının ÇUŞ'lardan daha fazla olması yaşanabilecek finansal sıkıntılara karşı önlem niteliği taşıyor olabilmektedir. Ayrıca ÇUŞ'ların kısa vadeli borçlanma eğilimlerinin daha yüksek olması LKDT değişkeninin yerel şirketlerden daha düşük çıkması ile tutarlı bir sonuçtur.

### III.6.2. Model I: Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapılarını Etkileyen Firmaya Özgü Değişkenlerin Analizi

ÇUŞ'ların sermaye yapılarını etkileyen değişkenlere ait açıklayıcı istatistikler yukarıdaki bölümde karşılaştırmalı analiz ile gösterilmiştir. ÇUŞ ve yerel şirketi oluşturan örneklem şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin tespit edilmesi amacıyla kurulan regresyon modelleri bu bölümde anlatılacaktır. Model I'de BİST'te işlem gören 20 tane ÇUŞ'un sermaye yapısı kararlarında etkili olan değişkenler panel veri analizi ile test edilmektedir. Model I için hata terimlerinin normal dağılım gösterip göstermediği Jarque-Bera Normallik Testi ile sınıanmıştır.

**Tablo III.7. Jarque-Bera Normallik Testi Sonuçları**

| Değişkenler | Jarque-Bera | Olasılık |
|-------------|-------------|----------|
| TBTA        | 4.81        | 0.089*   |
| PDDD        | 1194.01     | 0.0000*  |
| VARYP       | 9.24        | 0.0098*  |
| KAR         | 143.98      | 0.0000*  |
| RİSK        | 7438.57     | 0.0000*  |
| BÜY         | 616.31      | 0.0000*  |
| BDVK        | 96.32       | 0.0000*  |
| LKDT        | 361.30      | 0.0000*  |
| BORMA       | 157.17      | 0.0000*  |
| YAS         | 1503.36     | 0.0000*  |
| YASBİST     | 76.12       | 0.0000*  |

Not:  $*\alpha = \%10$  düzeyinde tüm parametreler normal dağılım göstermektedir.

$H_0$ : Hatalar normal dağılıma sahiptir.

$H_1$ : Hatalar normal dağılıma sahip değildir.

Tablo III.7’de Jarque-Bera test istatistiği sonuçlarına göre, olasılık değerleri  $\%10$  güven seviyesinin altında olduğundan hata terimlerinin normal dağıldığını ileri süren  $H_0$  boş hipotezi reddedilmektedir. Jarque-Bera Normallik Testi hata terimlerinin normal dağılmadığını göstermiştir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun incelenmesi amacıyla oluşturulan korelasyon matrisi Tablo III.8’de gösterilmektedir.

**Tablo III.8. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi (2004-2012 Dönemi)**

|         | TBTA   | PDDD   | VARYP  | KAR    | RİSK   | BÜY   | BDVK  | LKDT  | BORMA | YAS   | YASBİST |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| TBTA    | 1.000  |        |        |        |        |       |       |       |       |       |         |
| PDDD    | 0.063  | 1.000  |        |        |        |       |       |       |       |       |         |
| VARYP   | -0.602 | -0.123 | 1.000  |        |        |       |       |       |       |       |         |
| KAR     | -0.405 | 0.235  | 0.165  | 1.000  |        |       |       |       |       |       |         |
| RİSK    | -0.082 | 0.096  | -0.156 | -0.132 | 1.000  |       |       |       |       |       |         |
| BÜY     | -0.329 | -0.122 | 0.413  | 0.032  | 0.015  | 1.000 |       |       |       |       |         |
| BDVK    | -0.356 | 0.200  | 0.460  | 0.279  | 0.089  | 0.053 | 1.000 |       |       |       |         |
| LKDT    | -0.657 | -0.035 | 0.272  | 0.227  | 0.149  | 0.348 | 0.137 | 1.000 |       |       |         |
| BORMA   | 0.057  | -0.226 | 0.003  | -0.193 | -0.032 | 0.088 | 0.149 | 0.151 | 1.000 |       |         |
| YAS     | -0.185 | -0.153 | 0.316  | 0.045  | -0.030 | 0.557 | 0.107 | 0.168 | 0.153 | 1.000 |         |
| YASBİST | -0.133 | -0.236 | 0.250  | -0.051 | 0.024  | 0.489 | 0.050 | 0.221 | 0.234 | 0.650 | 1.000   |

Değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo III.8'deki korelasyon matrisine göre bağımlı değişken olan toplam borç oranı ile likidite (-0.657) arasında yüksek ve ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Toplam borç oranı ile yüksek ve ters yönlü ilişkisi olan diğer bir değişken ise maddi duran varlık yapısı (VARYP) (-0.602) olmuştur. Tablo III.8'de bağımsız değişkenlerin kendi aralarındaki ilişkiye bakıldığında analize, şirketlerin hem kuruluş yılı hem de halka açılma yılları dahil edildiğinden bu iki değişken arasında (0.6501) pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Ancak iki bağımsız değişken arasındaki basit korelasyon katsayısının %75'den küçük olması durumunda çoklu doğrusal bağlantı problemimi yaşanmamaktadır (Albayrak, 2005:109). Korelasyon matrisi incelendiğinde bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısının %75'den küçük olması modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmayacağını göstermektedir.

Panel veri ile yapılan analizlerde sonuçların sağlıklı olması ve değişkenler arası sahte ilişkilere neden olunmaması için verilerin durağan olması gerekmektedir. Serilerin durağan olup olmadıklarını test etmek amacıyla panel birim kök testleri yapılmıştır. Durağanlık kavramı bir serinin ortalamasının, varyansının ve kovaryansının incelenen zaman sürecinde değişmemesini ifade etmektedir. Analiz kapsamında uygulanan I.nesil panel birim kök testleri birimler arasında bir bağıntı yani korelasyonun olmadığı varsayımına ve yatay kesit bağımlılık yoktur şeklinde ifade edilen  $H_0$  hipotezine dayanmaktadır (Aktaş, vd.,2013:756). Panel birim kök testlerinden Levin, Lin ve Chu (LLC) testi ile ortak birim kök süreçleri araştırılırken, her bir birim için Im, Pesaran ve Shin testi ile birim kök süreci araştırılmıştır. Birimlerden bağımsız serilerde durağanlık ise Genelleştirilmiş Dickey Fuller birim kök testi ile incelenmiştir. Bu testlerin sonuçları Tablo III.9'da gösterilmektedir.

Tablo III.9. Panel Birim Kök Testleri

| Değişkenler | LLC       |                 | Im, Pesaran and Shin W-stat Birim Kök Tesi |                 | ADF Fisher Ki-Kare |                 |
|-------------|-----------|-----------------|--|-----------------|--------------------|-----------------|
|             | Sabitli   | Sabitli/Trendli | Sabitli                                    | Sabitli/Trendli | Sabitli            | Sabitli/Trendli |
| TBTA        | -8.36935* | -9.08404*       | -3.52009*                                  | -0.63883        | 83.6700*           | 59.3005**       |
| PDDD        | -11.0678* | -12.8592*       | -3.97113*                                  | -1.05454        | 86.2737*           | 62.5009*        |
| VARYP       | -15.7314* | -15.7197*       | -4.71533*                                  | -1.27571        | 91.8710*           | 66.5780*        |
| RISK        | -16.8529* | -12.7434*       | -6.02526*                                  | -1.00681        | 110.088*           | 63.7349*        |
| BDVK        | -10.2738* | -13.5664*       | -4.24015*                                  | -1.46574***     | 90.2255*           | 72.8768*        |
| YAS         | -25.6887* | -7.23155*       | -146.455*                                  | -49.6903        | 239.469*           | 110.524*        |
| KAR         | -9.22096* | -14.8890*       | -4.20615*                                  | -2.25431**      | 90.4282*           | 86.6366*        |
| LKDT        | -6.86322* | -14.6361*       | -2.47437*                                  | -1.45477***     | 68.2275*           | 76.8788*        |
| BORMA       | -12.7503* | -19.3569*       | -3.16214*                                  | -1.34095***     | 70.8568*           | 67.2077*        |
| BUY         | -36.6692* | -522.448*       | -15.6646*                                  | -55.8068        | 68.8134*           | 85.3197*        |
| YASBIST     | -16.8894* | -28.5070*       | -86.6728*                                  | -49.5282        | 331.226*           | 301.899*        |

Not: \* ile gösterilenler %1 düzeyinde anlamlı.

\*\* ile gösterilenler %5 düzeyinde anlamlı.

\*\*\* ile gösterilenler %10 düzeyinde anlamlı.

Her üç test için de hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$ : Seride genel bir birim kök vardır

$H_1$ : Seride genel bir birim kök yoktur.

Tablo III.9 incelendiğinde test sonuçlarına göre her üç test için de sabitli modelde p değerleri %1 önem düzeyinde bulunmuştur. Im, Pesaran ve Shin (IPS) test sonuçlarının sabitli/trendli modelinde bazı değişkenler için p değerlerinin anlamlı çıkmadığı görülmektedir. Ancak IPS testi, yatay kesit verilerinin ve zaman serisi verilerinin büyük olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Analizi oluşturan yatay kesit verileri küçük olduğundan IPS testinin sabitli/trendli modelinde bazı değişkenler için anlamlı sonuca ulaşamaması serilerin durağan olmadığı anlamına gelmemekte ve sadece

bu analiz kapsamında durağanlık analizi için yapılan test sayısının fazla olmasının daha güvenilir sonuçlar vermesi nedeniyle kullanılmıştır. Yapılan üç test içinde sabitli modellerde p değerinin kritik değer altında çıkmasından dolayı, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Serilerde ortak birim kök süreci ve de her birim için kök süreci bulunmadığından yani seriler ilgili dönem için durağan olduğundan model tahminine geçilmektedir.

Yapılan analizde veri setinin hangi tür panel veri analizine uygun olduğunun belirlenmesi doğru regresyon analizi kurulabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle önce veri setinin havuzlanıp havuzlanamayacağı F-testi ve Olabilirlik Oranı Testi (LR) ile sınanacaktır. Bu testler genel anlamda verinin birimlere ve zamana göre farklılık gösterip göstermediğini test etmektedir. Veriler birimlere göre farklılık göstermiyorsa havuz modelini seçmek uygundur (Tatoğlu, 2013:164-167).

**Tablo III.10. F-Testi ve LR Testi Sonuçları**

| Birim Etkiler/Zaman Etkiler Test Sonuçları |              |                     |           |
|--|--------------|---------------------|-----------|
| Test Özeti                                 | F İstatistik | Serbestlik Derecesi | P- Değeri |
| Birim Etkiler                              | 13.88        | (19,150)            | 0.0000    |
| Zaman Etkiler                              | 1.3e-13.     | 10                  | 1.0000    |

Tablo III.10'daki test sonuçlarına göre, p değeri 0.05'ten küçük olduğu için birim etkilerin sifıra eşit olduğu  $H_0$  hipotezi reddedilmekte ve dolayısıyla birim etkilerin varlığı anlaşılmaktadır. Ancak zaman etkisinin olup olmadığını ortaya çıkarabilmek için uygulanan LR testi sonucunda p değeri 0.05'ten büyük olduğu için zaman etkilerin sifıra eşit olduğu  $H_0$  hipotezi kabul edilmekte ve dolayısıyla zaman etkilerinin olmadığı anlaşılmaktadır. Veri setinin havuz modeline uygun olmadığı sonucuna ulaştıktan sonra



analizde panel regresyon yöntemlerinden tek yönlü sabit/rastsal etkiler modelinden hangisinin kullanılacağına karar verebilmek için Hausman testinden faydalanılmıştır.

**Tablo III.11. Hausman Test Sonuçları**

| İlişkili Rastsal Etkiler- Hausman Testi |                    |                     |           |
|---|--------------------|---------------------|-----------|
| Test Özeti                              | Ki-kare istatistik | Serbestlik Derecesi | P- Değeri |
| Rastsal Kesit                           | 21.52              | 10                  | 0.0178    |

Sabit etkiler ve rastsal etkiler yöntemlerinden hangisinin tercih edileceğine dair Hausman testine ilişkin test hipotezleri aşağıdaki gibidir;

$H_0$ : Rastsal etkiler mevcuttur.

$H_1$ : Rastsal etkiler yoktur.

Hausman test istatistiklerinin sonucunda p-değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinin altında olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Tablo.III.11'deki sonuçlara göre model I'in tahmininde sabit etkiler yönteminin kullanılmasının uygun olduğu görülmektedir. Panel regresyon analizi zaman etkilerinin olmadığı ancak birim etkilerin var olduğu modele dahil edildiği tek yönlü sabit etkiler yöntemi ile kurulacaktır. Sabit etkiler panel veri analizinde model I için her i çokuluslu şirketinin t dönemindeki sermaye yapısı ( $Y_{it}$ ) modeli aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır;

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \text{VARYAP}_{it} + \beta_3 \text{KAR}_{it} + \beta_4 \text{RİSK}_{it} + \beta_5 \text{BÜY}_{it} + \beta_6 \text{PDDD}_{it} + \beta_7 \text{BDVK}_{it} + \beta_8 \text{LKDT}_{it} + \beta_9 \text{BORMA}_{it} + \beta_{10} \text{YAS}_{it} + \beta_{11} \text{YASBİST}_{it} + \epsilon_{it}$$

Panel regresyon analizi yapılmadan önce veri setinde otokorelasyon sorununun olup olmadığı, birimler arası korelasyonun varlığı ve değişen varyans sorunu çeşitli testlerle kontrol edilmiştir. Sabit etkiler modelinde birimler arası korelasyonun varlığını tespit etmek için Pesaran Testi, yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık gösterip göstermediği Wald Değişen Varyans Testi ile ve otokorelasyon sorununun olup olmadığı Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testleri ile analiz edilmiştir (Tatoğlu, 2013:208-218). Yapılan testlerin sonuçları tablo III.12’de gösterilmektedir.

**Tablo III.12. Değişen Varyans, Otokorelasyon Ve Birimler Arası Korelasyon Testleri**

| Testler              | Test Değeri | P değeri |
|----------------------|-------------|----------|
| Pesaran Testi        | -0.219      | 0.8266   |
| Wald Değişen Varyans | 515.78      | 0.000    |
| Durbin-Watson        | .96680328   |          |
| Baltagi-Wu LBI       | 1.2954582   |          |

Sabit etkiler modelinde birimler arası korelasyonun varlığını tespit etmek amacıyla yapılan testlerden biri olan Pesaran Testinin  $H_0$ : birimler arası korelasyon yoktur hipotezinin reddedilmesi birimler arası korelasyonun varlığını ifade etmektedir. Pesaran Test istatistiği sonuçlarına göre, birimler arası korelasyonunun olmadığı temel hipotezi altında p değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinin üzerinde çıkmasından dolayı temel hipotez ( $H_0$ ) kabul edilmektedir. Yani oluşturulan seride birimler arası korelasyon bulunmamaktadır.

Analiz tek yönlü sabit etkiler regresyon modeline göre yapılacağından genellikle yatay kesit verilerde karşılaşılan değişken varyanslılığın olup olmadığı tespit edilmelidir. Sabit etkiler modelinde değişken varyanslılığın tespiti için uygulanan Wald Değişen Varyans testinin boş hipotezi aşağıdaki gibidir;

$H_0 =$  Tüm yatay kesit birimlerine ait hata terimleri eşvaryansa sahiptir.

Tablo III.12'deki sonuçlara bakıldığında Wald testinin p değeri 0.05 anlamlılık düzeyinin altındadır. Bu durumda  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Kurulan modelde yatay kesit birimlerine ait hata terimleri değişken varyanslılık göstermektedir.

Sabit etkiler modelinde otokorelasyon sorunun olup olmadığı Baltagi-Wu Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testleri ile analiz edilmiştir. Her iki test için de  $H_0$  hipotezi  $p=0$  durumunda otokorelasyon yoktur temel hipotezine dayanmaktadır. Durbin Watson ve Baltagi-Wu LBI test sonuçlarına bakıldığında ise, olasılık değerlerinin verilmediği görülmektedir. Ancak literatürde kritik değerler verilmemesine rağmen her iki test istatistiğine ait değerler 2'den küçükse modelde otokorelasyon sorunu olduğu yorumu yapılabilmektedir (Tatoğlu, 2013:214). Tablo III.12'de görüldüğü üzere her iki testin değeri de 2'den küçük çıkmıştır. Bu nedenle kurulan modelde otokorelasyon sorunu tespit edilmiştir.

Tablo III.12'de yer alan sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde sabit etkiler yöntemine göre kurulan modelde birimler arası korelasyon bulunmazken, değişen varyans ve otokorelasyon sorunu bulunmaktadır.

Bulunan bu sonuçlar model için tutarsızlığa neden olmamakta ancak etkinliği etkileyebilmektedir. Diğer bir ifade ile, varyanslar ve dolayısıyla standart hataların, t ve F

istatistiklerinin,  $R^2$ 'nin ve güven aralıklarının geçerliliği etkilenmektedir. Bu nedenlerle kurulan modelde değişen varyans, otokorelasyon veya birimler arası korelasyondan en az birinin bulunması durumunda, ya parametre tahminlerine dokunmadan standart hatalar düzeltilmeli (dirençli standart hatalar elde edilmeli) ya da uygun yöntemlerle tahmin yapılmalıdır (Tatoğlu, 2013:241). Bu çalışmada panel veri sabit etkiler yöntemi ile kurulan model I için değişen varyans ve otokorelasyon sorunu bulunmasından dolayı tutarlı ve dirençli hatalar üreten regresyon kurulmuştur.

Dirençli ve tutarlı hatalar üreten regresyon modeli hata terimlerinin daha düzgün tahmin edilmesine yardımcı olmakta ve değişkenlerin katsayılarını (betalarını) değiştirmeksizin sadece değişkenlerin anlamlılık düzeylerini değiştirmektedir. Dirençli ve tutarlı hatalar üreten modelin analizi Driscoll ve Kraay Tahmincisi ile analiz edilmiştir. Driscoll ve Kraay'ın metodolojisi, yatay kesit ortalamaları serisi için düzeltme yapmakta ve düzeltilmiş standart hata tahminleri yatay kesit boyutundan bağımsız olarak kovaryans matris tahmincilerinin tutarlılığını garantilemektedir (Tatoğlu, 2013:266). Model I için araştırma sonuçları, varsayımları geniş olan ve bu nedenle güvenilirliği yüksek olan Driscoll ve Kraay Tahmincisi modelinden elde edilen istatistiksel değerlere göre yorumlanacaktır.

Kaldıraç oranını ifade eden Toplam Borç/Toplam Aktif (TBTA) bağımlı değişkeni ve 10 tane bağımsız değişken ile 2004-2012 dönemine ait sabit etkiler regresyon sonuçları Tablo III.13'de verilmiştir.

**Tablo III.13. Model I İçin Dirençli Ve Tutarlı Sabit Etkiler Modeli Regresyon Sonuçları**

| Bağımlı Değişken: TBTA                                  |           |               |               |          |
|---|-----------|---------------|---------------|----------|
| Dönem: 2004-2012  |           |               |               |          |
| Zaman Aralığı: 9  |           |               |               |          |
| Yatay Kesit Sayısı: 20                                  |           |               |               |          |
| Paneldeki Toplam Gözlem Sayısı: 180                     |           |               |               |          |
| Değişkenler   | Katsayı   | Standart Hata | t-istatistiği | Olasılık |
| C   | -.088842  | .0782543      | -1.14         | 0.289    |
| PDDD  | .0051431  | .0024826      | 2.07          | 0.072    |
| VARYP   | -.6567584 | .0834733      | -7.87         | 0.000*   |
| RISK  | .0911337  | .102349       | 0.89          | 0.399    |
| BDVK  | -2.87629  | .3776273      | -7.62         | 0.000*   |
| YAS   | -.4383578 | .1921994      | -2.28         | 0.052    |
| KAR   | -.5821077 | .0720539      | -8.08         | 0.000*   |
| LKDTE   | -.1634222 | .0236723      | -6.90         | 0.000*   |
| BORMA   | .3605507  | .1479797      | 2.44          | 0.041**  |
| BUY   | .2204296  | .1009163      | 2.18          | 0.060    |
| YASBİST   | .1860542  | .0631053      | 2.95          | 0.018**  |
| $R^2 = 0,6341$ $F(10, 8) = 1805.38$ $Prob > F = 0.0000$ |           |               |               |          |

**Not:** \* ile gösterilenler %1 düzeyinde anlamlı.

\*\* ile gösterilenler %5 düzeyinde anlamlı.

ÇUŞ'ların sermaye yapısındaki değişimlere etkisi olan değişkenlerin tespit edilmeye çalışıldığı Tablo III.13 incelendiğinde, modelin F-Testine göre ( $Prob>F=0.0000$ ) anlamlı olduğu görülmektedir. Ayrıca kurulan modelde  $R^2$  değerinin 0,6341 çıkması da, TBTA oranındaki değişimin yaklaşık olarak %63'ünün bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir.

Sabit etkiler regresyon modeline göre ÇUŞ' lar için %1 anlamlılık düzeyinde TBTA bağımlı değişkeni ile ilişkili olan bağımsız değişkenler VARYP, BDVK, KAR ve LKDT'dir. %5 anlamlılık düzeyinde ilişkili olan değişkenler ise, BORMA ve YASBİST'tir. Kurulan modelde istatistiki olarak 6 değişken anlamlı bulunmuşken, ÇUŞ'ların sermaye yapısını etkilediğini düşündüğümüz PDDD, YAS, RİSK ve BUY değişkenleri istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur.

Bağımlı değişkeni %1 anlamlılık düzeyinde en güçlü açıklayan değişken BDVK'dır. Borç dışı vergi kalkanı değişkeni ile borçluluk oranı arasında güçlü ve negatif bir ilişki söz konusudur. Buna göre BDVK değişkenindeki bir birimlik değişim model I'de yer alan ÇUŞ'ların kaldıraç oranlarında (-2,876)'lık bir değişim yaratmaktadır. Yani ÇUŞ'lar için BDVK değişkeni arttığında borçlanma oranlarının azalması beklenmektedir.

İşletmeler için borçlanarak vergi kalkanından yararlanmak kadar gelirlerini vergilendirmeye karşı koruyan borç dışı vergi kalkanı da sermaye yapıları üzerinde etkilidir. Model I'i oluşturan ÇUŞ'lar için amortisman gibi vergi kalkanı etkisi yaratan borç dışı giderler yükseldiğinde, bu giderler sayesinde vergi matrahı düşürülebilmekte ve nakit çıkışı gerektirmeyen bir gider olarak gösterilebildikleri için şirket içerisinde fon yaratılması sağlanabilmektedir. Bu durum Dengeleme Teorisine ve Finansal Hiyerarşi Teorisine uyumlu olarak BDVK ile borçlanma oranı arasında negatif ilişkiyi ortaya çıkarmaktadır. ÇUŞ sermaye yapısı üzerine yapılan çalışmalarda da Tablo III.13'deki sonuçla uyumlu olarak BDVK ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki tespit edilmiştir (Doukas ve Pantzalis, 2003; Chkir ve Cosset, 2001; Mittoo ve Zhang, 2008, Akhtar ve Oliver, 2009; Mishra ve Tannous, 2010).

Maddi duran varlık yapısı ÇUŞ'ların sermaye yapılarında belirleyici olan diğer önemli bir değişkendir. ÇUŞ'ların varlık yapısı ile kaldıraç oranı arasındaki ilişki daha önce yapılmış olan çalışmaların aksine negatif tespit edilmiştir. Bu sonuca göre ÇUŞ'ların maddi duran varlıklarındaki bir birimlik değişim borçlanma oranlarını ters yönde yaklaşık olarak %65 kadar etkilemektedir. ÇUŞ örneklemini için maddi duran varlık değişkeni ile borçlanma oranları arasındaki negatif ilişki finansal hiyerarşi teorisine uyumlu olarak ÇUŞ'ların maddi duran varlık yatırımlarının finansmanında öncelikle içsel kaynakları kullanmayı tercih etmeleri ile açıklanabilmektedir. Diğer bir ifade ile ÇUŞ'ların maddi duran varlık yatırımlarını ağırlıklı olarak içsel kaynaklarla finanse ettikleri yorumu yapılabilmektedir. Diğer taraftan ÇUŞ'larda hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan borcun temsil maliyeti de bu şirketlerin maddi duran varlık yatırımlarının finansmanında borç kullanma düzeyinin azaltılması önermesi ile uyumludur. Çünkü hissedarlar şirketin piyasa değerini ve dolayısıyla da kendi menfaatlerini arttırmak için daha fazla yatırım yapma ve borçlanma yoluna gitmek isterken, işletmeye borç verenler daha fazla borcun işletmenin riskini arttıracığından ve ödemelerin sıkıntıya düşebilmesi ihtimali olduğundan ÇUŞ'ların borçlanmasını sınırlama eğilimindedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2008:261).

Kaldıraç oranı ile güçlü ve negatif ilişkiye sahip olan diğer bir değişken KAR' dır. Sermaye yapısı üzerine yapılmış olan çalışmalarda bu değişkene ilişkin her iki yönde de sonuçlara ulaşılmıştır. KAR değişkenindeki bir birimlik değişim ÇUŞ'ların borçlanma oranlarını (-0,5821) yaklaşık olarak %58 kadar azaltmaktadır. Bulunan negatif ilişki karlılığın artışı ile borçlanmanın azalacağını öngören finansal hiyerarşi teorisi ile uyumludur. Myers ve Majluf (1984) finansal hiyerarşi teorisine göre, işletmelerin yatırımlarının finansmanında öncelikle iç fonları, sonra borçlanmayı en son olarak hisse

senedi ihraç etmeyi tercih ettiklerini ileri sürmüştür. Örnekleme dahilindeki ÇUŞ'lar için karlılıkları arttıkça yatırımlarının finansmanında iç fonları tercih etme olasılıkları artacağından karlılık ile borçlanma oranları arasında negatif bir ilişki çıkması beklenen bir sonuçtur.

Model I'de ÇUŞ'ların sermaye yapısı üzerinde LKDT değişkeninin de negatif etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. ÇUŞ'lar için likidite oranları ne kadar yüksek olursa o kadar daha az borçlanmayı tercih etmektedirler. Yani ÇUŞ'ların likiditelerini bir birim arttırmaları %16 daha az borçlanmalarına yol açacaktır. Likiditesi daha yüksek olan işletmelerin daha az borçlanacaklarını ileri süren finansal hiyerarşi teorisi ile bulunan sonuç uyumludur.

Sabit etkiler modeli regresyon sonuçlarına göre %5 anlamlılık düzeyinde BORMA ve YASBİST değişkenleri ile ÇUŞ'ların kaldıraç oranları arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuçlara göre ÇUŞ için borçlanma maliyetlerindeki bir birimlik değişim TBTA'yı aynı yönde yaklaşık olarak %36 kadar etkilemektedir. Literatürde borçlanma maliyeti düşük olan işletmelerde borç kullanım oranının daha yüksek olduğu yani borçlanma maliyeti ile borç kullanımının negatif ilişkili olduğu belirtilmektedir. Ancak ÇUŞ'lar için borç maliyetleri artarken borç kullanım düzeylerinin de artmasının nedeni finansal kaldıracın olumlu etkisinden faydalanma isteği olabilir. ÇUŞ'ların sermaye yapılarında ağırlıklı olarak borçla finansmanı tercih etmelerine rağmen karlılıklarının da yüksek olması bu görüşü destekler niteliktedir. Bu durum yukarıda belirtilen işletme lehine uygulamaların aksine bir boyut da taşıyabilir. Borç maliyetinin artmasına karşın kullanılan borç miktarının artışı yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda davranması ve kısa



vadeli hedeflerini gerçekleştirmeye odaklanmasından kaynaklanabilir. Bu ÇUŞ'larda belirgin bir yönetici-hissedar çatışmasının var olduğunu da gösterilebilir.

YASBİST' de ÇUŞ'ların sermaye yapısında etkili olan değişkenlerden biridir. Tablo III. 13 incelendiğinde ÇUŞ'ların halka açılma yıllarını ifade eden YASBİST değişkeni ile borçlanma oranları arasında pozitif bir ilişki bulunduğu görülmektedir. Bu değişken ÇUŞ'ların halka açılma tarihinin yeni veya eski olmaları borçlanma düzeyleri üzerindeki ilişkiyi tespit etmenin yanı sıra asimetrik bilginin borçlanma üzerindeki etkisinin ölçülmesi amacıyla da kullanılmaktadır. Akhtar ve Oliver (2009), halka açılma yaşı büyük olan işletmelerin daha düşük asimetrik bilgiye sahip olduklarını ileri sürmektedir. Düşük bilgi asimetrisi de işletmeler için daha yüksek oranda borçlanmaya işaret etmektedir. Çünkü işletme hakkında daha fazla bilgi sahibi olan borç verenler daha kolay ve daha fazla borç verebilme eğilimindedirler. ÇUŞ için YASBİST değişkeni bir birim arttığında borçlanma oranları da (0,1860) artmakta dolayısıyla sermaye yapıları değişmektedir.

### **III.6.3. Model II: Yerel Şirket Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Değişkenlerin Analizi**

Model II'de BİST'te işlem gören 30 tane yerel şirketin sermaye yapısı kararlarında etkili olan değişkenler panel veri analizi ile test edilmektedir. Model II için hata terimlerinin normal dağılım gösterip göstermediği Jarque-Bera Normallik Testi ile sınanmıştır.

**Tablo III.14. Jarque-Bera Normallik Testi Sonuçları**

| Değişkenler | Jarque-Bera | Olasılık |
|-------------|-------------|----------|
| TBTA        | 6.36        | 0.0414*  |
| PDDD        | 4280.52     | 0.0000*  |
| VARYP       | 11.68       | 0.0028*  |
| KAR         | 49.72       | 0.0000*  |
| RİSK        | 144.74      | 0.0000*  |
| BÜY         | 2629.70     | 0.0000*  |
| BDVK        | 130.24      | 0.0000*  |
| LKDT        | 578.95      | 0.0000*  |
| BORMA       | 1379.60     | 0.0000*  |
| YAS         | 74.38       | 0.0000*  |
| YASBİST     | 296.94      | 0.0000*  |

Not:  $\alpha = \%5$  düzeyinde tüm parametreler normal dağılım göstermektedir.

$H_0$ : Hatalar normal dağılıma sahiptir.

$H_1$ : Hatalar normal dağılıma sahip değildir.

Tablo III.14'de Jarque-Bera test istatistiği sonuçlarına göre, olasılık değerleri  $\%5$  güven seviyesinin altında olduğundan hata terimlerinin normal dağıldığını ileri süren  $H_0$  boş hipotezi reddedilmektedir. Jarque-Bera Normallik Testi hata terimlerinin normal dağılmadığını göstermektedir.

**Tablo III.15. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi (2004-2012 Dönemi)**

|         | TBTA   | PDDD   | VARYP  | KAR    | RİSK   | BÜY    | BDVK   | LKDT   | BORMA | YAS   | YASBİST |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|
| TBTA    | 1.000  |        |        |        |        |        |        |        |       |       |         |
| PDDD    | 0.031  | 1.000  |        |        |        |        |        |        |       |       |         |
| VARYP   | -0.192 | -0.114 | 1.000  |        |        |        |        |        |       |       |         |
| KAR     | -0.175 | 0.146  | -0.180 | 1.000  |        |        |        |        |       |       |         |
| RİSK    | -0.296 | 0.161  | -0.112 | 0.133  | 1.000  |        |        |        |       |       |         |
| BÜY     | 0.004  | -0.063 | 0.167  | 0.125  | 0.023  | 1.000  |        |        |       |       |         |
| BDVK    | -0.080 | -0.000 | 0.518  | -0.063 | -0.154 | -0.109 | 1.000  |        |       |       |         |
| LKDT    | -0.686 | 0.195  | 0.043  | 0.148  | 0.416  | 0.349  | 0.005  | 1.000  |       |       |         |
| BORMA   | 0.062  | -0.108 | -0.229 | -0.036 | 0.043  | 0.012  | -0.223 | -0.045 | 1.000 |       |         |
| YAS     | -0.008 | 0.189  | -0.041 | 0.082  | 0.088  | 0.167  | -0.120 | 0.165  | 0.163 | 1.000 |         |
| YASBİST | -0.127 | 0.014  | 0.026  | 0.002  | 0.015  | 0.404  | -0.347 | 0.122  | 0.029 | 0.409 | 1.000   |

Değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo III.15’de verilen korelasyon matrisine göre bağımlı değişken olan toplam borç oranı ile en yüksek ilişkinin likidite (LKDT) (-0.686) arasında olduğu gözlemlenmektedir. Korelasyon matrisi incelendiğinde bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısının %75’den küçük olması modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmayacağını göstermektedir.

Model I’de olduğu gibi serilerin duranlığını kontrol etmek amacıyla, panel birim kök testleri model II için de uygulanmıştır. Testlere ilişkin sonuçlar tablo III.16’da yer almaktadır.

Tablo III.16. Panel Birim Kök Testleri

| Değişkenler | LLC       |                     | Im, Pesaran and Shin W-stat<br>Birim Kök Tesi |                     | ADF Fisher Kİ-Kare |                     |
|-------------|-----------|---------------------|---|---------------------|--------------------|---------------------|
|             | Sabitli   | Sabitli/<br>Trendli | Sabitli                                       | Sabitli<br>/Trendli | Sabitli            | Sabitli<br>/Trendli |
| TBTA        | -9.64385* | -12.3618*           | -1.98482**                                    | -0.87278            | 99.9865*           | 85.6750*            |
| PDDD        | -5.29616* | -7.61487*           | -1.49830***                                   | 0.22844             | 82.1126**          | 59.5909             |
| VARYP       | -4.24647* | -9.04528*           | -1.27023***                                   | -1.48345***         | 76.6727***         | 101.909*            |
| RISK        | -15.7446* | -11.3193*           | -6.84548*                                     | -1.72891**          | 165.913*           | 111.450*            |
| BDVK        | -11.3104* | -23.9413*           | -3.33740*                                     | -3.69424*           | 114.161*           | 148.165*            |
| YAS         | -41.6678* | -16.9419*           | -180.894*                                     | -46.8805*           | 368.414*           | 147.365*            |
| KAR         | -10.8074* | -15.5975*           | -3.90942*                                     | -1.88567**          | 121.722*           | 110.438*            |
| LKDT        | -12.4962* | -12.9503*           | -4.42100*                                     | -1.46504***         | 125.864*           | 106.468*            |
| BORMA       | -9.02906* | -17.3590*           | -3.25562*                                     | -0.89035            | 101.671*           | 77.6823***          |
| BUY         | -63.9583* | -27.9263*           | -14.3812*                                     | -0.22550            | 62.2237            | 75.2157***          |
| YASBİST     | -22.5212* | -30.9356*           | -111.139*                                     | -67.4518*           | 537.064*           | 497.989*            |

Not: \* ile gösterilenler %1 düzeyinde anlamlı.

\*\* ile gösterilenler %5 düzeyinde anlamlı.

\*\*\* ile gösterilenler %10 düzeyinde anlamlı.

Her üç test için de hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$H_0$ : Seride genel bir birim kök vardır

$H_1$ : Seride genel bir birim kök yoktur.

Tablo III.16 incelendiğinde test sonuçlarına göre her üç test için de sabitli modelde p değerleri anlamlı bulunmuştur. Yapılan üç test içinde sabitli modellerde p değerinin kritik değerinin altında çıkmasından dolayı, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Yani serilerde genel bir birim kök bulunmamaktadır.

### III.17. F-Testi ve LR Testi Sonuçları

| Birim Etkiler/Zaman Etkiler Test Sonuçları |                             |                     |           |
|--|-----------------------------|---------------------|-----------|
| Test Özeti                                 | F ve Ki-Kare istatistikleri | Serbestlik Derecesi | P- Değeri |
| Birim Etkiler                              | 8.251                       | 2.18                | 0.0291    |
| Zaman Etkiler                              | 1,40                        | 10                  | 0.1186    |

Tablo III.17'deki F testi sonuçlarına göre, p değeri 0.05'ten küçük olduğu için birim etkilerin sifıra eşit olduğu  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Dolayısıyla birim etkilerin var olduğu sonucuna varılmakta ve verilerin havuzlanamayacağı sonucuna ulaşılmaktadır. Zaman etkilerini gösteren LR Testi sonuçlarına göre, p değeri kritik değerden büyük (0.1186) olduğundan zaman etkilerinin sifıra eşit olduğu  $H_0$  hipotezi kabul edilmekte ve modelde zaman etkisinin olmadığı sonucuna varılmaktadır. Bu sebeple tek yönlü bir model ile analiz gerçekleştirilmektedir.

### Tablo III.18. Hausman Test Sonuçları

| İlişkili Rastsal Etkiler- Hausman Testi |                    |                     |           |
|---|--------------------|---------------------|-----------|
| Test Özeti                              | Ki-kare istatistik | Serbestlik Derecesi | P- Değeri |
| Rastsal Kesit                           | 85.45              | 10                  | 0.0000    |

Tek yönlü sabit etkiler veya tek yönlü rastsal etkiler yöntemlerinden hangisinin tercih edileceğine dair Hausman testine ilişkin test hipotezleri aşağıdaki gibidir;

$H_0$ : Rastsal etkiler mevcuttur.

$H_1$ : Rastsal etkiler yoktur.

Hausman test istatistiklerinin sonucunda p-değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinin altında olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Model II'nin tahmininde sabit etkiler yönteminin kullanılmasının uygun olduğu görülmektedir. Tek yönlü sabit etkiler panel veri analizinde model II için her  $i$  yerel şirketinin şirketinin  $t$  dönemindeki sermaye yapısı ( $Y_{it}$ ) modeli aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır;

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \text{VARYAP}_{it} + \beta_3 \text{KAR}_{it} + \beta_4 \text{RİSK}_{it} + \beta_5 \text{BÜY}_{it} + \beta_6 \text{PDDD}_{it} + \beta_7 \text{BDVK}_{it} + \beta_8 \text{LKDT}_{it} + \beta_9 \text{BORMA}_{it} + \beta_{10} \text{YAS}_{it} + \beta_{11} \text{YASBİST}_{it} + \epsilon_{it}$$

Panel regresyon analizi yapılmadan önce Model II için de veri setinde otokorelasyon sorununun olup olmadığı, birimler arası korelasyonun varlığı ve de değişen varyans sorunu çeşitli testlerle kontrol edilmiştir. Testlere ilişkin sonuçlar tablo III.19'da gösterilmektedir.

**Tablo III.19. Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testleri**

| Testler              | Test Değeri | P değeri |
|----------------------|-------------|----------|
| Pesaran Testi        | 1.219       | 0.166    |
| Wald Değişen Varyans | 1066.08     | 0.000    |
| Durbin-Watson        | 1.027287    |          |
| Baltagi-Wu LBI       | 1.358519    |          |

Tablo III.19 incelendiğinde sabit etkiler yöntemine göre kurulan modelde Pesaran test sonuçlarına göre birimler arası korelasyon bulunmazken, değişen varyans ve Durbin Watson ve Baltagi-Wu LBI test sonuçlarına göre otokorelasyon sorunu bulunmaktadır. Bu çalışmada panel veri tek yönlü sabit etkiler yöntemi ile kurulan model II için değişen varyans ve otokorelasyon bulunmasından dolayı tutarlı ve dirençli hatalar üreten regresyon kurulmuştur. Dirençli ve tutarlı hatalar üreten modelin analizi Driscoll ve Kraay Tahmincisi ile gerçekleştirilmiştir.

**Tablo III.20. Model II İçin Dirençli Ve Tutarlı Sabit Etkiler Modeli Regresyon Sonuçları**

| Bağımlı Değişken: TBTA                                  |           |               |               |          |
|---|-----------|---------------|---------------|----------|
| Dönem: 2004-2012  |           |               |               |          |
| Zaman Aralığı: 9  |           |               |               |          |
| Yatay Kesit Sayısı: 30                                  |           |               |               |          |
| Paneldeki Toplam Gözlem Sayısı: 270                     |           |               |               |          |
| Değişkenler   | Katsayı   | Standart Hata | t-istatistiği | Olasılık |
| C   | .2398393  | .2358057      | 1.02          | 0.339    |
| PDDD  | .0076318  | .0072841      | 1.05          | 0.325    |
| VARYP   | -.0794958 | .1202822      | -0.66         | 0.527    |
| RISK  | .1040304  | .0523238      | 1.99          | 0.082    |
| BDVK  | -1.193936 | .2574559      | -4.64         | 0.002**  |
| YAS   | -.5428463 | .1891065      | -2.87         | 0.021**  |
| KAR   | -.2361595 | .0760871      | -3.10         | 0.015**  |
| LKDTE   | -.0673088 | .0050609      | -13.30        | 0.000*   |
| BORMA   | .0680795  | .0234993      | -2.90         | 0.020**  |
| BUY   | .1167323  | .0151473      | 7.71          | 0.000*   |
| YASBİST   | .2074578  | .0311836      | 6.65          | 0.000*   |
| $R^2 = 0,5913$ $F(19, 150) = 13.88$ $Prob > F = 0.0000$ |           |               |               |          |

**Not:** \* ile gösterilenler %1 düzeyinde anlamlı.

\*\* ile gösterilenler %5 düzeyinde anlamlı.

Model II için uygulanan sabit etkiler regresyon sonuçlarına bakıldığında F-Testi sonuçlarının anlamlı olduğu ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünün yaklaşık olarak %59 ( $R^2=0,5913$ ) olduğu görülmektedir. Kurulan modelde PDDD, VARYP, RISK değişkenleri istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur. TBTA bağımlı değişkeni ile %1 anlamlılık düzeyinde ilişkili olan bağımsız değişkenler LKDT, BÜY ve YASBİST'tir. Bağımlı değişkenle %5 anlamlılık düzeyinde ilişkili olan değişkenler ise BDVK, KAR, BORMA ve de YAS'dır.

İşletme büyüklüğü (BÜY) değişkeni ile sermaye yapısı arasındaki ilişki birçok çalışmada incelenmiş ve genel olarak kaldıraç oranı ile pozitif ilişki olduğu saptanmıştır. Tablo III.20’de görüldüğü üzere TBTA bağımlı değişkeni ile BÜY değişkeni arasındaki ilişki pozitif tespit edilmiştir. Buna göre yerel şirketlerin büyüklükleri bir birim arttığında borçlanma oranları da yaklaşık olarak %12 kadar artmaktadır. Dengeleme teorisine göre işletme büyüklüğü ile iflas olasılığı arasında negatif yönlü bir ilişkinin öngörülmesinden dolayı işletme büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Bulunan sonuç dengeleme teorisine uyumlu olarak yerel şirketlerin büyüklüklerinin arttığında iflas olasılıklarının azalacağını ve buna bağlı olarak da uygun koşullarda daha fazla borçlanabileceklerini ifade etmektedir.

TBTA ile yerel şirketlerin LKTD değişkeni arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Yani yerel şirketler için LKDT değişkeni bir birim arttığında TBTA’yı ters yönde 0,067 etkilemektedir. Bu durum likiditesi yüksek şirketlerin izledikleri bu ihtiyatlı politikaya bağlı olarak daha az borçlanma ihtiyacı duymalarından kaynaklanabilir.

TBTA ile YASBİST arasında pozitif yönlü bir ilişkinin bulunması örnekleme dahil olan yerel şirketlerin asimetric bilgi düzeyinin düşük olması ile açıklanabilmektedir. Yani şirketlerin halka açılma yaşları bir birim arttığında borçlanma oranları 0.20 kadar artmaktadır. Bu durum borç verenlerin firma hakkında bilgi düzeyinin yükselmesine bağlı olarak borçlanma potansiyelinin artışı olarak da değerlendirilebilir. Ancak diğer taraftan işletmelerin kuruluş yıllarını ifade eden YAS değişkeninin bağımlı değişken ile negatif ilişkili olduğu görülmektedir. YAS değişkeni ile işletmelerin eski ve yeni olmalarının borçlanma üzerine etkileri belirlenmek istenmektedir. Kuruluş yılı eski olmasına rağmen bazı şirketlerin yatırımcılar tarafından yeterince tanınmaması bu şirketlerin borçlanma



kapasitelerini düşürmektedir. Borç verenlerin şirket hakkındaki bilgi düzeyinin yükselmesinin ve buna bağlı olarak borç kullanma oranlarının artması, kuruluş yılından ziyade halka açılma yılının daha önemli olduğunu göstermektedir.

BDVK değişkeni ile yerel şirketlerin kaldıraç oranları arasındaki güçlü ve negatif ilişki hem finansal hiyerarşi hem de dengeleme teorisi ile uyumludur. BDVK oranındaki artışlar yerel şirketlerin borçlanma oranlarını azaltacaktır. Dengeleme teorisine göre öz sermayeye kıyasla borç kullanımını teşvik eden en önemli etken borç kullanımının sağladığı vergi avantajıdır. Ancak işletmeler vergi ile aynı işlevi gören amortisman gibi borç dışı giderlerini vergi kalkını olarak değerlendirebilmektedirler.

Yerel şirketler için kurulan modelde TBTA ile negatif ilişkide olduğu tespit edilen bir diğer değişkende KAR'dır. Bulunan sonuca göre yerel şirketlerde karlılığın bir birim artması borçlanma oranlarını ters yönde (0,2361) etkilemektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre işletmelerin yatırımlarının finansmanında öncelikle iç kaynaklara daha sonra borca başvurumaktadırlar. Bu nedenle de bu teori karlılığı yüksek olan işletmelerin daha az borçlanacağını ileri sürmektedir.

Ayrıca yerel şirketler açısından BORMA değişkeninin borçlanma oranı ile pozitif ancak düşük düzeyde bir etkiye sahiptir. Ancak borçlanma maliyetindeki bir birimlik değişim borç oranını 0,068 kadar düşük seviyede olması söz konusu ilişkilerin etki düzeyinin çok güçlü olmadığını ortaya koymaktadır. Bu durum ÇUŞ'lara benzer bir şekilde finansal kaldıraçın olumlu etkisi ve yönetici ile hissedar arasındaki temsil problemleri ile açıklanabilir.

### III.7. Uygulamada Elde Edilen Sonuçların Genel Değerlendirmesi

ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapıları benzerlik gösterse de sermaye yapılarını etkileyen faktörler farklıdır. ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapıları incelendiğinde ÇUŞ'ların yerel şirketlere kıyasla daha fazla borçla finansmanı tercih ettikleri görülmüştür. ÇUŞ'ların sermaye yapısı üzerine yapılan çalışmalarda genel olarak daha yüksek kısa vadeli borç daha düşük uzun vadeli borç kullanımını tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. ÇUŞ'ların borç kullanım oranının yerel şirketlere kıyasla düşük olduğu sonuçları bulunmakla birlikte yapılan çoğu çalışmada kaldıraç oranı ölçütü olarak uzun vadeli yabancı kaynağın kullanılması ve piyasa değerlerinin dikkate alınmasındandır. Ancak borçlarının vadeleri açısından bir farklılık bulunmamakta, çokuluslu şirketlerde de yerel şirketlerde de kısa vadeli borç tercih edilmektedir. Bu sonuç faaliyette bulunulan ülke koşullarının işletmelerin borç kullanma düzeyi ile kısa ve uzun vadeli borçluluk oranlarını etkilediğini göstermektedir. Yerel şirketlerin ağırlıklı olarak öz sermaye ile finansmanı tercih etmesi, Türkiye'de sermaye piyasalarının etkin çalışmaması, uzun vadeli borçlanma olanağının sınırlı ve yüksek maliyetli olması ile daha eski işletmeler olmaları gibi sebeplerle açıklanabilmektedir.

ÇUŞ'ların başarısının literatürde sıklıkla bahsedilen özelliklerinden biri onların sermaye piyasası noksanlıklarının üstesinden gelme ve uluslararası sermaye piyasalarına ulaşma yetenekleridir. ÇUŞ'ların bu özellikleri nakit akışlarının daha istikrarlı olması ile iflas olasılıklarını azaltmakta ve dolayısıyla sermaye yapıları içerisinde daha yüksek oranda kaldıraçta sahip olmalarına imkan vermektedir.

Bütün şirketler için sermaye yapısı kararları iyi bir finansal yapıya sahip olmak açısından oldukça önemlidir. Şirketler için önemli olan her kaynağın bir maliyeti olduğunu

göz ardı etmeden bu kaynakların şirket değerine olan etkilerini saptayabilmektir. Bu çalışma kapsamında da örneklem dahilindeki ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapılarının oluşturduğu kaynak yapıları farklılık göstermekle birlikte borç vadeleri açısından benzer oldukları ve de sermaye yapısını etkileyen değişkenlerin ve etkilerinin farklılık gösterdiği saptanmıştır.

Uygulama sonucunda ÇUŞ'ların yer aldığı model I ve yerel şirketlerin yer aldığı model II için bulunan sonuçlara göre analize dahil olan bütün değişkenlerin yer aldığı tablo aşağıda yer almaktadır. ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapılarını etkileyen değişkenlerin bir arada görülmesi farklılıkların tespit edilmesi açısından yol gösterici olmaktadır.

**Tablo III.21. İstatistik Analiz Sonuçlarının Karşılaştırılması**

| <b>Değişkenler</b> | <b>Model I (ÇUŞ)</b> | <b>Model II<br/>(Yerel Şirket)</b> | <b>Desteklenen Teori</b>                     |
|--------------------|----------------------|------------------------------------|--|
| <b>PDDD</b>        | Anlamlı ilişki yok   | Anlamlı ilişki yok                 |  |
| <b>VARYAP</b>      | Negatif ilişki       | Anlamlı ilişki yok                 | Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Temsil Teorisi |
| <b>RİSK</b>        | Anlamlı ilişki yok   | Anlamlı ilişki yok                 |  |
| <b>BDVK</b>        | Negatif              | Negatif                            | Finansal Hiyerarşi Teorisi                   |
| <b>YAS</b>         | Anlamlı ilişki yok   | Negatif                            | Asimetrik Bilgi Teorisi                      |
| <b>KAR</b>         | Negatif              | Negatif                            | Finansal Hiyerarşi Teorisi                   |
| <b>LKDT</b>        | Negatif              | Negatif                            | Finansal Hiyerarşi Teorisi                   |
| <b>BORMA</b>       | Pozitif              | Pozitif                            | Dengeleme Teorisi                            |
| <b>BUY</b>         | Anlamlı ilişki yok   | Pozitif                            | Dengeleme Teorisi                            |
| <b>YASBİST</b>     | Pozitif              | Pozitif                            | Asimetrik Bilgi Teorisi                      |

ÇUŞ ve yerel şirketler için ayrı ayrı kurulan modellerde sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenlerin farklılık gösterdiği sonucuna varılmıştır. Tablo III.21’de bu farklılıklar yer almaktadır. Buna göre ÇUŞ’ların sermaye yapısı kararlarında varlık yapısı, kar, borç dışı vergi kalkanı, likidite, borç maliyeti ve halka açılma yaşları etkiliyken, yerel şirketlerin sermaye yapısı kararlarında borç dışı vergi kalkanı, kuruluş yaşları, likidite, işletme büyüklüğü, halka açılma yaşları, borç maliyeti ve kar değişkenleri etkilidir. Her iki model için de borçlanma oranları üzerinde BDVK, KAR, LKDT, BORMA ve YASBİST değişkenlerinin etkili olduğu tespit edilmiştir. Ancak bu değişkenlerin borçlanma oranı üzerindeki etkisinin büyüklüğü de sermaye yapısı kararları açısından önem arz etmektedir.

Karşılaştırmalı analiz sonuçlarına göre ÇUŞ ve yerel şirketler arasında borç dışı vergi kalkanı değişkeni ortalamalarında çok büyük farklılık olmasa da regresyon analiz sonucunda borçlanma oranlarına etki düzeylerinin farklı olduğu görülmektedir. Borç dışı vergi kalkanının ÇUŞ’ların borçlanma oranlarında (-2.87), yerel şirketlerin borçlanma oranlarında ise (-1.19) azalmaya yol açtığı ve ÇUŞ’ların sermaye yapısı kararlarında borç dışı vergi kalkanının daha güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Borç dışı vergi kalkanı borçla finansmanın vergi avantajının yerini almaktadır. Borçlanma oranı ile borç dışı vergi kalkanını arasındaki negatif ilişki daha fazla borç dışı vergi kalkanını oluşturan unsurların işletme için içsel kaynak niteliği taşımalarından dolayı şirketlerin daha düşük oranda borç kullanacağını ileri süren finansal hiyerarşi teorisi ile uyumludur. ÇUŞ’lar için borç dışı vergi kalkanı gelirlerini vergilendirmeye karşı daha fazla korumaktadır. Ayrıca ÇUŞ’ların yerel şirketlere kıyasla kaldıraç oranlarının daha yüksek ancak maddi duran varlıklarının daha az olduğu göz önünde bulundurulduğunda ÇUŞ’larda borç dışı vergi kalkanını oluşturan amortisman dışı kalemlerinin olabileceğini akla getirmektedir. Bu

noktada ÇUŞ'ların yüksek AR-GE masraflarına getirilen vergi indirimleri veya yatırım indirimleri, yatırım kredileri gibi kalemler de önemli vergi kalkanı araçları arasında olabilir.

Her iki modelde borçlanma oranı ile karlılık arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Bulunan negatif ilişki karlılığın artışı ile borçlanmanın azalacağını öngören finansal hiyerarşi teorisi ile uyumludur. Karlılığın ÇUŞ'ların sermaye yapısı üzerinde daha güçlü (-0.58) bir etkiye sahip olması Türkiye'de faaliyet gösteren ÇUŞ'lar için transfer fiyatlandırması olarak adlandırılan fon aktarım mekanizmasının kullanılarak karların transfer edildiğini göstermektedir. Bu sayede ÇUŞ'lar karlarını vergi oranı daha düşük olan ülkelerdeki şubelere aktararak vergi avantajı sağlayabilmektedirler.

ÇUŞ ve yerel şirketlerin toplam borç oranını etkileyen bir diğer değişken de likiditedir. İşletmelerin kısa vadeli yabancı kaynaklarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceğini gösteren bu oran karşılaştırmalı analiz sonucuna göre ÇUŞ'larda daha düşüktür. Borçlanma vadelerine bakıldığında ise ÇUŞ'lar için toplam borçları içerisinde kısa vadeli borç oranlarının daha yüksek olması likiditelerinin daha düşük olması sonucunu destekler niteliktedir. Regresyon analizi sonuçlarına göre ÇUŞ'lar ve yerel şirketlerin borçlanma oranları ile likidite değişkeni arasında negatif ilişki vardır. ÇUŞ'ların likidite ve borçlanma oranı arasındaki ters yönlü ilişkinin gücü (-0.16) ise yerel şirketlere göre daha yüksek bulunmuştur. Elde edilen sonuçlar likiditesi daha yüksek olan şirketlerin daha az borçlanacaklarını ileri süren finansal hiyerarşi teorisi ile uyumludur.

Borç maliyeti değişkeni hem ÇUŞ'lar hem de yerel şirketler için sermaye yapısını belirleyen firmaya özgü değişkenlerden biridir. ÇUŞ ve yerel şirketler için borçlanma oranı ile pozitif ilişkili olduğu tespit edilen borç maliyeti değişkeni, ÇUŞ'ların

sermaye yapılarında yerel şirketlere göre (0.06) daha etkili (0.36) bir değişkendir. Her iki grup için de borç maliyetleri artarken borç kullanım düzeylerinin artması finansal kaldıracın olumlu etkisinden faydalanma isteğinden kaynaklanabilmektedir. Borç maliyetleri artmasına rağmen borç kullanma oranının ÇUŞ'larda daha yüksek olması, hissedar-yönetici arasındaki temsil problemlerinin daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu bulgu finans teorisinin ÇUŞ'larda temsil maliyetlerinin daha yüksek olduğu önermesi ile uyumludur.

Karşılaştırmalı analiz sonuçlarına göre yerel şirketlerin halka açılma yaşı ÇUŞ'lardan daha büyüktür. İşletmelerin halka açılma yaşları ile borçlanma oranı arasında, hem ÇUŞ' lar (0.18) için hem de yerel şirketler (0.20) için pozitif ilişkili tespit edilmiştir. Analiz sonucuna göre halka açılma yaşları yerel şirketlerin borçlanma oranlarını daha fazla etkilemektedir. Halka açılma yaşı daha büyük olan çokuluslu ve yerel şirketlerin daha düşük bilgi asimetrisine sahip olmaları onların daha yüksek oranda borçlanmalarına imkan vermektedir.

Sonuçlara bütünsel olarak bakıldığında hem ÇUŞ'ların hem de yerel şirketlerin borçlanma oranları üzerinde borç dışı vergi kalkanı, kar, likidite, borç maliyeti ve halka açılma yaşlarının etkiliği olduğu tespit edilmiştir. Sermaye yapısı üzerinde etkili olan bu değişkenlerden çokuluslu ve yerel şirketlerin borçlanma oranlarını en fazla etkileyen değişken borç dışı vergi kalkanıdır. Bu durum amortisman gibi borç dışı giderleri çokuluslu şirketlerin ve yerel şirketlerin bir tür vergi kalkanı olarak değerlendirdiklerini göstermektedir. ÇUŞ ve yerel şirket borçlanma oranları üzerinde borç dışı vergi kalkanından sonra en yüksek etkiye sahip olan değişken karıdır. ÇUŞ'lar ve yerel şirketler için sermaye yapısı üzerinde negatif etkisi bulunan kar değişkeni bu şirketlerin dış

finansman yerine iç kaynakları tercih ettiğini göstermektedir. Kar değişkeninin borçlanma oranı üzerindeki negatif etkisi çokuluslu ve yerel şirketler için projelerinin finansmanında iç kaynakları tercih ettiklerini de ifade etmektedir.

## SONUÇ

İşletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek ve yeni yatırımlar yapabilmek için fona ihtiyaç duymaktadırlar. İşletmelerin finansman ihtiyacı için gerekli olan bu fonlar ya borç ile ya da öz sermaye ile sağlanmaktadır. İşletmelerin borç ve öz kaynak kullanımı konusundaki tercihleri sermaye yapısı kararlarını oluşturmaktadır. Yabancı kaynak kullanımının işletmeler açısından avantajları ve dezavantajları mevcuttur bu yüzden işletmeler sermaye yapısı kararlarını verirken bu iki kaynağın özelliklerini dikkate almaktadırlar. Sermaye yapısı kararları verilirken işletmenin sermaye maliyetinin minimum, piyasa değerinin maksimum kılındığı optimal sermaye yapısına nasıl ulaşılabileceği uzun yıllardan beri tartışılan konulardan birisidir.

Optimal sermaye yapısına nasıl ulaşılabileceği sorusuna yanıt arayan temel yaklaşımlardan net gelir yaklaşımına göre, firmaların borçlanma oranlarını arttırmaları ile ortalama sermaye maliyetinde bir düşüş meydana gelmekte bu da firmanın piyasa değerinde artışa neden olmaktadır. Net faaliyet geliri yaklaşımı bu durumun tam tersini yani firmaların sermaye yapılarındaki değişikliklerin ortalama sermaye maliyeti ile firmanın piyasa değerini etkilemeyeceğini öngörmektedir. Firmalar için tek bir optimal sermaye yapısı olduğunu ileri süren geleneksel yaklaşıma göre ise, firmaların sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyeti ve bunun sonucunda da firma değerinin değiştirilebileceği öne sürülmektedir. Bu yaklaşımların ardından 1958 yılında Modigliani ve Miller, verginin bulunmadığı etkin piyasa koşullarında firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir.



Modigliani ve Miller'in çalışmalarından sonra, piyasa aksaklıklarını da göz önünde bulunduran ve varsayımları gerçeğe yaklaştıran yeni teoriler ve modeller geliştirilmiştir. Vergi faktörü, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, asimetrik bilgi problemi ve temsil maliyetleri gibi faktörlerin göz önünde bulundurularak geliştirilen teori ve modeller firmaların sermaye yapısı kararlarının saptanmasında yol gösterici niteliktedir. Optimal bir borçlanma oranının varlığını öngören dengeleme teorisine göre, firmaların borç kullanımının sağladığı vergi avantajı ile borç kullanımının oluşturduğu temsil maliyetleri ve iflas maliyetleri arasında bir denge oluşturulmalıdır. Dengeleme teorisine alternatif olarak geliştirilen ve asimetrik bilgi problemine dayanan diğer bir teori de finansal hiyerarşi teorisidir. Bu teoriye göre, firma içindeki yatırımcılar firma dışındaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptir. Bu nedenle de yatırımlarını finanse etmek isteyen firmalar, öncelikle iç kaynaklara daha sonra borçlara en son olarak ise hisse senedi ihracına başvurumaktadırlar. Asimetrik bilgi problemine dayanarak ortaya çıkan bir diğer yaklaşım ise sinyal teorisidir. Sinyal teorisine göre, yöneticiler ile yatırımcıların firma ile ilgili aynı düzeyde bilgilere sahip olmamasından dolayı firma yöneticileri firma dışındaki çıkar gruplarına firmanın gidişatı hakkında sinyaller göndererek firmanın piyasa değerini değiştirebilmektedir.

Finans literatüründe sermaye yapısı üzerine birçok teori ve yaklaşım öne sürülmüş ve bu alanda pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak herkesin kabul ettiği ortak bir görüşe varılamamıştır. Bu durum esas olarak, söz konusu teori ve yaklaşımlardaki varsayımların ve finans kuramcılarının yorumlarının farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Farklılıkların ana nedeni ise işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen makro ekonomik, sektöre özgü ve işletmeye özgü birçok değişkenin bulunmasıdır. Finansal yapıları itibarıyla

farklılık gösteren işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen değişkenlerde farklılık gösterebilmektedir.

İşletmelerin sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenlerin belirlenmesi amacıyla birçok çalışma yapılmıştır. Yapılan ampirik çalışmalar incelendiğinde sermaye yapısını etkilediği düşünülen finansal değişkenler, genel olarak kar, borç dışı vergi kalkanı, vergi, büyüklük, büyüme fırsatları, varlık yapısı, likidite, risk gibi değişkenlerdir. Türkiye’de faaliyette bulunan işletmelerin borçlanma oranlarını etkileyen değişkenlerin tespiti için birçok çalışma yapılmış ancak finansal yapıları daha karmaşık olan ÇUŞ’ların sermaye yapıları üzerine yeterince çalışma yapılmamıştır.

Farklı ülkelerde yatırım ve üretim faaliyetinde bulunmak, ulusal sınırlar içerisinde ekonomik faaliyetlerde bulunmaya göre daha karmaşık ve risklidir. Bu açıdan bakıldığında ÇUŞ’ların sermaye yapısı kararları finans yöneticileri açısından büyük önem arz etmektedir. Farklı piyasalarda faaliyette bulunan ÇUŞ’lar için optimal sermaye yapısına ulaşabilmek daha zorlu bir süreci gerektirmektedir.

Bu çalışmada Borsa İstanbul’da işlem gören ÇUŞ’lar ele alınarak sermaye yapısını etkileyen işletmeye özgü değişkenlerin neler olduğu panel veri analizi ile araştırılmıştır. Analiz kapsamına dahil edilen ÇUŞ’ların sınıflandırılmasında toplam aktifleri içerisinde yabancı varlık oranının ve toplam satışlar içerisinde yurtdışı satışlarının %10 olması kriteri esas alınmıştır. ÇUŞ örnekleme için hem yabancı varlık hem de yurtdışı satış kriterlerinin birlikte alınmasının sebebi ise, sadece yurtdışı satış kriterini sağlayan şirketlerin uluslararası yatırım yapan şirketlerden farklı olmasındandır. Ayrıca ÇUŞ’ların karmaşık finansal yapılarını daha açık bir şekilde ortaya çıkarabilmek ve yerel şirketlerin sermaye yapıları ile karşılaştırabilmek amacıyla BİST 100’de işlem gören ve rastgele

seçilen 30 tane yerel şirketin sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenler panel veri analizi ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu sayede farklı finansal yapılara sahip olan iki grup işletme için karşılaştırma yapabilmeye olanağı bulunmuştur.

Çalışmada öncelikle yerel şirket ve ÇUŞ'lar açısından kaynaklarının dağılımına ve borçlanma vadelerine bakılmıştır. Bulunan sonuçlara göre, ÇUŞ'lar borçla finansmanı tercih ederken, yerel şirketler öz sermaye ile finansmanı tercih etmektedir. Arada çok büyük farklılıklar olmasa da yerel şirketlerin, firma içerisinde dağıtılmamış karlar veya yedek akçeler gibi otofinansman yoluyla veya sermaye artırımını, yeni ortak alımı, hisse senedi ihracı gibi firma dışından sağlanan öz sermayeye ağırlık verdikleri söylenebilir. ÇUŞ'lar için ise risklerinin daha düşük, nakit akışlarının daha düzenli, şirket büyüklüklerinden kaynaklanan güven duygularının yüksek ve farklı sermaye piyasalarına ulaşımın daha kolay olmasından dolayı bu şirketlerin borçla finansmana yöneldikleri yorumu yapılabilmektedir. Borçlarının vadeleri açısından incelendiğinde ise hem ÇUŞ hem de yerel şirketler açısından kısa vadeli borcun tercih edildiği, borç vadelerinin benzerlik gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Karşılaştırmalı analiz sonucunda, ÇUŞ'ların kaldıraç oranlarının ve firma büyüklüklerinin daha fazla olduğu ancak toplam aktifler içerisindeki duran varlık miktarının, halka açılma yaşlarının, karlılıklarının ve likiditelerinin daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Literatürde yapılan çalışmalardan farklı olarak Türkiye'de faaliyette bulunan ÇUŞ'ların karlılıkları yerel şirketlerden daha düşük bulunmuştur. Genel olarak gelişmiş ülkelerde faaliyette bulunan ÇUŞ'lar için yapılan çalışmalarla Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde faaliyette bulunan ÇUŞ'lar için farklı sonuçlara ulaşılması muhtemel bir durumdur. Çünkü çokuluslu şirketler karlarını vergi oranı yüksek olan

ülkelerden düşük vergi oranı uygulayan ülkelere aktararak vergi avantajı sağlayabilmektedirler.

Çalışmanın regresyon analizi kısmında ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapılarına etki eden değişkenlerin tespit edilmesi amacıyla iki ayrı model kurularak panel veri analizi uygulanmıştır. Tek yönlü sabit etkiler modeline göre kurulan regresyonda bağımlı değişken olarak sermaye yapısını ifade eden toplam borçların toplam aktiflere oranı (TBTA) kullanılmıştır. Sabit etkiler regresyon analizlerinin sonuçlarına göre, ÇUŞ'ların sermaye yapılarını etkileyen değişkenler, varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı, kar, likidite, borç maliyeti ve firmaların halka açılma yaşları iken, yerel şirketlerin sermaye yapılarını etkileyen değişkenler, borç dışı vergi kalkanı, kuruluş yaşları, kar, likidite, borç maliyeti, halka açılma yaşları ve büyüklüktür.

Sonuçların benzer çıkmasıyla beraber varlık yapısı değişkeni ÇUŞ'ların borçlanmaları üzerinde finansal hiyerarşi ve temsil teorisine uyumlu bir şekilde negatif ilişkili olarak etkili iken yerel şirketler için anlamsız bulunmuştur. Maddi duran varlık yapısı ile borçlanma oranı arasındaki ilişkinin negatif bulunması ÇUŞ'ların maddi duran varlık yatırımlarının finansmanında öncelikle iç kaynakları kullanmayı tercih etmesiyle açıklanabilmektedir. Ayrıca hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetleri de bu şirketlerin maddi duran varlık yatırımlarının finansmanında iç kaynakları kullanmayı tercih etmelerinde etkilidir. ÇUŞ'ların borçlanma oranları ile varlık yapısı arasındaki negatif ilişki ÇUŞ'larda temsil maliyetlerinin yüksek olduğunun bir göstergesi niteliğindedir.

Diğer taraftan firma büyüklüğü değişkeni yerel şirketlerde borçlanma oranları ile dengeleme teorisine uyumlu olarak pozitif ilişkili iken ÇUŞ'lar için anlamsız

bulunmuştur. Yerel şirketlerin büyümesi ile sermaye piyasalarından fon sağlamalarının kolaylaşması, iflas maliyetlerinin düşmesi ve gelirlerinin daha istikrarlı olması bu pozitif ilişkiyi açıklamaktadır. Dengeleme teorisine göre firmalar büyüdükçe iflas olasılıkları azalmakta ve böylece daha fazla borçlanabilmektedirler.

Yerel şirketlerin borçlanma oranları ile kuruluş yaşları arasında negatif bir ilişki tespit edilmişken çokuluslu şirketler için kuruluş yaşı değişkeninde anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Bu durum yerel şirketlerin sermaye yapısında bu şirketlerin eski ve yeni olmasının etkili olduğunu göstermektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, daha uzun süre faaliyette bulunan şirketlerin daha fazla kar elde etme olasılıkları yüksektir ve bu nedenle kuruluş yaşı itibarıyla daha eski olan şirketler daha az borca ihtiyaç duymaktadırlar.

ÇUŞ ve yerel şirketlerin sermaye yapısında birbirinden farklılık gösteren değişkenler yukarıda da açıklandığı gibi maddi duran varlık yapısı, kuruluş yaşı ve de firma büyüklüğüdür. Oluşturulan her iki modelde de firmanın büyüme fırsatlarını ifade eden piyasa değeri/defter değeri değişkeni ile risk değişkenleri ise istatistiki olarak anlamsız bulunmuştur.

Genel olarak değerlendirildiğinde ÇUŞ'ların finansal yapılarının karmaşıklığı sermaye yapılarında pek çok faktör tarafından etkilenmelerine yol açmaktadır. ÇUŞ'ların finans yöneticileri açısından sermaye yapısı kararlarını vermek zorlu bir süreci içermektedir. Çünkü ÇUŞ'lar için sermaye yapısı kararlarında bu çalışmada da kullanılan firmaya özgü değişkenlerin yanı sıra sermaye yapılarını etkileyen, sektöre ve ülkeye özgü pek çok faktör bulunmaktadır. Yatırım alan ülkenin ekonomik, politik, hukuki yapısı ile

politik risk, döviz kuru riski, bağı ortaklıkların sermaye yapısı, temsil maliyetleri gibi faktörlerde ÇUŞ'ların kaldıraç oranlarını etkilemektedir.

Çalışmada elde edilen sonuçların ÇUŞ'ların sermaye yapısı ve sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin hakkında değerlendirme yapmaya yardımcı olacak ampirik sonuçlar sunmasının literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bununla beraber Türkiye'de faaliyet gösteren çokuluslu şirketlerin sermaye yapısı üzerine farklı bağımlı ve bağımsız değişkenler ile yapılacak olan çalışmaların çokuluslu şirketlerin finansal yapılarının ve sermaye yapılarının daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunabileceği düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Acar, H. (1993). Konsorsiyum sözleşmelerinin hukuki yapısı. *Kafkas Üniversitesi Dergisi, Sales and Marketing Management*, 84, 1-9.
- Acaravcı, S. K. (2004). *Gelişmekte olan ülkelerde sermaye yapısını etkileyen faktörler: Türkiye’de bir uygulama*. Yayımlanmış doktora tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Aitken, B. J. ve Harrison, A. E. (1999). Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela. *The American Economic Review*, 89, 605- 618.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım.
- Akhtar, S. (2005). The determinants of capital structure for Australian multinational and domestic corporations. *Australian Journal of Management*, 30, 321-341.
- Akhtar, S. ve Oliver, B. (2009). Determinants of capital structure for Japanese multinational and domestic corporations. *International Review of Finance*, 9, 1-26.
- Aksöyek, İ. ve Yalçınır, K. (2008). *Finansman problemleri ve açıklamalı çözümler*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aktan, Ç. C. ve Vural, İ. Y. (2006). *Çokuluslu şirketler, global sermaye ve global yatırımlar*. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Aktan, Ç. C. ve Vural, İ. Y. (2012). Globalleşme sürecinde çokuluslu şirketler. 20 Şubat 2013 tarihinde [www.canaktan.org/ekonomi/cok-uluslu/aktan-makale.pdf](http://www.canaktan.org/ekonomi/cok-uluslu/aktan-makale.pdf) adresinden ulaşıldı.

- Aktaş, A. R., Kaplan, F. ve Kocaman, S. (2013). Turizm ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki: Akdeniz ülkeleri üzerine bir panel veri analizi. *International Conference on Eurasian Economies, Session 5C, 755-760.*
- Albayrak, A. S. ve Akbulut, R. (2008). Karlılığı etkileyen faktörler: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası sanayi ve hizmet sektörlerinde işlem gören işletmeler üzerine bir inceleme. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 7, 55-83.*
- Alpar, C. ve Ongun, T. (1985). *Dünya ekonomisi ve uluslararası ekonomik kuruluşlar: gelişmekte olan ülkeler yönünden değerlendirme.* Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları.
- Ata, H. A. ve Ağ, Y. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 11, 45-60.*
- Avarmaa, M., Hazak, A. ve Mannasoo, K. (2011). Capital structure formation in multinational and local companies in the Baltic States. *Baltic Journal of Economics, 11(1), 125-145.*
- Aydın, N., Başar, M. ve Çoşkun, M. (2009). *Finansal yönetim.* Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aydın, N., Başar, M. ve Çoşkun, M. (2010). *Finansal yönetim.* Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aytemiz, S. O. ve Bolat, T. (Ed). (2005). Küreselleşme ve çokuluslu işletmecilik. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Ball, D. A. ve McCulloch, W. H. (1990). *International business.* USA: Von Hoffmann.
- Bauer, P. (2004). Determinants of capital structure, empirical evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance, 54, 1-20.*
- Berk, N. (2010). *Finansal yönetim.* İstanbul: Türkmen Kitabevi.



- Borkowski, S. C. (1997). The transfer pricing concerns of and developing countries. *The International Journal of Accounting*, 32, 321-336
- Bradley, M., Jarrell, G. A. ve Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39, 857-878.
- Bradley, F. (1990). *International marketing strategy*. New York: Prentice Hall.
- Brealey, R. A., Stewart, C. M., Marcus, A. (2001). *İşletme finansının temelleri*. (Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan ve H. Doğukanlı). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brealey, R. A., Stewart, C. M., Marcus, A. (2007). *İşletme finansının temelleri*. (Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan ve H. Doğukanlı). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of financial management*. South-Western: Thomson.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2014). *Finansal yönetimin temelleri*. (Çev. N. Aypek). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Buckley, P. ve Casson, M. (2009). The internalisation theory of the multinational enterprise: A review of the progress of a research agenda after 30 years. *Journal of International Business Studies*, 40, 1563-1580.
- Burgman, T. A. (1996). An empirical examination of multinational corporate capital structure. *Journal of International Business Studies*, 27, 553-570.
- Büyüktortop, M. (2007). *Çokuluslu işletmelerde sermaye yapısı ve İMKB'de bir uygulama*. Yayımlanmış yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Caves, R. E. (1974). Multinational firms, competition, and productivity in host-country markets. *The London School of Economics and Political Science*, 41, 176-193.
- Cebeci, R. (2005). Franchising rehberi. *KOSGEB Girişimciliği Geliştirme Merkezi*, 1-15.
- Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.

- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chkir, I. E. ve Cosset, J. C. (2001). Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Corporations*, 11, 17-37.
- Coyle, B. (2000). *Corporate finance: Mergers&Acquisitions*. Chicago: Glenlake.
- Çam, E. (1987). Çokuluslu şirketler ve gelişen ülkeler. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 45, 93-120.
- Dağlı, H. ve Ayaydın, H. (2012). Şirket ele geçirme taktiklerinin değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim/2012, 1-16.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. ve Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 387-405.
- Demirhan, D. (2009). Sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin analizi: İMKB hizmet firmaları üzerine bir uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 9(2), 677-697.
- DePamphilis, D. (2001). *Mergers, acquisitions and restructuring activities*. California: Elsevier.
- Desai, M. A., Foley, C. F. ve Hines, J. R. (2003). A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *Harvard NOM Research Paper*, 3, 1-23.
- Doukas, J. A. ve Pantzalis, C. (2003). Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms. *Journal of Corporate Finance*, 9, 59-92.
- Drobetz, W. ve Fix, R. (2003). What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland. *WWZ Departman of Finance*, 4, 1-20.
- Dunning, J. (1974). *Economic analysis and the multinational enterprise*. New York: Routledge Library Editions.

- Dunning, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Workingham: Addison-Wesley.
- Duran, L. (1991). Yap-İşlet-Devret. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 46, 142-170.
- Durukan, M. B. (1997). Hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmaların sermaye yapısı üzerine bir araştırma, 1990-1995. *İMKB Dergisi*, 1, 75-91
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). *Finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2003). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, 1, 47-55.
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2005). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbooks in Finance Series: Empirical Corporate Finance*, 2, 1-61.
- Gaughan, P. A. (1999). *Mergers, acquisitions and corporate restructuring*. New York: Wiley&Sons.
- Gedikli, A. (2011). Çokuluslu şirketler ve doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelerin kalkınması üzerine etkileri. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 6, 96-146.
- Greene, W. (2003). *Econometric analysis*. New York: Prentice Hall.
- Gilpin, R. (1975). *U.S. power and the multinational corporation*. New York: Basic Books.
- Gilpin, R. (2011). *Uluslararası ilişkilerin ekonomi politiği*. (Çev. M. Duran, S. Oktay, M. K. Ceyhan ve G. Polat). Ankara: Kripto Basım Yayım Dağıtım.
- Griffin, R. W. ve Pustay, M. W. (2007). *International business*. Newyork: Prentice Hall.

- Güloğlu, B. ve Bekçioğlu, S. (2001). İMKB'deki gelişmelerin şirketlerin sermaye yapısına etkileri: İmalat sanayinde faaliyet gösteren firmalar üzerine bir uygulama. *ODTÜ 2001 Uluslararası İktisat Kongresi*, 1-23.
- Güner, Ü. ve Yılmaz, A. (2010). Çokuluslu şirketler Türkiye ekonomisi için tehdit mi, fırsat mı? *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 26, 197-212.
- Gürsoy, C. T. (2007). *Finansal yönetim ilkeleri*. İstanbul: Doğuş Üniversitesi Yayınları.
- Güvençer, Ü. C. (2008). *Vekalet teorisi: Firma performansına etkisi*. Yayımlanmış yüksek lisans tezi, Uludağ Üniversitesi, Bursa.
- Harris, M. ve Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46, 297-325.
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of panel data*. Cambridge University Press.
- Hatfield, B. G., Louis T. W. Cheng and Wallace N. D. (1994). The determination of optimal capital structure: The effect of firm and industry debt ratios on market value. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 7, 1-14.
- Hirst, P. ve Thompson, G. (2000). *Küreselleşme Sorguluyor*. (Çev. Ç. Erdem, E. Yücel). Ankara: Dost Kitabevi Yayınları.
- Huang, S. G. ve Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *School of Economics and Finance and Centre for China Financial Research*, 1-14.
- Işık, H. (2005). Çokuluslu şirketlerde örtülü kazanç ve örtülü sermaye. *Maliye Bakanlığı, Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı*, 370, 13-43.
- Jensen, M. C. ve Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

- Jones, G. G. (2005). Nationality and multinationals historical perspective. *Harvard Business School, Working Paper, 06*, 1-32.
- Kabakçı, A. (2011). Çokuluslu işletmelerde merkezi nakit yönetimi ve havuzlama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 13*, 97-110.
- Kaçar, Y. (2013). Çokuluslu şirketlerin gelir ve kazançlarının kavranmasında uygulanan düzenlemelere toplu bir bakış. *Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi, 2*, 1-19.
- Karadeniz, E. (2008). *Türk konaklama işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi*. Yayınlanmış doktora tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Karlık, S. R. (2002). *Türkiye ekonomisi*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Kaymakçı, O. (2013). Küresel ekonomide çokuluslu şirketler ve Türkiye'deki yansımaları. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 11*, 224-249.
- Kaynak, A. ve Ardaniç, B. (1978). Çokuluslu şirketler ve Türkiye. *Todaie, Amme İdaresi Dergisi, 11*, 105-117.
- Keegan, W. J. (1989). *Global marketing management*. Newyork: Prentice Hall.
- Korkmaz, T., Başaran, Ü. ve Gökbulut, R. İ. (2009). İMKB'de işlem gören otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler: Panel veri analizi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 24*, 29-60.
- Kök, R. ve Şimşek, N. (2012). *Panel veri analizi sunumu*. 20 Temmuz 2013 tarihinde [www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf](http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf) adresinden ulaşıldı.
- Kula, V. (2001). Verginin işletmelerin sermaye yapılarına etkisi. *Maliye Dergisi, 136*, 18-30.

- Lee, K. C. ve Kwok, C. Y. (1988). Multinational corporations vs. domestic corporations: International environmental factors and determinants of capital structure. *Journal of International Business*, 19, 195-215.
- Maddison, A. (1987). Growth and slowdown in advanced capitalist economies: Techniques of quantitative assessment. *Journal of Economic Literature*, 25, 649-698.
- Madura, J. (2008). *International financial management*. Newyork: West Publishing.
- Madura, J. (2012). *Uluslararası finansal yönetim-I*. (Çev. H. Doğukanlı). Ankara: Nobel Yayın.
- McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: A review of the literature from a UK perspective. *Department of Accounting and Finance Working Paper, University of Strathclyde, Glasgow*.
- Michel, A. ve Shaked, I. (1986). Multinational corporations vs. domestic corporations: Financial performance and characteristics. *Journal of International Business Studies*, 17, 89-100.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32, 261-276.
- Mishra, D. ve Tannous, G. (2010). Securities laws in the host countries and capital structure of US multinationals. *International Review of Economics and Finance*, 19, 483-500.
- Mittoo, U. R. ve Zhang, Z. (2008). The capital structure of multinational corporations: Canadian versus US evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14, 706-720.
- Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1963). Taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.

- Mucuk, İ. (2004). *Pazarlama ilkeleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Mutlu, E. C. (2008). *Uluslararası işletmecilik: Teori ve uygulama*. İstanbul: Beta Basım.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102
- Narula, R. ve Dunning, J. H. (2008). Endüstriyel kalkınma, küreselleşme ve çokuluslu şirketler: Gelişmekte olan ülkeler için yeni gerçeklikler. (Çev. H. Keskin) *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13, 415-443.
- Navaretti, G. B. ve Venables, A. J. (2006). *Multinational firms in the world economy*. USA: Princeton University Press.
- Okka, O. (2009). *Analitik finansal yönetim teori ve problemler*. İstanbul: Nobel Yayın.
- Okuyan, H. A. ve Taşçı, H. M. (2009). İMKB’de işlem gören üretim işletmelerinde sermaye yapısının belirleyicileri. *Anadolu International Conference in Economics*, Temmuz, 1-16.
- Özalp, İ. (1986). *Uluslararası işletmecilik*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Özalp, İ. (1998). *Çokuluslu işletmeler: Uluslararası yaklaşım*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Park, S. H., Suh, J. ve Yeung, B. (2012). Do multinational corporations and domestic corporations differ in the leverage policies? *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-55.

- Pazarlıoğlu, M. V. ve Gürler, . K. (2007). Telekomunikasyon yatırımları ve ekonomik büyüme: Panel veri yaklaşımı. *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 44, 35-43.
- Pike, R. ve Neale, B. (2009). *Corporate finance and investment decisions and strategies*. England: Prentice Hall.
- Rajan, R. G. ve Zingales, L. (1995). What do we about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50, 1421-1457.
- Rasaei, J. ve Nguyen, K. (2011). *Political risk in multinational corporation's capital structure, evidence from Singapore*. Yayınlanmış yüksek lisans tezi, Umea Universitesi, Umea.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Jaffe, J. (2005). *Corporate finance*. New York: McGraw Hill.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Jordan, B. D. (2008). *Fundamentals of corporate finance*. New York: McGraw Hill.
- Rugman, A. M. ve Hodgetts, R. M.(2003). *International business*. Harlow: Pearson Education.
- Rugman, A. M. ve Brewer, T. L. (2003). *International business*. Oxford: Oxford University Press.
- Rugman, A. M. ve Collinson, S.(2009). *International business*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Sakpal, T. V. (2010). Sample size estimation in clinical trial. *PICR*, 1, 67-69.



- Saygılı, Ş., Cihan, C. ve Yurtoğlu, H. (2002). Türkiye ekonomisinde sermaye birikimi, büyüme ve verimlilik: 1972-2000. *Devlet Planlama Teşkilatı*, 2665, 1-112.
- Sayılgan, G. ve Uysal, B. (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası sektörel bilançoları kullanılarak sermaye yapısını belirleyen faktörler üzerine bir analiz: 1996-2008. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 66, 101-124.
- Serinkan, B. ve Bağcı, Z. (2012). Çokuluslu işletmelerin faaliyet şekilleri ve organizasyon yapıları. *Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 1, 91-117.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası finans*. İstanbul: Güzem Cam Yayınları.
- Shapiro, A. C. (2010). *Multinational financial management*. New York: Wiley&Sons.
- Song, H. S. (2005). Capital structure determinants, an empirical study of Swedish companies. *The Royal Institute of Technology*, 25, 1-24.
- Sümer, H. ve Pernsteiner, H. (Edt.). (2004). *Şirket birleşmeleri*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Şamiloğlu, F. ve Akgün, A. İ. (Edt.). (2012). *Finansal yönetim*. İstanbul: Lisans Yayıncılık.
- Şatıroğlu, K. D. (1984). *Çokuluslu şirketler*. Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları.
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *Panel veri ekonometrisi, stata uygulamalı*. İstanbul: Beta Basım.
- Temizel, H., Turan E. ve Temizel, M. (2005). Küresel işletmecilikte ülkelerin sosyo kültürel yapılarından kaynaklanan sorunlar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19, 459-474.
- Terim, B. ve Kayalı, C. A. (2009). Sermaye yapısını belirleyici etmenler: Türkiye'de imalat sanayi örneği. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, 7, 125-154.

- Timur, N. ve Özmen, A. (Ed.). (2009). *Stratejik küresel pazarlama*. Ankara: Eflatun Yayınevi.
- Titman, S. ve Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Turaboğlu, T. (2002). *Vekalet teorisi: Firma sahiplik yapısı ve performans ilişkisi Türkiye uygulaması*. Yayınlanmış doktora tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana
- Türko, M. (2002). *Finansal yönetim*. İstanbul: Alfa Basım Yayım.
- Ulaş, D. (2004). Çokuluslu şirketlerin ortak girişim stratejisini kullanma ve sonlandırma nedenleri. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 59, 152-178.
- Ulaş, D. (2008). AB'ye yönelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve çokuluslu işletmelerin üretim yeri seçim kararı. *Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 8, 77-95.
- Uluslararası Çalışma Örgütü. (2003). Çokuluslu şirketler ve sosyal politika ile ilgili ilkeler üçlü bildirgesi. *Uluslararası Çalışma Ofisi*.
- UNCTAD, *World investment report 1998*. 30 Haziran 2014 tarihinde [http://unctad.org/en/Docs/wir1998\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/wir1998_en.pdf) adresinden ulaşıldı.
- UNCTAD, *World investment report 2009*. 19 Aralık 2013 tarihinde [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2009\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2009_en.pdf) adresinden ulaşıldı.
- UNCTAD, *World investment report 2011*. 10 Aralık 2013 tarihinde [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2011\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2011_en.pdf) adresinden ulaşıldı.
- UNCTAD, *World investment report 2014*. 22 Haziran 2014 tarihinde [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf) adresinden ulaşıldı.
- United Nation, commission on transnational corporation, economic and social council. (1980). 25 Temmuz tarihinde <http://unctc.unctad.org/data/ec1075b.pdf> adresinden ulaşıldı.

- Van Horne, J. C. (1995). *Financial management and policy*. New York: Prentice Hall.
- Van Horne, J. C. ve Wachowicz, J. M. (2005). *Fundamentals of financial management*. New York: Prentice Hall.
- Vernimmen, P. (2006). *Corporate finance, theory and practice*. New York: Wiley&Sons.
- Wang, Z. ve Mathur, I. (2011). Return on capital analysis: U.S.-based multinational corporations versus U.S. domestic corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 191-207.
- Wright, F. W., Madura, J. ve Wiant, K. J. (2002). The differential effects of agency costs on multinational corporations. *Applied Financial Economics*, 12, 347-359.
- Yalçın, K. (2008). *Uluslararası finansman*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Yıldırım, D. ve Eceyurt, T. (2012). Sermaye yapısını etkileyen faktörler: Gıda sektöründe bir uygulama. *16. Finans Sempozyumu, Erzurum*, 363-375.
- Yılğör, A. G. (1998). *İşletme değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş üzerine bir uygulama*. Yayımlanmış doktora tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Yılğör, A. G. ve Yücel, E. (2007). Sermaye yapısına ilişkin Mersin ve Adana illerinde bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 35, 1-15.
- Young, S. (2004). *Multinationals and public policy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Yörük, N. ve Ban, Ü. (2006). Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: İMKB’de işlem gören gıda sektörü şirketlerinde birleşme etkisinin analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 88-95.
- Yücel, T. ve Kurt, G. (2002). Çok ulusluluk ve sermaye yapısı ilişkisi üzerine bir araştırma. *Journal of Faculty of Business*, 3, 24-33.

Yücel, E. (2006). *Firmaların sermaye yapısı kararları: Mersin ve Adana'da sınıai işletmeler üzerinde bir uygulama*. Yayımlanmış yüksek lisans tezi, Mersin Üniversitesi, Mersin.

Yüksel, Ö. (1999). *Uluslararası işletme yönetimi ve Türkiye uygulamaları*. Ankara: Gazi Büro Kitabevi.