

T.C.
Mersin Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

**FİRMALARIN SERMAYE YAPISI KARARLARI: MERSİN
VE ADANA'DA SİNİİ İŞLETMELER ÜZERİNDE BİR UYGULAMA**

Emel YÜCEL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin, 2006

T.C.
Mersin Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

**FİRMALARIN SERMAYE YAPISI KARARLARI: MERSİN
VE ADANA'DA SİNAİ İŞLETMELER ÜZERİNDE BİR UYGULAMA**

Emel YÜCEL

Danışman: Doç.Dr. Ayşe Gül YILGÖR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

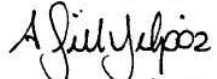
Mersin, 2006


Tez Kabul Sayfası

Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından~~İŞLEME~~..... Anabilim/sanat Dalında Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç.Dr. Ayşe Gül Yılmaz
Unvan, Ad, Soyad
(Başkan)


Prof.Dr. Hatice Doğukanlı
Unvan, Ad, Soyad
(Üye)


Yrd.Doç.Dr. Tuncay T. Turaboğlu
Unvan, Ad, Soyad
(Üye)

.....
Unvan, Ad, Soyad
(Üye)

.....
Unvan, Ad, Soyad
(Üye)

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

02./06./2006


Prof.Dr. Serra DURUGÖNÜL
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Sermaye yapısı kararları, firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve gelişmeleri açısından önemle üzerinde durulması gereken bir konudur. Son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler, firmaların sermaye yapısı kararlarına yönelik tutumlarını etkileyerek, finansal kararları, finansman kaynaklarının elde edilebilirliğini, kaynaklar arasından seçim ölçütlerini ve kaynak maliyetini daha da önemli hale getirmiştir. Bu faktörlerin, sermaye yapısı kararlarına ve firma değerine olan etkisinin araştırılmasıyla beraber literatüre, finansal hiyerarşi teorisi, denge teorisi, temsil maliyeti, asimetrik bilgi gibi yeni kavramlar girmiştir.

Bu çalışmada, Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren firmalar dikkate alınarak belirlenen örneklem üzerinden firmaların sermaye yapılarına yönelik tutumları araştırılmıştır. Ayrıca, firmaların, finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisinden hangisine daha yakın davranış sergiledikleri ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır.

Çalışmam süresince bana her konuda büyük bir özveriyle yardımda bulunan ve yol gösteren değerli danışman hocam Doç. Dr. Ayşe Gül YILGÖR'e çok teşekkür ederim. Ayrıca, çalışmam için gerekli bilgilere ulaşılmasında sağladığı maddi destekten dolayı Mersin Üniversitesi Araştırma Proje Birimi'ne teşekkür ediyorum.

ÖZET

Sermaye yapısı kararları, firmaların sermaye bileşimlerini değiştirerek sermaye maliyetini ve firma değerini etkileyip etkilemeyeceği büyük önem taşımaktadır. Böyle bir etki mevcut ise sermaye maliyetini minimum, firma değerini maksimum düzeye çıkaracak sermaye bileşiminin nasıl oluşturulacağı verilmesi gereken en önemli kararlardan birisidir. Bu çalışmada, firmaların sermaye yapısı kararları hakkında kuramsal bir çerçeve oluşturulmuş, firmaların sermaye yapısı kararlarını nasıl aldıkları incelenmiş ve gerçek hayatta sergiledikleri davranışlar değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme, Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmaları üzerinde yapılan anket çalışmasından elde edilen veriler esas alınarak yapılmıştır. Sonuçlara göre, firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmadıkları, fon kaynağı seçiminin büyük oranda ortaklar tarafından yapıldığı, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarının yer aldığı görülmüştür. İç kaynakların yetersiz olması halinde borçlanma araçlarının kullanıldığı ve finansal esnekliğin sağlanması isteğinin borçlanma politikasında önemli olduğu belirlenmiştir. Firmaların ortalama borçlanma oranlarının endüstrinin ortalamasına uyum göstermediği, firmaların ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurmadıkları ve aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanma taleplerinin olmadığı anlaşılmıştır. İnceleme konusu firmaların davranışları genel olarak finansal hiyerarşi teorisi ile uyumludur. Denge teorisi ise, finansal sıkıntı ve iflas riskinin önemli faktörler olarak değerlendirilmesinin dışında destek bulmamıştır.

Anahtar Kelimeler: Optimal sermaye yapısı, finansal hiyerarşi teorisi, denge teorisi, temsil teorisi, hedef borçlanma oranı, finansal sıkıntı ve iflas maliyeti, asimetrik bilgi, anket, Mersin, Adana.

ABSTRACT

Capital structure decisions are vital concept in terms of if there is an effect on cost of capital and firm value by changing the capital components. If the effect exists, how to find the capital structure which will minimise the cost of capital and maximise the firm value is one of the most important decisions. In this study, the theoretical approaches about capital structure decisions of the firms have been composed, how firms determine capital structure decisions are analyzed, and the firm attitude in real world is evaluated. This study is based on survey results from the firms in the manufacturing industry, located in Mersin and Adana. According to the survey, the followings are found; firms do not have a targeted specific debt ratio, financial resources are chosen by firm shareholders, internal funds are the first choice by the shareholders. External funds are used only when internal funds are insufficient and securing financial flexibility has importance on corporate debt decisions. The debt levels of firms are not the same with their industry average debt level, the firms do not have a policy of maintaining spare debt capacity and do not borrow more at the same interest rate. For the results which derived from this work, in general, firm attitudes are fit with pecking order theory. Trade off theory does not provide any supportive results other than that financial distress and bankruptcy risk are important factors.

Keywords: Optimal capital structure, pecking order theory, trade off theory, agency theory, target debt ratio, financial distress and bankruptcy cost, asymmetric information, survey, Mersin, Adana.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	1
I. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI.....	5
I.1. Vergileri Dikkate Almayan Yaklaşımlar.....	7
I.1.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	8
I.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	11
I.1.3. Geleneksel Yaklaşım.....	14
I.1.4. Modigliani&Miller (M&M) Yaklaşımı.....	16
I.1.4.1. Modigliani&Miller (M&M) Önermeleri.....	20
I.1.4.2. Modigliani&Miller (M&M) Yaklaşımına Yapılan Eleştiriler.....	29
I.2. Vergileri Dikkate Alan Yaklaşımlar.....	31
I.2.1. Kurumlar Vergisi Dikkate Alındığında Firma Değeri ve Sermaye Maliyeti.....	33

Sayfa No

I.2.2. Kurumlar ve Gelir Vergisi Dikkate Alındığında Sermaye Yapısı Kararları.....	38
I.3. Sermaye Yapısı Teorilerine Etki Eden Piyasa Aksaklıkları.....	42
I.3.1. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri.....	43
I.3.1.1. Direkt İflas Maliyetleri.....	45
I.3.1.2. Dolaylı İflas Maliyetleri.....	45
I.3.1.3. Finansal Sıkıntı ve Kaldıraç İlişkisi.....	47
I.3.2. Temsil Maliyeti (Agency Cost).....	50
I.3.2.1. Yönetici ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil Problemleri.....	54
I.3.2.2. Borç Veren ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil Problemleri.....	58
I.3.3. Asimetrik Bilgi.....	61
I.4. Sermaye Yapısına İlişkin Yeni Yaklaşımlar.....	66
I.4.1. Denge Teorisi (Trade off Theory).....	67
I.4.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory).....	69
II. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN	
FAKTÖRLER.....	74
II.1. Genel Ekonomik Durum.....	77
II.2. Endüstrinin Özellikleri.....	79
II.3. Firmanın Özellikleri.....	82

Sayfa No

III. BÖLÜM: OPTİMAL SERMAYE YAPISININ BELİRLENMESİNDE	
KULLANILAN YÖNTEMLER.....	87
III.1. FVÖK-Hisse Başına Kar (HBK) Analizi.....	87
III.2. Nakit Akışı Analizi.....	92
III.3. Aynı Endüstri Kolunda Benzer Firmaların Sermaye Yapısı ve Tipik Oranlarını Karşılaştırma.....	93
III.4. Yatırım Analistleri ve Borç Verenlerle Görüşmeler.....	94
III.5. Regresyon Çalışmaları ve Simülasyon.....	95
III.6. Menkul Kıymet Derecelendirme.....	96
IV. BÖLÜM: MERSİN VE ADANA İLLERİNDEKİ İMALAT SANAYİ FİRMALARININ SERMAYE YAPISI KARARLARININ İNCELENMESİ.....	98
IV.1. Anket Çalışmasının Amacı.....	98
IV.2. Anket Çalışmasının Sınırlılıkları.....	99
IV.3. Araştırmanın Hipotezleri.....	100
IV.4. Anket Çalışmasının Yöntemi.....	103
IV.5. Anket Verilerinin Analizi Ve Değerlendirilmesi.....	106
IV.5.1. Ankete Katılan Firmaların Özellikleri.....	106
IV.5.2. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi.....	106
IV.5.2.1. Fon Kaynaklarının Seçimi.....	112
IV.5.2.2. Firmaların Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumu.....	115
IV.5.2.3. Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği.....	117

Sayfa No

IV.5.2.4. Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar..	121
IV.5.2.5. Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler.....	124
IV.5.2.6. Fon Kaynaklarının Vadesine Yönelik Tercih.....	131
IV.5.2.7. Firmanın Borçlanma Oranı ve Endüstrinin Ortalama Borçlanma Oranı İlişkisi.....	135
IV.5.2.8. Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği.....	137
IV.5.2.9. İhtiyat Amacıyla Boş Borç Kapasitesi Bulundurma	139
IV.6 Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi.....	140
IV.7 Sermaye Yapısı Teorileri İle Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması....	143
SONUÇ.....	146
KAYNAKÇA.....	152
EKLER	
EK.1. Anket Formu	
EK.2. Güvenilirlik Analizi	

TABLOLAR LİSTESİ

	Sayfa No
TABLO IV.1. Ankete Katılan Firmaların Faaliyet Dallarına Göre Dağılımı.....	107
TABLO IV.2. Ankete Katılan Firmaların Özellikleri.....	109
TABLO IV.3. Fon Kaynağı Seçimi.....	113
TABLO IV.4. Firma Ölçeği Dikkate Alındığında Fon Kaynağı Seçimi.....	114
TABLO IV.5. Firma Ölçeğine Göre Hedef Borçlanma Oranı.....	117
TABLO IV.6. Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği.....	118
TABLO IV.7. İç Fon Kaynağı ve Dış Fon Kaynağının Tercih Önceliği.....	120
TABLO IV.8. Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar.....	121
TABLO IV.9. Son 3 Yıl İçerisinde Yatırım Yapılıp-Yapılması ve Finansman Kaynakları.....	122
TABLO IV.10. Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler.....	124
TABLO IV.11. Firma Ölçeğine Göre Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler.....	129
TABLO IV.12. Fon Kaynaklarının Vade Yapısı Tercihi.....	132
TABLO IV.13. Firma Ölçeğine Göre KSB ve USB Tercihi.....	133
TABLO IV.14. KSB ve USB Tercihini Etkileyen Faktörler.....	134
TABLO IV.15. Denge Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması.....	144
TABLO IV.16. Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması.....	145

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

ŞEKİL I.1. Borç/Özsermaye Oranındaki Değişim İle Ortalama	
Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	10
ŞEKİL I.2. Borç Kullanma Düzeyi, Özsermaye Maliyeti ve	
Firma Değeri İlişkisi.....	13
ŞEKİL I.3. Geleneksel yaklaşımda sermaye maliyeti ve firma değeri.....	15
ŞEKİL I.4. Risksiz borç ile M&M'in II. Önermesi.....	26
ŞEKİL I.5. Borçla Finansmanın Riski Dikkate Alındığında	
M&M'in II. Önermesi.....	27
ŞEKİL I.6. Kurumlar Vergisi Dikkate Alındığında Borç Kullanma	
Düzeyi ve Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	35
ŞEKİL I.7. Borç Kullanma Düzeyi İle Özsermaye Maliyeti, Borç	
Maliyeti ve Ortalama Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki.....	37
ŞEKİL I.8. Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergilerinin Borç Kullanan	
Firmanın Değerine Etkisi	41
ŞEKİL I.9. Borç Kullanımının Sağladığı Vergi Tasarrufu, Finansal	
Sıkıntı Maliyetleri ve Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	48
ŞEKİL III.1. Hisse Başına Kar ve Faizden Vergiden Önceki Kar İlişkisi.....	90
ŞEKİL IV.1. Ankete Katılan Firmaların Özellikleri.....	110
ŞEKİL IV.2. Firmaların Hedef Borçlanma Oranı.....	115
ŞEKİL IV.3. Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği.....	118
ŞEKİL IV.4. Yeni Yatırımların Finansman Kaynakları.....	123
ŞEKİL IV.5. Fon Kaynaklarının Vade Yapısı Tercihi.....	132

Sayfa No

ŞEKİL IV.6. Firmaların Borçlanma Seviyesi ve Endüstrinin	
Ortalama Borçlanma Seviyesi.....	136
ŞEKİL IV.7. Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği.....	137
ŞEKİL IV.8. İhtiyat Amacıyla Boş Borç Kapasitesi Bulundurma	139

KISALTMALAR LİSTESİ

- ASO : Adana Sanayi Odası
- AO : Aritmetik Ortalama
- DİE : Devlet İstatistik Enstitüsü
- DPT : Devlet Planlama Teşkilatı
- FVÖK : Faiz ve Vergiden Önceki Kar
- HBK : Hisse Başına Kar
- KSB : Kısa Süreli Borç
- M&M : Modigliani&Miller
- MTSO : Mersin Ticaret ve Sanayi Odası
- NBD : Net Bugünkü Değer
- S.S. : Standart Sapma
- USB : Uzun Süreli Borç
- USSS : Uluslararası Standart Sanayi Sınıflaması
- VÖK : Vergiden Önceki Kar
- YTL : Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Firmaların sermaye yapısı kararları finans literatürünün en tartışmalı konularından biri olup, üzerinde çok sayıda teorik ve ampirik çalışma yapılmıştır. Firmanın sermaye yapısını değiştirerek optimal sermaye yapısına ulaşım ulaşamayacağı, bu şekilde ortalama sermaye maliyeti ve firma değerini değiştirip değiştiremeyeceği konusundaki tartışmalar iki farklı yaklaşımda odaklanmaktadır. Yaklaşımlardan birincisi, firmalarda borç kullanma derecesinin, firma riskini, beklenen kazançları, ortalama sermaye maliyetini ve buna bağılı olarak da firma değerini etkilediğidir. İkincisi ise, sermaye yapısına ilişkin kararların, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden ve işletme değerinden bağımsız olduğudur.

Sermaye yapısı kararlarına yönelik yaklaşımlar, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani&Miller (M&M) yaklaşımıdır. Bu yaklaşımlar esas alınarak geliştirilen finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory) ve denge teorisi (trade off theory) sermaye yapısı kararları ile firma değeri ilişkisini açıklamakta yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlardan net gelir yaklaşımı, firmaların sermaye yapılarında özsermaye maliyetine oranla daha düşük maliyetli borç kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilecekleri ve borçla finansmanın firma riskinde bir artışa yol açmayacağını savunmaktadır. Net faaliyet geliri yaklaşımında, firmanın borçlanma düzeyindeki artış özsermaye maliyetini artıracığı, buna bağılı olarak sermaye yapısında borç kullanılmasıyla ortalama sermaye maliyetini düşürebilme ve firma değerini artırabilme olanağının olmadığı yani sermaye yapısı kararları ile firma değerinin ilişkisiz olduğu savunulmaktadır. Geleneksel yaklaşım, net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımı arasında bir görüş olup, firmaların optimal ölçüde

borçlanarak firma değerinde artış sağlayabileceklerini savunmaktadır. Modigliani&Miller yaklaşımında ise, sermaye yapısı kararları ile firma değeri ve ortalama sermaye maliyeti arasında bir ilişki olmadığı görüşü arbitraj işlemine dayandırılarak açıklanmaktadır.

Net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani&Miller yaklaşımları, dayandıkları varsayımlar ve bu varsayımların gerçeğe uygun olmaması nedeniyle eleştirilmişlerdir. Sermaye piyasalarının etkin olmadığı düşüncesi, finansal sıkıntı maliyetlerinin, temsil maliyetlerinin ve asimetrik bilginin varlığının kabul edilmesi iki yeni teorinin gelişmesine yol açmıştır. Bunlardan ilki, sermaye piyasalarında asimetrik bilginin olduğunu ve asimetrik bilginin sermaye yapısı kararlarını etkilediğini savunan finansal hiyerarşi teorisidir. İkincisi ise, borç kullanımının fayda ve maliyetlerinin dengelenerek optimal borçlanma oranının belirleneceğini savunan denge teorisidir.

Firmalar sermaye yapısını oluştururken, makro ekonomik şartlar, içinde buldukları endüstrinin özellikleri ve firmaya özgü değişkenleri dikkate alarak borç ve özsermaye ile finansman alternatifleri arasından seçim yapmak durumunda kalmaktadırlar. Borç ve özsermaye ile finansman tercihlerinin firmaya sağladığı avantaj ve dezavantajlar dikkate alınarak uygun bir sermaye bileşimi oluşturulur.

Borç ve özsermaye ile finansman alternatifleri arasından yapılacak seçim, her iki fon kaynağının kendine has özelliklerinden kaynaklanan avantaj ve dezavantajlara sahip olmaları nedeniyle önem taşımaktadır. Borçlanma araçları ile finansman, belirli bir tutarda borcun, belirli bir sürede ödenme zorunluluğunu içerirken özsermaye finansmanı bir mülkiyet ilişkisi oluşturduğundan belirli bir süre sonra ödeme yükümlülüğü taşımaz. Borç verenler, firma gelirleri üzerinde firma

sahiplerine oranla öncelikli talep hakkına sahiptir ve firmanın kar edip etmediğine bakılmaksızın borçların ödenmesi gerekmektedir. Diğer yandan firmalar, borcun faiz ödemelerini vergi matrahından indirerek vergi tasarrufu elde etmektedirler. Özsermaye ile finansmanda, firmanın yönetimine katılma hakkı elde edilirken borçla ile finansmanda böyle bir durum söz konusu değildir.

Bu çalışmada, sermaye yapısı kararlarına ilişkin teorik bir çerçeve oluşturulması ve sermaye yapısı kararlarının uygulamada nasıl alındığının incelenmesi amaçlanmaktadır.

Birinci bölümde sermaye yapısı yaklaşımları, vergileri dikkate alan ve almayan yaklaşımlar şeklinde gruplandırılarak incelenecektir. Bu çerçevede, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım, M&M yaklaşımları ile kurumlar vergisi, kurumlar vergisi ve gelir vergisinin birlikte işleme dahil edilmesi halinde sermaye yapısı kararlarının nasıl şekillendiği açıklanacaktır. Daha sonra finansal sıkıntı maliyeti, temsil maliyeti ve asimetrik bilgi kavramları incelenerek, finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi üzerinde durulacaktır.

İkinci bölümde sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler ele alınarak, genel ekonomik durum, endüstrinin özellikleri ve firma özelliklerinin sermaye yapısı üzerindeki etkileri incelenecektir.

Üçüncü bölümde optimum sermaye yapısının belirlenmesi konusunda literatürde var olan yöntemler üzerinde durulacaktır.

Dördüncü bölümde ise, Adana ve Mersin illerindeki sanayi işletmelerin sermaye yapısı kararlarına yönelik tutum ve davranışlarının nasıl olduğunu ve finansal hiyerarşi teorisi ile denge teorisinden hangisine daha yakın davrandıklarını

belirlemek amacıyla yapılan alan çalışması incelenecek, elde edilen sonuçlar açıklanarak bu sonuçlar ışığında değerlendirmeler yapılacaktır.

I.BÖLÜM

SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI

Sermaye yapısı yaklaşımları, gereksinim duyulan fonların ne kadarının özsermaye, ne kadarının borç kullanarak elde edileceği konusunu ve firmanın sermaye yapısında borç veya özsermaye kullanma oranı ile sermaye maliyeti ve firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığını tartışmaktadır. Bu yaklaşımlarda, sermaye yapısındaki değişikliklerin özsermaye maliyeti, borç maliyeti ve ortalama sermaye maliyetinde neden olduğu değişiklikler, bu değişikliklerin nedenleri ve firma değerine olan etkileri araştırılmaktadır.

Sermaye yapısı yaklaşımları çerçevesinde yapılan tartışmaların açıklanabilmesi için, özsermaye maliyeti, borç maliyeti ve ortalama sermaye maliyeti kavramlarının tanımlanması yararlı olacaktır.

Özsermaye maliyeti, bir firmanın piyasa değerinin değişmemesi için, yatırım projelerinin özsermaye ile finanse edilen bölümü üzerinden beklenen asgari karlılık oranı olarak tanımlanmaktadır.¹ Finansal yönetimde hissedarın elde ettiği getiri firma açısından özsermaye maliyetini oluşturmaktadır. Hissedarların elde ettiği getiri kar payı ve sermaye kazancından oluştuğu için özsermaye maliyetinin hesaplanmasında bu iki getirinin de dikkate alınması gerekmektedir. Firmanın iş riski ve sermaye yapısı özsermaye maliyetini etkilemektedir. Firma gelirlerindeki dalgalanmaların ve sermaye yapısı içinde borç kullanma düzeyinin yüksekliği özsermaye maliyetini artırmaktadır. Risk faktörü nedeniyle girişimcinin kazanmama

¹ Akgüç, Öztin; "Finansal Yönetim", Avcıol Basım, 7. Baskı, İstanbul, s. 450.

olasılığı, özsermaye maliyetinin borç maliyetine oranla daha fazla olmasına neden olmaktadır.²

Borç maliyeti, firmanın aldığı borca karşılık uygulanan faiz ve yapılan anapara ödemelerini borç tutarına eşitleyen iskonto oranıdır. Faiz ödemelerinin vergi indirimine konu olması nedeniyle borç maliyeti hesaplamalarına vergi etkisinin dahil edilmesi gerekmektedir. Borcun görünür maliyeti, borç tutarı üzerinden ödenen faiz miktarıdır. Firmanın iş riski ve finansal riskindeki artış sonucunda kanuni yükümlülüklerini yerine getirmekte sıkıntı yaşaması olarak ifade edilen finansal sıkıntı riski ise borç kullanımının yarattığı görünmeyen maliyettir.

Ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullanmış olduğu yabancı kaynak, özsermaye, imtiyazlı hisse senedi, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi kaynakların ortalama maliyetidir. Ortalama sermaye maliyeti, borcun toplam kaynaklar içerisindeki oranı ve özsermayenin toplam kaynaklar içerisindeki oranı belirlenerek, defter değerleri ve cari değerleri üzerinden hesaplanmaktadır. Özsermayenin cari değeri olarak, firmanın borsadaki hisse senedi fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı kullanılmaktadır.³ Firmalar, ortalama sermaye maliyetini; ortalama projelerde iskonto oranı olarak, daha güvenli veya daha riskli projelerde ise, iskonto oranını tasarlamaya yarayan bir gösterge olarak kullanmaktadır.⁴

Optimal sermaye yapısı yaklaşımları vergileri dikkate almayan ve vergileri dikkate alan yaklaşımlar olarak iki grupta incelenmektedir. Vergileri

² Ceylan, Ali; "İşletmelerde Finansal Yönetim", Ekin Kitabevi, 7. Baskı, Bursa, 2001, s. 166.

³ Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; "Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim", Gazi Kitabevi, Ankara, Ocak-2005, s. 214.

⁴ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; "İşletme Finansının Temelleri", Çeviren: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, Literatür Yayınları 2. Baskı, İstanbul, 1999, s. 410.

dikkate almayan yaklaşımlar, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani&Miller (M&M) yaklaşımı olarak sınıflandırılmıştır. Vergileri dikkate alan yaklaşımlar ise, M&M yaklaşımının kurumlar vergisini dikkate alan biçimi ile kurumlar ve gelir vergisini dikkate alan biçimi ele alınmaktadır.

I.1. Vergileri Dikkate Almayan Yaklaşımlar

Vergileri dikkate almayan yaklaşımlardan, net gelir yaklaşımı ve geleneksel yaklaşım, sermaye yapısı kararlarının firma değerini etkileyeceğini savunurken, net faaliyet geliri yaklaşımı ve M&M yaklaşımı sermaye yapısı kararları ile firma değeri arasında ilişki olmadığını savunmaktadır. Vergileri dikkate almayan yaklaşımlar bir takım varsayımlar altında geliştirilmiştir. Bu varsayımlar;⁵

1. Kurumlar vergisi, gelir vergisi ve iflas maliyetleri yoktur.
2. Firma tarafından kullanılan fon kaynakları yalnızca iki tanedir. Bunlar uzun vadeli borç ve özsermayedir.
3. Firmanın toplam varlıkları sabittir. (Bu varsayım, yatırım kararları dikkate alınmadan sermaye yapısı kararlarını tartışabilme olanağı sağlamaktadır.)
4. Firmanın faizden önceki karı (net faaliyet geliri) zaman içerisinde sabittir ve gelecekte de değişmeyecektir.
5. Firma kazançlarını temettü olarak ödemektedir.
6. Firmanın faaliyetinin sonsuza kadar sürmesi beklenmektedir.

⁵ Diacogiannis, George P.; “ Financial Management A Modelling Approach Using Spreadsheets”, McGraw-Hill Book Company, 1994, England, s. 584. ve Van Horne, James C.; “Financial Management and Policy”, Tenth Edition, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1995, New Jersey, s. 258.

7. Firma hisse senetlerini geri satın almak için borçlanarak, borçlarını ödeyebilmek için hisse senedi ihraç ederek borç/özsermaye oranını değiştirebilmektedir. Sermaye yapısı değişiklikleri hızla yapılabilmektedir. Bu çerçevede işlem maliyetlerinin olmadığı kabul edilmektedir.

8. Tüm yatırımcılar için firmanın gelecekte beklenen faaliyet kazançlarının olasılık dağılımlarının beklenen değerleri aynıdır.

Yukarıda belirtilen varsayımlar aracılığıyla oluşturulan yaklaşımlar, bu varsayımlardan bazılarının pratikte geçerli olmaması nedeniyle eleştirilmektedir.

I.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, firmanın değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünü en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşımdır. Firmanın istediği kadar borç kullanarak özsermaye maliyetini düşürebilme ve piyasa değerini yükseltebilme olanağına sahip olduğunu savunmaktadır. Net gelir yaklaşımı, özsermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğu ve borç ve özsermaye maliyetlerinin çeşitli sermaye yapıları için sabit kaldığı varsayımlarına dayanmaktadır. Bu varsayımlar altında firmanın sermaye yapısında yapacağı değişiklik sonucunda, faaliyet ve finansal riskinde olabilecek artış ortaklar ve kredi verenler açısından olumsuz bir durum olarak değerlendirilmemektedir.

Net gelir yaklaşımının özü, firmanın ortalama sermaye maliyeti ve toplam piyasa değerinin, firmanın sermaye yapısına bağlı olmasıdır. Firma mümkün olan en yüksek kaldıraç derecesini kullanarak optimal sermaye yapısına

ulaşmaktadır.⁶ Firmanın piyasa değeri, borcun piyasa değeri ile özsermayenin piyasa değerinin toplamından oluşmaktadır.⁷

$$V = \frac{E}{i_e} + \frac{F}{i_b} \quad (1)$$

V = Firmanın piyasa değeri,
 i_e = Özsermaye maliyeti,
 i_b = Borç maliyeti,
 E = Ortaklarca kullanılabilir gelir,
 F = Faiz.

1 numaralı formülde kullanılan özsermaye maliyeti ve borç maliyeti ise aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;⁸

$$i_e = \frac{\text{Hissedarları Gelirleri}}{\text{Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri}} \quad (2)$$

$$i_b = \frac{\text{Borcun Senelik Faizi}}{\text{Borcun Piyasa Değeri}} \quad (3)$$

Ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullandığı kaynakların (uzun süreli borç ve özsermaye) ağırlıklı ortalaması ve bu kaynaklardan beklenen getiri oranı olarak tanımlanmaktadır. Ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:⁹

⁶ Diacogiannis, George P.; a.g.e., s. 585.

⁷ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 487.

⁸ Van Horne, James C. ; a.g.e., s. 259.

⁹ Van Horne, James C. ; a.g.e., s. 259.

$$i_o = i_e \frac{S}{V} + i_b \frac{B}{V} \quad (4)$$

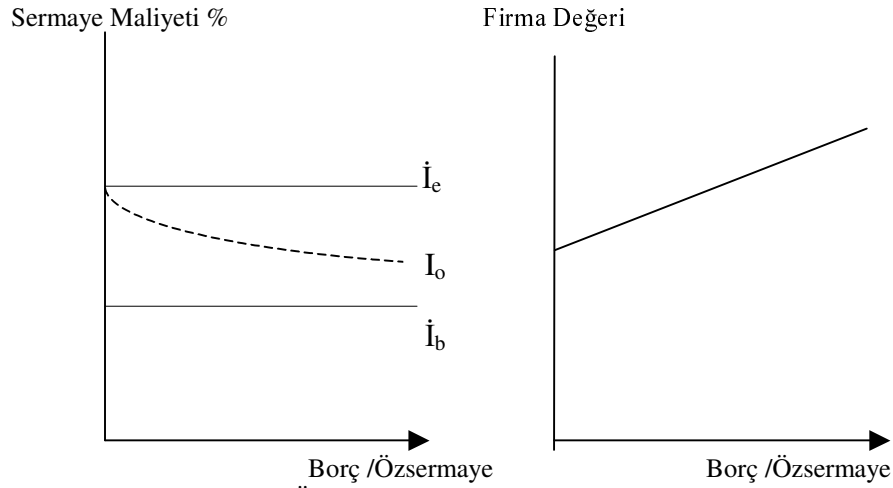
Burada;

i_o = Ortalama sermaye maliyeti,
 S = Özsermayenin toplam değeri,
 B = Borcun toplam değeri.

$i_b < i_e$ olduğu sürece, firmanın borç miktarındaki artış ortalama sermaye maliyetini düşürerek hisse senetlerinin piyasa değerini artırıcı etkisi olmaktadır. Firmanın Borç/Özsermaye oranını arttırmasının ortalama sermaye maliyeti ve firma değeri üzerindeki etkisi Şekil I.1’de gösterilmektedir.

Şekil I.1. Borç/Özsermaye Oranındaki Değişim ile Ortalama Sermaye Maliyeti ve

Firma Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 487-488.

Şekil I.1’de, firma açısından borçla finansmanın hisse senedi ile finansmandan daha ucuz bir fon kaynağı olduğu sürece sermaye yapısında borç miktarını artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebileceği ve firmanın ortalama

sermaye maliyetini düşürmesi sonucunda firma değerinde meydana gelen artış gösterilmektedir.

Net gelir yaklaşımında, borcun görünmeyen maliyeti dikkate alınmadığı için firmanın daha fazla borç kullanması özsermaye maliyetini etkilememektedir.¹⁰ Finansman şeklinin değişmesi nedeniyle riskliliğin artması, firmanın ortaklarında ve firmaya kredi verenlerde bir tepki doğurmamakta ve beklenen getiriye etkilememektedir. Ancak bu değerlendirme faiz ve vergiden önceki karın dağılımını, faiz oranını ve özsermaye maliyetini değiştireceği öne sürülerek eleştirilmektedir. Buna göre, firmanın borç yükü arttıkça, I_b ve I_e sabit kalmayıp sürekli yükselmekte ve borçla finansman, firmanın uzun sürede net faaliyet geliri yaratma kapasitesi üzerinde olumsuz etki yapmaktadır. Ağır faiz ve anapara ödemeleri, firmanın yeni karlı yatırımlara girmesini engellemekte ve likidite riskini artırmaktadır. Yatırımcılar likidite riskindeki artışı dengelemek için daha yüksek getiri beklemektedir. Bu nedenle, özsermaye yerine borç kullanılarak, piyasa değerinin sürekli yükseltilebileceği görüşü her zaman için geçerli değildir.¹¹

I.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı, firmaların sermaye bileşiminde yapacağı değişikliklerin, ortalama sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemeyeceğini, firmanın ortalama sermaye maliyetinin tüm sermaye yapıları için sabit kaldığını savunmaktadır. Firmanın piyasa değerine, net faaliyet geliri olarak ifade edilen faiz

¹⁰ Türko, Metin; "Finansal Yönetim", Alfa Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2002, s. 498.

¹¹ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 488.

ve vergiden önceki karın (FVÖK) ortalama sermaye maliyeti oranı ile iskonto edilmesi sonucunda ulaşılmaktadır;¹²

$$V = \frac{FVÖK}{i_o} \quad (5)$$

Yaklaşımına göre, özsermayenin toplam değeri, firmanın toplam piyasa değerinden, borcun toplam piyasa değerinin çıkarılmasıyla elde edilmektedir.¹³

$$S = V - B \quad (6)$$

Özsermaye maliyeti ise, faiz ve vergiden önceki kardan faizlerin indirilmesi ve özsermayenin toplam piyasa değerine bölünmesi sonucunda elde edilir. Bu formülden firmanın borç kullanma düzeyi arttıkça özsermaye maliyetinin de artacağı görülmektedir;¹⁴

$$i_e = \frac{FVÖK - F}{S} \quad (7)$$

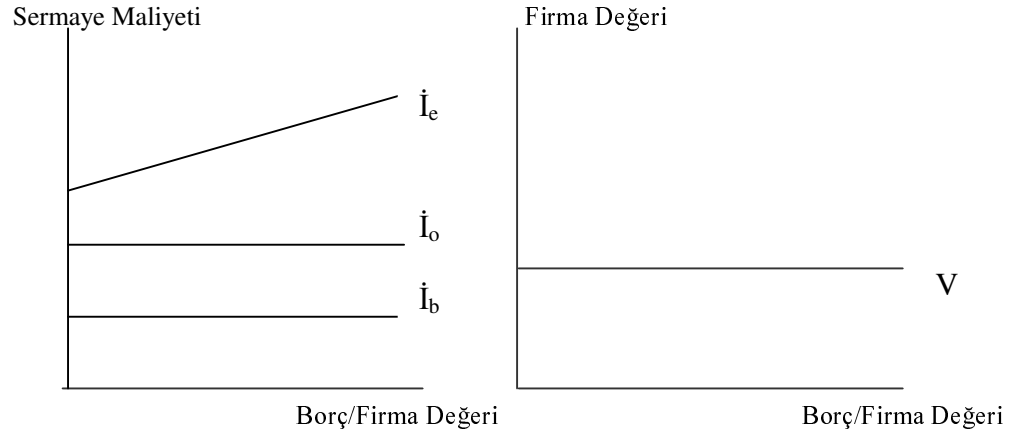
Net faaliyet geliri yaklaşımına göre borç kullanma düzeyi ile özsermaye maliyeti firma değeri arasındaki ilişki Şekil I.2’de gösterilmiştir.

¹² Ceylan, Ali; a.g.e., s. 183.

¹³ Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s. 232.

¹⁴ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 489.

Şekil I.2. Borç Kullanma Düzeyi, Özsermaye Maliyeti ve Firma Değeri İlişkisi



Kaynak: Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s.231

Şekil I.2'ye göre, firmanın ortalama sermaye maliyetinden daha ucuz borç sağlaması halinde, bu riski alan hissedarlara daha fazla kar payı ödemek durumunda kalması nedeniyle özsermaye maliyeti yükselmektedir. Özsermaye maliyetindeki artış, uzun süreli borcun sağladığı faydayı ortadan kaldırmakta ve buna bağlı olarak ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır. Bu nedenle firmanın sermaye bileşiminin firma değeri üzerinde etkisi olmamaktadır.

Yaklaşımına göre, borç kullanımının özsermaye maliyetini artırıcı etkisi finansman kararları açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Firma açısından borçla finansman ve özsermayeyle finansmanın reel maliyetleri birbirine eşittir. Yaklaşımında, borç kullanımının getirdiği görünmeyen maliyet dikkate alınarak, borç kullandıkça özsermaye maliyetinin yükseleceği ve buna bağlı olarak da tüm sermaye yapıları için ortalama sermaye maliyetinin sabit kalacağı savunulmaktadır. Bu nedenlerle, firmaya özel tek bir optimal sermaye yapısı yoktur, tüm sermaye yapıları firma için bir anlamda optimaldir.¹⁵

¹⁵ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 490.

I.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım, ortalama sermaye maliyeti ve firma değerinin sermaye yapısına bağlı olduğu görüşünü savunur.¹⁶ Firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve borçlanma düzeyinin ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu noktaya kadar artırılmasıyla optimal sermaye yapısına ulaşılmaktadır.

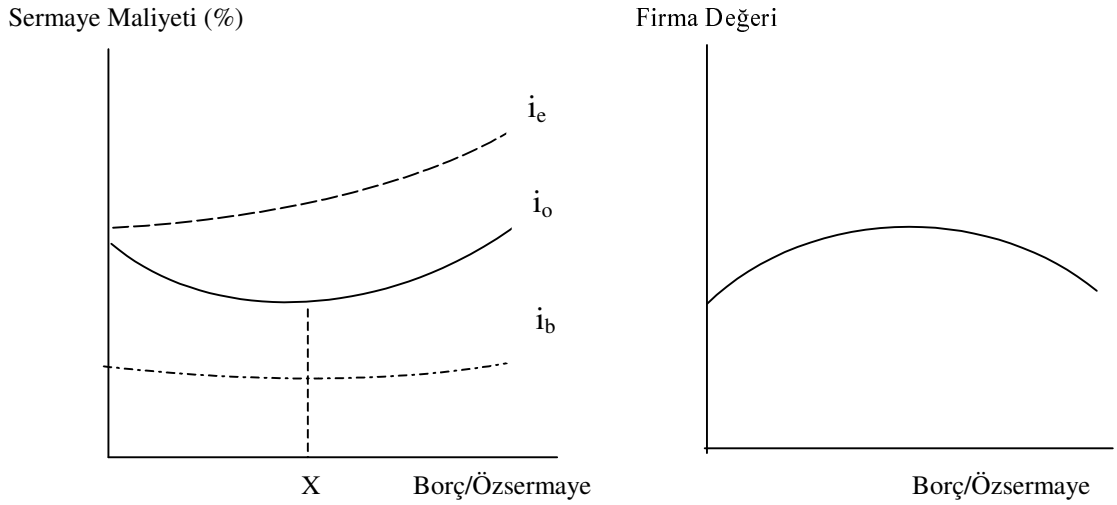
Yaklaşımında, belirli bir noktaya kadar özsermaye yerine borç kullanılarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilme olanağının kabul edilmesi, ortaklar açısından firma sermayesine katılımın borç almaya kıyasla daha riskli olmasına, ortakların bu riski karşılayacak şekilde normal faiz oranında daha fazla kar beklentilerine ve borç kullanımının sağladığı vergi avantajına karşılık dağıtılan kar payı için bu olanağın mevcut olmamasına, özsermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olmasına bağlanmaktadır.¹⁷ Bu çerçevede firma görece düşük maliyetli yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetini bir noktaya kadar düşürebilmektedir. Optimal sermaye yapısına ulaşan firmanın borçlanmaya devam etmesi, özsermaye ve borç maliyetinde artışa neden olmaktadır. Bunun sonucunda ortalama sermaye maliyeti tekrar yükselmeye başlamaktadır. Bu nedenle, firmaların sınırsız derecede borçlanarak ortalama sermaye maliyetini azaltma olanağı yoktur.

Geleneksel yaklaşımında, finansal kaldıraç derecesinin artmasına bağlı olarak finansal sıkıntı riskinin artması borç maliyetini artırmaktadır. Sermaye maliyeti, sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiler Şekil I.3'te gösterilmektedir.

¹⁶ Diacogiannis, George P.; a.g.e., s. 594.

¹⁷ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 491.

Şekil I.3. Geleneksel Yaklaşımda Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri



Kaynak: Karan, Mehmet Baha; "Finansal Yönetim", Gazi Yayınevi, Ankara, 1994, s. 234 ve

Van Horne, James C.; a.g.e., s. 262.

Şekil I.3'te, borç maliyetinin özsermaye maliyetinden düşük olması nedeniyle firma başlangıçta borç miktarını artırarak ortalama sermaye maliyetinde düşüş sağlayabilmektedir. Ancak, özsermaye maliyetinin artmaya başlaması ortalama sermaye maliyetinin yükselmesine neden olmakta ve borçla finansmanın avantajını ortadan kaldırmaktadır. Kredi sağlayanlar borç kullanma düzeyinin artmasına bağlı olarak firmayı daha riskli görmeye başlayacaklarından borçlanma maliyetini artıracaklardır. Bu nedenle ortalama sermaye maliyeti yayvan U şeklindedir.

Geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi firma riski arttıkça özsermaye maliyetinin yükseleceğini öngörmektedir. Ancak, geleneksel yaklaşım, firmanın borçlarının artışına bağlı olarak özsermaye maliyetinin yükselmesinden önce, belirli bir noktaya kadar borçlanmanın ortalama sermaye maliyetini düşürdüğü konusunda net faaliyet geliri yaklaşımından farklılık

göstermektedir. Geleneksel yaklaşım, net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımı arasında, ortalama bir görüşten oluşmaktadır.

Geleneksel yaklaşım ile M&M yaklaşımı arasında iki önemli fark vardır. Geleneksel yaklaşıma göre, firma değeri ve sermaye maliyeti firmanın sermaye yapısı ile ilişkilidir. M&M I. Önermesi ise, sermaye maliyetinin bağımsız olduğunu savunmaktadır. İki yaklaşım arasındaki diğer fark ise şu şekilde belirtilebilir, M&M II. Önermesine göre, yöneticiler hissedar getirisini maksimize etmeyi amaçlamışlarsa %100 borç kullanacaklardır, yani M&M II. Önermesi hissedar getiri oranı ve firmanın borçlanma düzeyi arasında doğrusal bir ilişki olduğunu önermektedir. Böylelikle M&M yaklaşımında düşük borç seviyelerinde özsermaye maliyeti geleneksel yaklaşıma göre daha hızlı artmaktadır. Yüksek borç seviyelerinde ise, geleneksel yaklaşıma göre finansal sıkıntı riskinin artması nedeniyle özsermaye maliyetindeki artış M&M yaklaşımına oranla daha hızlı olmaktadır.¹⁸

I.1.4. Modigliani&Miller (M&M) Yaklaşımı

Sermaye yapısı kararlarının sermaye maliyeti ve firma değeri üzerindeki etkilerini inceleyen teoriler, ampirik çalışmalarla desteklenmemiştir. Bu nedenle Franco Modigliani ve Merton H. Miller 1958 yılında “Sermaye Maliyeti, Şirket Finansmanı ve Yatırım Teorisi” başlığını taşıyan makalelerinde yeni bir yaklaşım sunmuşlardır. Bu yaklaşım, firmanın sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin, özsermaye maliyetini ve firma değerini etkilemeyeceğini savunmaktadır.

¹⁸ Prasad, Sanjiva; Green, J.Christopher; Murinde, Victor; “Company Financing, Capital Structure and Ovnershhip: A Survey and Imlications for Developing Economics”, Economic Research Paper No:01/3, Loughborouh University, February, 2001, s. 7

M&M'in orijinal durumu, net faaliyet geliri yaklaşımı tarafından açıklanan borçlanma düzeyi ve sermaye maliyeti arasındaki ilişkiye odaklanmıştır.¹⁹ M&M yaklaşımına göre, firmanın değeri ancak varlıklarının riskliliğinde ve nakit akımlarının olasılık dağılımlarında olabilecek değişimlere göre artmakta veya azalmaktadır. M&M yaklaşımı üç temel önermeyi içermektedir. Bu önermelere ilişkin temel teorik yapının oluşturulmasında kullanılan varsayımlar aşağıdaki gibidir:²⁰

1. Firmalar etkin piyasa koşullarında faaliyet göstermektedir. İşlem maliyetleri ve vergiler yoktur. Menkul kıymetler sonsuz sayıda bölünebilir. Bilgi edinme maliyetsizdir ve bilgi her yatırımcı için ulaşılabilir niteliktedir. Yatırımcıların tek başlarına yaptıkları alım satım işlemi menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek düzeyde değildir.

2. Yeni menkul kıymet çıkarımına ilişkin ihraç masrafları (Flotation Cost) yoktur.

3. Firmanın tasfiye maliyetleri yoktur.

4. Benzer iş kolundaki tüm firmalar için iş riski aynıdır.

5. Özsermaye değeri, firmanın toplam değerinden borcun değeri çıkarılarak elde edilir.

6. Firmalar ve bireyler aynı faiz oranı üzerinden borç alabilir ve borç verebilir.

7. Firmanın tüm kazançları temettü olarak ödenir.

¹⁹ Van Horne, James C.; a.g.e., s. 262.

²⁰ Diacogiannis, George P.; a.g.e., s. 588.

M&M, daha önceki çalışmalarda sermaye maliyetinin, belirli nakit akımlarından hareketle ele alınmasını eleştirmişler ve belirsizlik unsurunun da devreye sokulmasını önermişlerdir. M&M (1958) çalışmalarında, başlangıçta firmaların sadece hisse senedi ihraç ederek finansman sağlayabileceklerini dikkate alarak bir takım çıkarımlarda bulunmuş daha sonra borçla finansman konusu işleme dahil etmiştir. Çalışmada, firmanın elde edeceği belirsiz nakit akımlarının özellikleri aşağıdaki gibidir;²¹

1. Firma faaliyetlerini gerçekleştireceği tüm fiziksel varlıklara sahiptir.
2. Sadece adi hisse senedi ihracı ile finansman sağlanmaktadır.
3. Tahvil ihracı veya eşiti bir uygulama yoktur.
4. Firma varlıkları zaman içerisinde sabit olmayan, belirsiz ve sonsuza kadar süren bir kar akımı sağlamaktadır.
5. Hisse senedinin getirisi olarak tanımlanan, hisse senedi yatırımcısının zaman içinde elde ettiği kar akımının ortalama değeri, sınırlıdır ve subjektif olasılık dağılımına bağlıdır.
6. Bireysel yatırımcılar hisse senedinin beklenen getirisi hakkında aynı görüşe sahiptir.

Hisse senetlerinin etkin piyasalarda işlem gördüğü varsayımı altında, firmalar birbirini tam ikame eden eş risk gruplarına ayrılabilir. Bu, homojen hisse senedi sınıfı olarak tanımlanmaktadır. Aynı risk grubunda yer alan firmalar aynı iş riskine sahip olduklarından, herhangi bir sınıftaki (k sınıfı) bir firmanın (k_1) hisse senedinin getirisi ile aynı sınıftaki başka bir firmanın (k_2) hisse senedinin

²¹ Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958); “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, The American Economic Review, 48-3, June, Çeviren: Selim Soydemir; “Finans Teorisinin Temel Makaleleri”, SPK Yayınları, Yayın No:124, 1. Baskı, Ankara, 1998, s.172.

getirisinin elde edilmeme olasılığı aynıdır. Buna göre k sınıfındaki firmanın hisse senedinin fiyatı (P_j) ile beklenen getiri oranı (P_k) aşağıdaki ilişki aşağıdaki gibidir;²²

$$P_j = \frac{1}{P_k} X_j \quad (8) \quad P_j = \frac{X_j}{P_j} \quad (9)$$

Burada;

P_j = Hisse senedinin fiyatı,

P_k = Beklenen getiri oranı,

X_j = Hisse senedinin beklenen getirisi,

1/ P_k = k sınıfında bir birim beklenen gelir için ödenmek zorunda olan tutar.

Yukarıdaki eşitliklerden, beklenen getiri oranının (P_k), k sınıfındaki bütün firmalar için eşit olduğunu, bir hisse senedinin fiyatının, o risk grubu için beklenen getiri oranı ve hisse senedinin beklenen getirisi ile ilişkili olduğu görülmektedir. Yani, hisse senedinin fiyatı, gelecekteki getirilerinin o gruba ait iskonto oranı ile iskonto edilmesi sonucunda elde edilmektedir.

M&M'in borçla finansmanı işleme dahil etmesiyle sermaye yapılarında farklı miktarda borca sahip olan firmalar, aynı sınıf içinde olsalar bile farklı getiri olasılık dağılımlarına sahip olmaktadır. Farklı riske ve olasılık dağılımına sahip olan firmalar artık birbirinin tam ikamesi olmamaktadır. M&M, borçla finansmanı işleme dahil ederken tahvil ve tahvil piyasası hakkında iki varsayım kullanmıştır. Bunlar;²³

1. Bütün tahviller birim zamanda sabit bir getiri sağlamakta ve bu getiri,

bütün yatırımcılar tarafından belirli olarak kabul edilmektedir.

²² Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958); a.g.m., s. 173.

²³ Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958); a.g.m., s. 174.

2. Hisse senetlerinde olduğu gibi tahviller de, birbirinin tam ikamesi olan iki malın aynı fiyata sahip olacağı varsayılan etkin piyasalarda işlem görmektedir. Yani, tahvillerin gelirinin her birimi aynı fiyata satılacaktır. Bu getiri oranı “r” ile gösterilmiştir ve faiz oranı veya belirli nakit akımları için iskonto oranı olarak nitelendirilmiştir.

M&M, tahvil ve tahvil piyasası hakkındaki varsayımları da işleme dahil ederek farklı sermaye yapılarına sahip firmaların değerlendirilmesinde üç temel önermeye ulaşmıştır.

I.1.4.1. Modigliani&Miller (M&M) Önergeleri

M&M'in (1958) çalışmalarında belirttikleri varsayımlar, vergi tasarrufu ve yönetsel disiplinin sağlanması olarak bilinen borç kullanımının avantajları ile iflas maliyetleri, temsil maliyeti ve gelecek dönemde finansal esnekliğin kaybedilmesi şeklinde ortaya çıkan borç kullanımının dezavantajlarını ortadan kaldırmakta yani nötrleştirmektedir.²⁴ Borçlanma düzeyi ile sermaye yapısı kararların birbirinden bağımsız olduğunu belirten I. Önerme aynı zamanda “Borcun İltisizliği Önermesi” olarak da adlandırılmaktadır.

I. ÖNERME: Firmanın sermaye maliyeti ve piyasa değeri, onun sermaye yapısından tamamen bağımsızdır. Firmanın piyasa değeri, o firmanın sağlayacağı net nakit girişlerinin, söz konusu firmanın girdiği risk grubuna uygun olarak tespit edilen iskonto oranı ile indirgenerek elde edilen bugünkü değerine eşittir.²⁵ M&M'e göre,

²⁴ Damodaran, Aswath; “Corporate Finance: Theory and Practice”, Wiley Series in Finance, Second Edition, USA, 2001, s. 554.

²⁵ Türko, Metin; a.g.e., s. 505.

aynı varlıklara sahip olan kaldıraçlı firmanın değeri ile kaldıraçsız firmanın değeri aynıdır.²⁶

$$V_L = V_U \quad (10)$$

Burada;

V_L = Kaldıraçlı firma değeri,

V_U = Kaldıraçsız firma değeri.

Kaldıraç kullanan herhangi bir j firmasının piyasa değeri, borçlarının piyasa değeri ile hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamından oluşmaktadır;

$$V_j = S_j + B_j \quad (11)$$

Firma değerine ilişkin iki farklı tanımlama bir araya getirilirse;

$$V_j = S_j + B_j = \frac{X_j}{P_k} \quad (12)$$

Yukarıdaki eşitlikten, herhangi bir firmanın piyasa değerinin, beklenen getirisinin, ait olduğu risk grubunun iskonto oranı olan P_k ile iskonto edilmesiyle elde edildiği görülmektedir. Ortalama sermaye maliyeti ise, hisse senedinin beklenen getirisinin (X_j) firmanın piyasa değerine oranı (V_j) alınarak aşağıdaki gibi formüle edilmektedir;

²⁶ Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958); a.g.m., s. 174.

$$P_k = \frac{X_J}{S_J + B_J} = \frac{X_J}{V_J} \quad (13)$$

P_k 'nın (6) nolu eşitlikte tamamen özsermaye ile finanse edilen bir firmanın hisse senedi değerinin belirlenmesinde kullanılan beklenen getiri oranı olduğu hatırlanırsa, herhangi bir firmanın ortalama sermaye maliyeti, sınıfının tamamen özsermaye ile finanse edilmiş gelir akımının iskonto oranına eşittir. Yani vergiler işlem dışı bırakıldığında ortalama sermaye maliyeti ve özsermaye maliyeti özdeş tutulmaktadır.

M&M'in aynı risk grubuna giren, net faaliyet karları eşit olan firmaların piyasa değerlerinin eşit olduğu, bu firmaların sermaye yapılarını değiştirerek piyasa değerini yükseltmeyeceği şeklindeki görüşleri, arbitraj işlemi gerçekleştirilme olanağının varlığına dayanmaktadır. Yatırımcı her açıdan birbirine benzer gelir akımlarından birini düşük fiyatlı olan bir diğeri ile değiştirmek amacıyla hisse senedi veya tahvil alıp satarak arbitraj işlemi gerçekleştirmektedir. M&M'e göre, arbitraj sürecinin başlaması için piyasada bireysel kaldıraç (homemade leverage) yapmaya istekli yatırımcıların olması şarttır. Borç kullanan firma çok yüksek fiyatlandırılmışsa, rasyonel yatırımcı, borç kullanmayan firmanın hisse senetlerini satın almak için kendi kişisel hesabından borçlanacaktır. Bireysel kaldıraç olarak isimlendirilen bu işlem, kişilerin ve firmaların aynı faiz oranı üzerinden borç alıpverebildikleri sürece gerçekleştirilebilir.²⁷ Yatırımcının yapmış olduğu arbitraj işlemi sonucunda, yüksek fiyatlandırılmış menkul kıymetin fiyatı düşecek ve düşük

²⁷ Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; "Corporate Finance", McGraw Hill Company, 6th. Edition, 2002, s. 408.

fiyatlandırılmış menkul kıymetin fiyatı yükselecektir. Böylelikle firmaların piyasa değerleri arasındaki fark azalacaktır.²⁸

M&M yaklaşımına göre, tamamen özsermaye ile finanse edilen X firması ile borç ve özsermaye ile finanse edilen Y firması arasında yatırımcının arbitraj işlemini nasıl gerçekleştirdiği aşağıda gösterilmektedir.

	<u>X Firması</u>	<u>Y Firması</u>
O= Net faaliyet geliri	20.000	20.000
F= Faiz	---	<u>3.000</u>
E= Ortaklarca kullanılabilir gelir	20.000	17.000
\dot{I}_e = Özsermaye maliyeti	<u>0,10</u>	<u>0,11</u>
S= Hisse senetlerinin piyasa değeri	200.000	154.545
B= Borcun piyasa değeri	---	<u>60.000</u>
V= Firmanın piyasa değeri	200.000	214.545
\dot{I}_o = Ortalama sermaye maliyeti	%10	%9,3
Borç/Özsermaye Oranı	0	%38,8

M&M yaklaşımı, Y firmasının yatırımcılarının X firmasına yatırım yapmaları halinde, finansal riskte bir artış olmadan aynı geliri elde edeceklerini savunmaktadır. Hatta daha az miktarda bir yatırım yaparak aynı geliri elde edeceklerdir. Yatırımcı Y firmasının hisse senetlerini satarak X firmasının hisse senetlerini alacaktır. Rasyonel bir yatırımcının Y firmasının 1.545,45 YTL tutarında %1 oranında hisse senedine sahip olduğu düşünüldüğünde;

²⁸ Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958); a.g.m., s. 175.

1. Y firmasının hisse senetlerini 1.545,45 YTL'ye satacaktır.

2. Y firmasının borcunun %1'ine eşit olan 600 YTL'lik tutarda borç kullanacaktır. (Yatırımcının hisse senedini satmadan önceki Y firmasındaki ortaklık payı.)

3. Kaldıraç kullanmayan X firmasının %1 oranındaki hisse senetlerini $(20.000 \cdot 0,01)$, 2.000 YTL'ye satın alacaktır.

Bu işlemde önce Y firmasının 1545,45 YTL'lik yatırımdan beklediği getiri %11 ya da 170 YTL'dir. X firmasındaki 2.000 YTL'lik yatırımdan beklediği getiri %10 ya da 200 YTL'dir. Bu getiriden şahsi borcun faizinin düşülmesi gerekmektedir. Böylece yatırımdan elde edilen gelir;

X firmasının yatırım geliri	200 YTL
Faiz $(600 \cdot 0,05)$	<u>30 YTL</u>
Net gelir	170 YTL

Yatırımcının net geliri 170 YTL olup Y firmasındaki elde edeceği gelir ile aynıdır. Üstelik yatırımcının yatırımda kullandığı 1.400 YTL $(2.000 - 600 \text{ YTL})$ borç kullanan Y firmasındaki hisse senetlerinin satışı ile elde edeceği 1.545,45 YTL'lik tutardan daha azdır. Bu nedenle yatırımcı X firmasına yatırım yapmayı tercih edecektir.

Arbitraj karı, X firmasının hisselerine olan talebi artırıp Y firmasının hisselerine olan talebi azaltacağı için X firmasının hisse senedinin fiyatı yükselecek ve hisse senedinin maliyeti düşecektir. Diğer yandan, Y firmasının hisse senedinin fiyatı düşecek ve hisse senetlerinin maliyeti yükselecektir. Arbitraj süreci iki

firmanın toplam değeri ve ortalama sermaye maliyeti eşit olana kadar devam edecektir.

M&M, sermaye yapısında borç bulunduran firmaların hisse senetlerinin getiri oranıyla ilgili I. Önermeden elde ettiği sonuçlarla II. Önermeyi geliştirmiştir.

II. ÖNERME: Sermaye yapısında borç bulunduran firmanın hisse senetlerine ait beklenen getiri oranı, piyasa değerleriyle ifade edilen Borç/Özsermaye oranıyla (Borçlanma oranı) orantılı bir şekilde artmaktadır.²⁹ Firmanın düşük maliyetli borç kullanarak sağladığı avantaj, özsermaye maliyetinin yükselmesi ile dengelenmektedir. Böylelikle firma, borçlanma oranını artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilme olanağına sahip olmamaktadır ve ortalama sermaye maliyeti ile borçlanma düzeyi arasında bir ilişki yoktur.³⁰ Borç kullanmayan firmanın ortalama sermaye maliyeti özsermaye maliyetine eşittir. Ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır;

$$\dot{I}_o = \dot{I}_e \frac{\text{Özsermaye}}{\text{Firma Piyasa Değeri}} + \dot{I}_b \frac{\text{Borç}}{\text{Firma Piyasa Değeri}} \quad (14)$$

I. Önermede kaldıraç düzeyinin firma değeri üzerinde etkisi olmadığı gösterilmiştir. II. Önermede ise, borç kullanımının tek başına firmanın sermaye maliyeti üzerinde etkili olmadığı gösterilmektedir. Ucuz borçlanılan fonları kullanarak elde edilen kazançlar, yüksek kaldıraç riskini karşılamak için

²⁹ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 410.

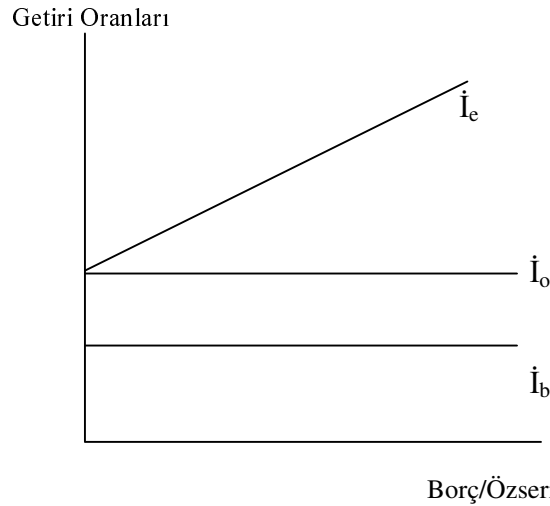
³⁰ Türko, Metin; a.g.e., s. 506

hissedarların yüksek getiri beklentisiyle dengelenmektedir. Özsermaye maliyeti ile borçlanma düzeyi arasındaki ilişki aşağıdaki gibidir;³¹

$$i_e = i_o + (i_o - i_b) \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}} \quad (15)$$

M&M'e göre, firmaların borçlanma düzeyi ne kadar artarsa artsın bu durum firma için risk unsuru olarak görülmediği için borçlanma maliyeti sabit kalmaktadır. Özsermaye maliyeti yani özsermayenin beklenen getirisi, borçlanma miktarı ile orantılı olarak artmaktadır.³² Bu nedenle ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır. M&M'in II. Önermesine göre, özsermaye maliyeti, ortalama sermaye maliyeti ve borçlanma düzeyi arasındaki ilişki Şekil I.4'te gösterilmektedir.

Şekil I.4. Risksiz Borç ile M&M'in II. Önermesi



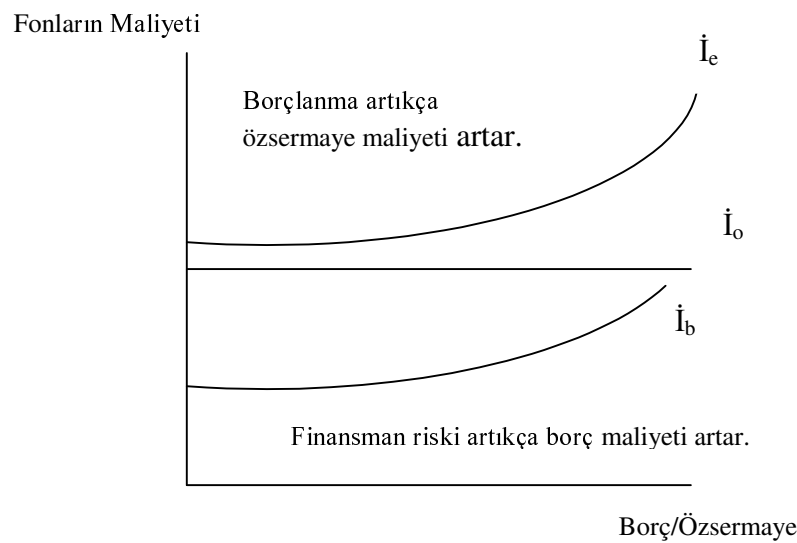
Kaynak: Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 412.

³¹ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 410.

³² Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 557.

Gerçek dünyada firmaların borçlanma miktarı arttıkça borcun ana para ve faiz yükümlülüklerini yerine getirebilme riski artacağı için borçlanma maliyeti artmaktadır. Özsermaye kullanımına karşın ucuz borçlanmanın sağladığı fayda bir yere kadar sürmektedir. Bu durum Şekil I.5'te gösterilmektedir.

Şekil I.5. Borçla Finansmanın Riski Dikkate Alındığında M&M'in II. Önermesi



Kaynak: Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 557.

Şekil I.5'te ortalama sermaye maliyeti, borç maliyetinin ve özsermaye maliyetinin ağırlıklı ortalamasından oluştuğu için, borç ve özsermaye oranındaki değişiklikten etkilenmemektedir. Firmanın borç miktarındaki artışı sonucunda, finansman riski arttığı için özsermaye maliyeti artmakta, ortakların artan risk sonucunda daha yüksek kar payı istemeleri sonucunda özsermaye maliyetinin yükselmesi, ucuz borçlanmanın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisini ortadan kaldırmaktadır.³³

³³ Ceylan, Ali; a.g.e., s. 191.

M&M, I. Önerme ve II. Önermeden elde ettikleri çıkarımları sermaye yapısı ve yatırım politikası ilişkisi yönünden değerlendirerek, yatırım kararları ve finansal kararlar arasında ilişki olmadığını belirtmişlerdir. Eğer bir yatırım projesi kötüyse, projenin finansmanında borç veya özsermayenin hangi oranlarda kullanılacağına önemi yoktur.³⁴

III. ÖNERME: Yatırım kararlarının alınmasında kullanılacak iskonto oranı veya yatırım kararları için öngörülecek asgari karlılık oranı yatırım finansman şekline tamamen bağımsızdır. Daha açık bir deyişle, M&M, bir yatırımın projesi ne şekilde finanse edilirse edilsin, bunun yatırım kararları üzerine etkisi olmadığını, yatırım ve finansman kararlarının birbirinden bağımsız olduğunu savunmaktadır. Bu görüş, yatırım kararlarını, finansman kararlarından tamamen ayırmaktadır.³⁵

M&M'in III. Önermesi, firmanın tahvil ihracı, dağıtılmamış karlar ve adi hisse senedi ihracı gibi üç finansman yöntemine sahip olduğu ve yatırımların ancak yatırımın getiri oranının (P^*) gelir akımına uygulanacak iskonto orandan (P_k) büyük ($P^* > P_k$) veya eşit ($P^* = P_k$) olduğu durumda hayata geçirileceğini varsaymıştır. Bu nokta firma için kesim noktasını oluşturmaktadır ve bu kesim noktası yatırımın finansman şekline etkilenmemektedir.³⁶ Yatırım finansmanı için tahvil ihracı düşünüldüğünde, yatırımın getiri oranının faiz oranından büyük olması durumunda yatırım karlı bir yatırım olarak kabul edilir, ancak bu yatırım ile birlikte sermaye yapısında borç bulunduran firmanın hisse senedinin piyasa değeri düşecektir. Çünkü ucuz borçlanma kaynağı sonucunda elde edilen kazançlar, borçlanma düzeyinin artması nedeniyle risk üstlenen pay sahipleri tarafından beklenen getirinin artması ve

³⁴ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 558.

³⁵ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 497.

³⁶ Culp, L.Christopher; "The Modigliani-Miller Propositions", In the Growth of Risk Management: A History, London: Risk, 2003, s. 84.

buna bağlı olarak hisse senetlerinin düşük değerlenmesiyle dengelenecektir. Dağıtılmamış karlar ele alındığında, ortaklar alıkonulan kar üzerinden bir kazanç beklemektedir. Pay sahipleri bu kazancı, yatırımın getiri oranının (P^*), gelir akıma uygulanacak iskonto oranından (P_k) büyük olması durumunda elde edebilmektedir. Adi hisse senedi ihracı yoluyla finansman düşünöldüğünde ise yatırım, eski pay sahipleri açısından sadece yatırımın getiri oranı (P^*), gelir akıma uygulanacak iskonto oranından (P_k) büyük olduğunda avantaj sağlayacaktır. Yatırımın finansmanı için yeni hisse senedi ihraç edildiğinde, yatırımın geręekleşmesi ile firma değerinde bir artış geręekleşmekte ancak bu durumda eski pay sahiplerinin varlıklarında sulanma etkisi ortaya çıkmaktadır. Hisse başına beklenen kazançların sulanması ve bu sulanmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatı üzerindeki etkisi, kaldıraçtaki azalma sayesinde karşılanmaktadır.³⁷

I.1.4.2. Modigliani&Miller (M&M) Yaklaşımına Yapılan Eleştiriler

M&M'in 1958 çalışmasından sonra, bu yaklaşımı eleştiren pek çok çalışma yapılmıştır. M&M yaklaşımının, finansal kaldıraç oranları ve piyasanın tepkileri konusunda gözlemlenen olayları açıklamada yetersiz kaldığı düşünölmektedir.³⁸ M&M'in sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değerine yönelik çıkarımları, dayandığı varsayımların geręekçi olmaması nedeniyle aşağıda belirtildiği şekilde eleştirilmiştir;³⁹

³⁷ Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958); a.g.m., s. 195.

³⁸ Ryan, T.Glen; Vasconcellos, M.Geraldo; Kish, J.Richard; "Capital Structure Decisions: What Have We Learned?", Business Horizons, September-October, 1997, s. 41.

³⁹ Diacogiannis, George P.; a.g.e., s. 593.

1. Eleştiriler, etkin sermaye piyasalarının dengesiz dönemlere sahip olduğu konusuna odaklanmaktadır. M&M, etkin sermaye piyasaları dengesiz dönemlere sahip olsa bile yine de gereken arbitraj fırsatlarını sağlamada yeterli olduğu düşüncesini savunmaktadır.

2. M&M'in arbitraj işlemi, kişisel borçlanmanın, firma kaldıracının artırılmasının tam bir ikamesi olduğu varsayımına dayanmaktadır. Ancak gerçek dünyada bireylerin bir firmanın belirli bir bölümüne sahip olmaları taşıdıkları riski sınırlandırırken, kişisel borçlanma sorumluluğun tümünü yüklenmelerine sebep olmaktadır. Ayrıca, firmalar bireylerden daha düşük maliyetle borçlanabilmektedir.

3. M&M iflas maliyetlerinin olmadığını varsayar. Bu etkin piyasa yapısında, iflas aşamasındaki firmaların varlıklarının piyasa fiyatından satabileceği anlamındadır. Ancak gerçek dünyada firmanın iflası halinde varlıklarının gerçek değerinin altında paraya çevrilme olasılığı iflas maliyetlerini ortaya çıkartmakta, tasfiye giderleri de firma için ek bir maliyet unsuru oluşturmaktadır.

4. Vergi indirimi yani borç kullanımının sağladığı vergi tasarrufu dikkate alınmamıştır.

Sermaye piyasalarının etkin olmaması halinde hisse senetleri ile ilgili her türlü bilgiyi hiçbir gidere katlanmaksızın anında elde etmek mümkün olmamaktadır. Menkul kıymet alım satım işlemlerinin maliyetli olması arbitraj işlemi sınırlamaktadır. Arbitraj ancak sağlanacak fayda, işlemin gerektireceği masrafları aştığı takdirde yapılabilir. Sermaye yapısına önemli ölçüde kaynak sağlayan tasarruf kurumlarının bürokratik engelleri arbitraj işlemi geciktirmekte veya tamamen engel olmaktadır. Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetlerinin büyük ve

küçük firmalar için farklı olmasına yol açmaktadır. Bu durum finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın, finansal kaldıraçtan yararlanmayan veya daha az yararlanan firmalardan daha yüksek bir değere sahip olmasına yol açmaktadır.

Borç ve özsermaye ile finanse edilen firma tamamen özsermaye ile finanse edilen firmaya oranla daha fazla iflas olasılığıyla karşı karşıyadır. Sermaye yapısında borca yer veren firma, özellikle borçlanma oranı belli bir düzeyi aştığında, daha yüksek özsermaye maliyetine ve daha düşük piyasa değerine sahip olacaktır.⁴⁰ Ancak bir firmanın iflas olasılığı finansal kaldıraçın doğrusal bir fonksiyonu değildir; bu olasılık kaldıraç belirli bir seviyeyi aşınca ortaya çıkmaktadır.

M&M yaklaşımındaki önermelerin piyasa aksaklıkları olarak bilinen kişisel gelir vergisi, finansal sıkıntı ve temsil maliyetleri gibi nedenlerle gerçekleşemediği belirtilmektedir.⁴¹

I.2. Vergileri Dikkate Alan Yaklaşımlar

M&M (1958) çalışmalarını vergilerin olmadığı bir dünya üzerine kurmuşlardır. Bu konu çalışmanın en çok eleştiri alan varsayımı olarak öne çıkmıştır. Bunun üzerine vergileri de işleme dahil ederek borcun ilintisizliği önermelerini yeniden değerlendirme yoluna gitmişlerdir. M&M'in 1963 yılında yazdıkları "Kurumlar Vergisi ve Sermayenin Maliyeti: Bir Düzeltme" isimli çalışmalarında, vergilendirilebilir gelirin hesaplanmasında faiz ödemelerinin düşülmesi nedeniyle, sermaye yapısında daha fazla borç kullanılmasının, firmanın vergi yükümlülüğünü

⁴⁰ Türko, Metin; a.g.e., s. 507.

⁴¹ Schlingemann, P. Frederik; "Capital Structure Policy", Business Finance 721, Course Notes Week 7, Autumn, 1996, s. 10.

azaltacağını, bunun da vergi sonrası yüksek nakit akımlarını dolayısıyla firma değerini artıracığını ileri sürmüşlerdir.⁴² M&M bu makalelerinde, borçla finansmanın vergi avantajının 1958 yılında yazdıkları “Sermayenin Maliyeti, Şirket Finansmanı ve Yatırım Teorisi” isimli makalelerinde belirtilenden daha fazla olduğunu, ancak bu durumun, firmaların sermaye yapılarında mümkün olduğu kadar borç kullanmaları anlamına gelmediğini belirtmiştir.

Vergi oranlarının yüksek olduğu durumlarda, sermaye yapısında kullanılan borç miktarı yükseltilecek vergi tasarrufu avantajı artırılmaktadır. Yüksek vergi oranına sahip olan firmaların borçlanma oranları, düşük vergi oranına sahip firmaların borçlanma oranlarından yüksektir. Borçlanma dışında amortisman gibi vergi avantajı sağlayan kalemlere sahip olan firmalar ise, buna sahip olmayan firmalara göre daha az borç kullanmaktadır. Eğer vergi oranları zaman içerisinde artıyor ise, firmaların genel olarak borçlanma oranlarında yükselme beklenmektedir. Ülkeler bazında düşünüldüğünde, borçlanma oranlarının karşılaştırılmasının zor olmakla beraber, yüksek vergi avantajına sahip ülkelerin yüksek borçlanma oranına sahip oldukları tahmin edilmektedir.⁴³

M&M yaklaşımının vergiler de dikkate alınarak değerlendirilmesinde, kurumlar vergisinin, kurumlar vergisi ve gelir vergisinin firma değeri ve sermaye maliyeti üzerindeki etkileri ayrı ayrı incelenecektir.

⁴² Jensen, C. Michael; Smith, Jr.W.Clifford (1986); “The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview”, in The Modern Theory of Corporate Finance, 2.Edition. Edited by Clifford W.Smith Jr,1990, s. 9.

⁴³ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 539.

I.2.1. Kurumlar Vergisi Dikkate Alındığında Firma Değeri ve

Sermaye Maliyeti

Vergisiz koşullardaki M&M I.Önermesine kurumlar vergisi dahil edildiğinde, firmanın toplam piyasa değeri, sermaye yapısında kullandığı uzun dönem borç miktarı ile pozitif ilişkilidir şeklinde ifade edilebilir.⁴⁴ M&M'e göre kurumlar vergisi işleme dahil edildiğinde, borç kullanan firmanın vergi sonrası beklenen getirisi tamamen özsermaye kullanan firmaninkinden daha yüksek olmaktadır.⁴⁵

M&M'e göre, tamamen özsermaye ile finanse edilen firmanın değeri, firmanın vergi sonrası net faaliyet gelirinin firmanın özsermaye maliyeti ile iskonto edilmesi sonucunda elde edilmektedir.⁴⁶

$$V_U = \frac{FVÖK \times (1 - T_c)}{I_{eU}} \quad (16)$$

Burada;

T_c = Kurumlar vergisi oranı,

I_{eU} = Kaldıraçsız firmanın özsermaye maliyeti oranıdır.

Sermaye yapısında sürekli ve düzenli bir şekilde borç bulunduran firmanın vergi tasarrufunun şimdiki değeri, vergiye konu olan tutarın borç maliyeti ile indirgenmiş değeridir,⁴⁷

⁴⁴ Diacogiannis, George P.; a.g.e., s. 596.

⁴⁵ Modigliani, Franco; Miller, Merton H. (1963); "Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review, vol.53, June, Çeviren: Selim Soydemir; "Finans Teorisinin Temel Makaleleri", SPK Yayınları, Yayın No:124, 1. Baskı, Ankara, 1998, s. 208.

⁴⁶ Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s. 237.

⁴⁷ Van Horne, James C.; a.g.e., s. 267.

$$\text{Vergi Tasarrufunun Şimdiki Değeri} = \frac{t_c r B}{r} = t_c B \quad (17)$$

Burada;
r = Faiz oranıdır.

Borcun finansal sıkıntı maliyetinin ve gelir vergilerinin etkisinin olmadığı yalnızca kurumlar vergisinin etkisi dikkate alındığında M&M'e göre firma değeri aşağıdaki gibidir;⁴⁸

$$\begin{array}{l} \text{Borç Kullanan} \\ \text{Firmanın Değeri} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Borç Kullanmayan} \\ \text{Firmanın Değeri} \end{array} + \text{Vergi Tasarrufu} \quad (18)$$

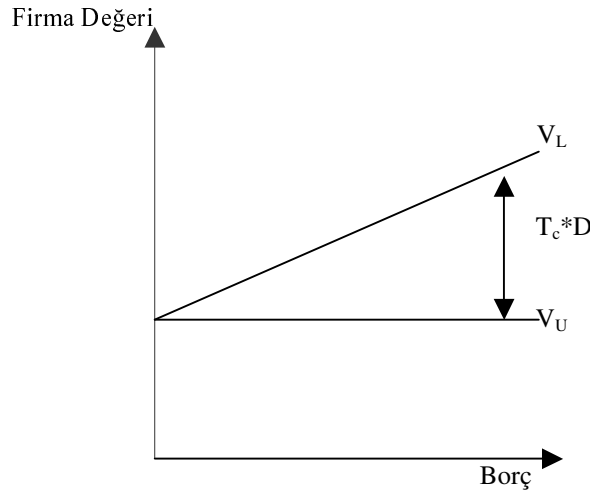
$$V_L = V_U + T_c \times B \quad (19)$$

Kurumlar vergisi dikkate alındığında, borç ve özsermaye ile finanse edilen firmanın değeri, borcun vergi tasarrufunun şimdiki değerine eşit olan miktarda artmaktadır ve firma değeri sermaye yapısından etkilenmektedir. Borç kullanan firmanın artan değeri borca ödenen faiz oranına değil borç miktarına bağlıdır.⁴⁹ Kurumlar vergisinin işleme dahil edilmesiyle borç kullanan firma değerindeki artış Şekil I.6'da gösterilmiştir.

⁴⁸ Kemsley, Deen; Nissim, Doron; "Valuation of the Debt Tax Shield", The Journal of Finance, Vol.LVII, No.5, October, 2002, s. 2049.

⁴⁹ Diacogiannis, George P.; a.g.e., s. 597.

Şekil I.6. Kurumlar Vergisi Dikkate Alındığında Borç Kullanma Düzeyi ve Firma Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 555.

Şekil I.6'dan, kurumlar vergisi işleme dahil edildiğinde borç kullanan firmanın değerinde artış olduğu görülmektedir. Değer artışını, firmanın sürekli borçlanması halinde kurumlar vergisinin etkisiyle devlete vereceği vergi tutarının azalması yaratmaktadır. Firmanın borçlanması nedeniyle katlandığı faiz maliyetinin vergi oranı kadar olan miktarı devlet tarafından ödenmektedir.⁵⁰

M&M II. Önermesine göre, vergisiz koşullarda hissedarlar borçlanma oranı arttıkça ödenmeme riskini dikkate alarak daha yüksek getiri istemektedir. Bu durumda borçlanmanın sağladığı avantaj beklenen getirinin yükselmesiyle dengelenmekte ve ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır. Kurumlar vergisi işleme dahil edildiğinde ise, borçlanmanın sağladığı vergi tasarrufu ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir. M&M'e göre, sermaye yapısında borç bulduran firmanın ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibidir;⁵¹

⁵⁰ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 555.

⁵¹ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 416.

$$\dot{I}_{oL} = (1 - T_c) \dot{I}_b \left[\frac{Borç}{V} \right] + \dot{I}_e \left[\frac{Özsermaye}{V} \right] \quad (20)$$

Borcun vergi avantajı dikkate alındığında, ortalama sermaye maliyeti vergi sonrası faiz oranına $(1 - T_c) \dot{I}_b$ göre değişmektedir. Eğer vergi oranı sıfır ise, vergilerin olmadığı durumdaki ortalama sermaye maliyeti formülü geçerli olmaktadır.

Kurumlar vergisinin işleme dahil edilmesi halinde sermaye yapısında borç bulunduran firmanın özsermaye maliyeti ise;⁵²

$$\dot{I}_{eL} = \dot{I}_{eU} + (\dot{I}_{eU} - \dot{I}_b)(1 - T_c) \left[\frac{Borç}{Özsermaye} \right] \quad (21)$$

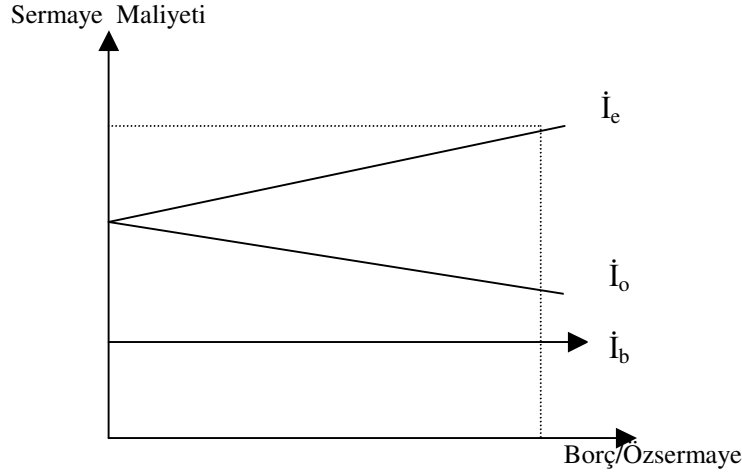
Burada;

\dot{I}_{eL} = Borç kullanan firmanın özsermaye maliyeti

Kurumlar vergisi dikkate alındığında borç kullanma düzeyi ile borç maliyeti, özsermaye maliyeti ve ortalama sermaye maliyeti arasındaki ilişki Şekil I.7'de gösterilmektedir.

⁵² Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s. 236.

Şekil I.7. Borç Kullanma Düzeyi İle Özsermaye Maliyeti, Borç Maliyeti ve Ortalama Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki



Kaynak: Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s. 411.

Şekil I.7'ye göre, borç kullanma düzeyindeki artış firmanın risklilik düzeyini buna bağlı olarak da firmanın özsermaye maliyetini artırmaktadır. Ancak ek borçlanma kurumlar vergisi ödemelerini azalttığından ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir.

M&M'e göre, faiz ödemeleri vergi matrahından düşülmektedir, ancak, borç verenler firmalara kısıtlamalar yapmakta, finansal esnekliği korumak amacıyla boş borç kapasitesi buldurmaya yönelmektedirler. Bu nedenle borcun vergi faydası olmasına rağmen gerçek dünyada firmalar %100 borçla finansman yöntemini kullanamamaktadır.⁵³ Ayrıca aşırı derecede borçlanma firmaların tüm kazançlarının faiz ödemelerine gitmesine neden olabilmekte ve vergiye konu olan kar rakamının çok düşük olması vergi tasarrufunu azaltmakta hatta yok etmektedir.

⁵³ Modigliani, Franco; Miller, Merton H. (1963); a.g.m., s. 217.

I.2.2. Kurumlar ve Gelir Vergisi Dikkate Alındığında Sermaye

Yapısı Kararları

Kurumlar vergisi, bir kurumun vergiden önceki karı üzerinden belirli bir vergi oranı ile hesaplanırken, gelir vergileri, yatırımcının elde ettiği hisse senedi geliri (temettü), faiz geliri ve sermaye kazançlar üzerinden hesaplanmaktadır. Bazı ülkelerde (ABD gibi.) yatırımcılar farklı gelir vergisi oranlarına sahiptir. Sermaye kazancı üzerinden ödenen gelir vergisi oranı, faiz gelirine ve hisse senedi gelirine uygulanan gelir vergisi oranından daha düşüktür ve menkul kıymet satıldığında söz konusu olmaktadır. Bu nedenle yatırımcı açısından, sermaye kazancının vergi tasarrufu faydası faiz ve temettü gelirlerine oranla daha azdır. Kurumlar vergisi ile kişisel gelir vergisi birlikte ele alındığında, firma açısından borç kullanımının vergi tasarrufu avantajı azalmakta veya ortadan kalkmaktadır.

M&M (1963) çalışmalarında, borcun vergi tasarrufu avantajı ile kullanılan borcun maliyeti azalarak firma değerini artırdığını belirtmişlerdir. 1977 yılında Merton Miller tarafından yapılan çalışmada ise, borcun ilintisizliği teoremi hisse senedi geliri ve faiz geliri elde eden yatırımcılardan gelir vergisi alınması durumu dikkate alınarak incelenmiştir. Buna göre, gelir vergileri analize dahil edildiğinde borçlanmanın firma değeri üzerindeki olumlu etkisi azalmaktadır.⁵⁴ Miller, piyasaların dengede olması ve gelir vergilerinin olmaması halinde gelir vergilerinin firma değeri üzerinde etkisinin olmadığını, firma değeri ile sermaye yapısı kararlarının ilişkisiz olduğunu göstermiştir. Bu durum, M&M'in vergisiz

⁵⁴ Benninga Z. Simon; Oded, H.Sarıg; "Corporate Finance: A Valuation Approach" McGraw Hill Companies, USA, 1997, s. 255.

dünya için yaptıkları önerme ile aynı olmaktadır. Miller'in bu çıkarımı yaptığı model aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır,⁵⁵

1. Hisse senedi gelirin e uygulanan gelir vergisi oranı sıfırdır.
2. Gelir belirlidir.
3. Firmalar ve bireyler için borç almanın ve borç vermenin vergi öncesi oranı aynıdır.

Faiz gelirlerine uygulanan gelir vergisi oranı (t_b) ile hisse senedi gelirin e uygulanan gelir vergisi oranının (t_s) eşit olması ($t_b=t_s$) halinde, borç kullanan firmanın yatırımcısının elde edeceği nakit akımı, tamamen özsermaye kullanan firmanın yatırımcısının elde edeceği nakit akımından fazla olmaktadır. Yatırımcıların elde edeceği nakit akımlarındaki bu fark, vergi etkisi olarak açıklanmaktadır. Borç kullanan firmanın yatırımcısının vergi avantajı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır,⁵⁶

$$\text{Vergi Avantajı} = \left[1 - \frac{(1-t_c)(1-t_s)}{(1-t_b)} \right] \times B \quad (22)$$

Burada;

t_s : Hisse senedi getirisine uygulanan kişisel gelir vergisi oranı,

t_b : Borç gelirin e uygulanan kişisel gelir vergisi,

t_c : Kurumlar vergisi,

B: Borç miktarı.

Faiz gelirin e uygulanan gelir vergisi oranının, hisse senedi gelirin e uygulanan gelir vergisi oranından büyük olması ($t_b>t_s$) halinde, özsermaye kullanan firmanın yatırımcılarının elde edeceği nakit akımı, borç kullanan firmanın

⁵⁵ Diacogiannis, George P.; a.g.e., s. 605.

⁵⁶ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 556.

yatırımcılarının nakit akımlarına oranla daha yüksek olmaktadır. Bunun nedeni, tamamen özsermaye kullanan firmanın kurumlar vergisindeki artışın, gelir vergisindeki azalmayla dengelenmesidir.⁵⁷

Miller, piyasaların dengede olmaması halinde gelir vergilerinin işleme dahil edilmesiyle, sermaye yapısında borç bulunduran firmanın değerinde artış olacağını belirtmiştir. Buna göre, borç kullanan firmanın değeri;⁵⁸

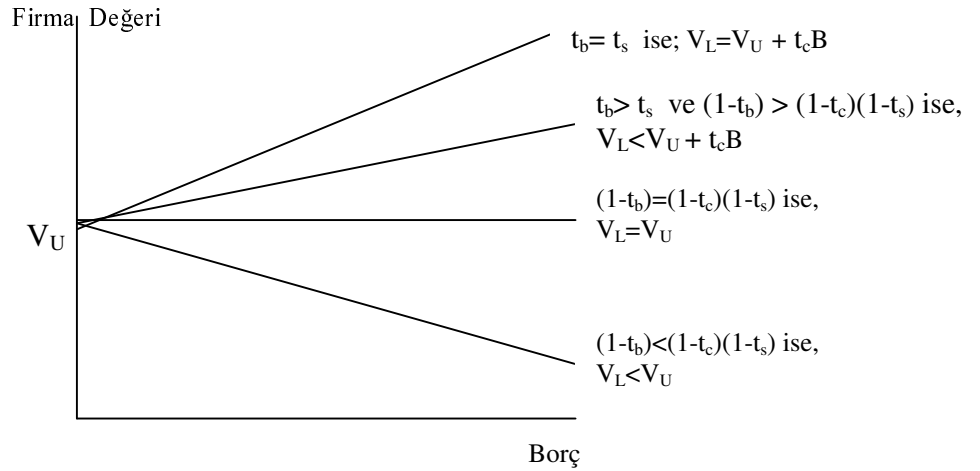
$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1-t_c)(1-t_s)}{(1-t_b)} \right] \times B \quad (23)$$

Borç kullanan firmanın değerindeki artış, piyasada farklı gelir vergisi oranlarına sahip yatırımcıların olmasına bağlıdır. Faiz gelirleri ve hisse senedi gelirlerine uygulanan gelir vergisi oranının eşit olması halinde, gelir vergisinin etkisi ortadan kalkacağı için firma değeri, M&M'in kurumlar vergisi çıkarımı ile aynı olmakta, sermaye yapısında kullanılan borcun vergi avantajı oranında firma değerinde artış sağlanabilmektedir. Kurumlar ve gelir vergilerinin işleme dahil edilmesi halinde, sermaye yapısında borç bulunduran firmanın değerinde meydana gelen değişiklikler Şekil I.8'de gösterilmektedir.

⁵⁷ Van Horne, James C.; a.g.e., s. 270-271.

⁵⁸ Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s. 458

Şekil I.8. Kurumlar ve Gelir Vergilerinin Borç Kullanan Firmanın Değerine Etkisi



Kaynak: Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s.459.

Şekil I.8'e göre, iflas maliyetleri ve temsil maliyetlerinin dikkate alınmaması halinde, kurumlar vergisi ve gelir vergilerinin borç kullanan firma değerine olan etkisi, t_b , t_c ve t_s 'ye bağlı olarak değişmektedir.

Yatırımcısının gelir vergisi sonrasında elde edeceği getiriyi dikkate alan firma, sermaye yapısında borç veya hisse senedi finansmanının hangisini kullanacağını belirleyerek bundan yarar sağlayabilmektedir. Bu işlemi, yatırımcısının faiz gelirin'e uygulanan gelir vergisi oranı ile kurumlar vergisi oranını karşılaştırarak yapmaktadır. Faiz gelirin'e uygulanan gelir vergisi oranının kurumlar vergisi oranından yüksek olması ($t_b > t_c$) halinde, firmanın yatırımcısının vergi sonrası getirisi daha yüksek olacağı için hisse senedi yoluyla finansmanı tercih edecektir. Bunun tersi durumda ($t_b < t_c$) ise, firma borçla finansman yoluna gidecektir. Borçla finansmanın firmaya sağladığı avantaj, piyasada vergiden muaf yatırımcıların var olmasına bağlıdır. Firmanın ihraç edeceği yeni borçlanma aracının bir kısmını vergiden muaf yatırımcıların aldığı ve artık piyasada vergiden muaf yatırımcının kalmadığı düşünülürse, borçlanma aracının bir miktarını da vergi mükellefi olan yatırımcılar alacaktır. Ancak firma, bu yatırımcıların borçlanma aracını almaları için

faiz oranını artırarak borçlanma aracını cazip hale getirmeye çalışacaktır. Böylelikle, firma, borç kullanımından sonsuza kadar avantaj sağlayamamakta, marjinal gelir vergisi ile kurumlar vergisinin eşit olduğu noktaya kadar borç ihracı yapabilmektedir. Bu noktada piyasa, borçlanma aracı ve hisse senedi ile finansman açısından dengede olduğu için firma, sermaye yapısı içerisinde borç miktarını artırarak firma değerinde artış sağlayamamaktadır.⁵⁹

Miller analizi, firmanın sermaye yapısı kararlarında yatırımcının vergi önceliklerini de dikkate alan farklı bir bakış açısı sağlamaktadır. Firmaların düşük borç seviyelerine sahip olmalarında açıklayıcı faktör, bireysel seviyedeki borç ve sermayenin kurumsal yatırımcıdan farklı tutulmasıdır. Kurumlar vergisinin sağladığı vergi avantajı, kişisel gelir vergisinin dezavantajı ile dengelenmektedir. Miller modelinde kişisel gelir vergisinin olumsuz etkisi dikkate alınmadığında model M&M'in (1963) çalışmasına benzemektedir.⁶⁰

I.3. Sermaye Yapısı Teorilerine Etki Eden Piyasa Aksaklıkları

Optimal sermaye yapısı, firmanın toplam değerinin en yüksek, ortalama sermaye maliyetinin en düşük ve firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatının maksimum olduğu bileşimdir. Faaliyet gösterilen piyasanın etkinlik düzeyi firmaların optimal sermaye yapılarını oluşturmalarında etkili bir faktördür. Sermaye yapısı teorilerinin gerçek hayatta geçerli olmamasının nedeni, piyasaların literatürde belirtilen tam rekabet koşullarından farklılık göstermesidir. Gerçek dünyada, firmaları optimal sermaye yapısından uzaklaştıran, finansal sıkıntı ve iflas

⁵⁹ Van Horne, James C.; a.g.e., s. 271.

⁶⁰ Ryen, T.Glen; Vasconcellos, M.Geraldo; Kish, J.Richard; a.g.m., s. 42.

maliyetleri, temsil maliyeti ve asimetrik bilgi problemi gibi piyasa aksaklıkları bulunmaktadır.

I.3.1. Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyetleri

Temel amacı firma değeri maksimizasyonu olan firmanın borçlanma düzeyindeki artış başlangıçta firma değerine olumlu katkı sağlarken belirli bir düzeyi aştıktan sonra bu olumlu katkı azalmaktadır. Borçlanmanın sağladığı olumlu katkının azalmasının nedeni ise, finansal sıkıntı ve temsil maliyetlerindeki artma olarak açıklanmaktadır.

Finansal sıkıntı, bir firmanın faaliyetlerinden sağladığı nakit akımlarının ana para ve faiz ödemeleri gibi yükümlülüklerini yerine getirmede yetersiz kalması ve firmanın düzeltici işlemler yapmak zorunda olması durumudur.⁶¹ Finansal sıkıntı borç ödeme güçlüğüne yansır ve firmanın negatif değere sahip olması, yani varlıklarının değerinin borçlarının değerinden küçük olması ya da faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımlarının cari yükümlülüklerini karşılamada yetersiz olması halinde ortaya çıkmaktadır.⁶²

Finansal sıkıntı çözümlenemediği zaman firma tasfiye veya iflas durumuyla karşı karşıya kalmaktadır. Tasfiye ve iflas birbirinden farklı kavramlardır. İflas, bir firmanın cari borçlarını karşılayamaması veya borç anlaşmalarında iflasa yol açabileceği belirtilen maddelerin ihlal edilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Bu durumda hissedarlar firma üzerindeki haklarını tümüyle kaybetmektedir. Tasfiye ise, firmanın beklenen nakit akımlarının piyasa değerinin, varlıkların parça parça

⁶¹ Ercan, Metin Kamil; Ban Ünsal; a.g.e., s. 238.

⁶² Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s. 831.

satılmasıyla oluşan toplam değerinden az olması halinde gerçekleşmektedir.⁶³ Firmanın finansal kaldıraç kullanması ile iş riski ve finansal riskinde meydana gelen artış iflas ve finansal sıkıntı olasılığını artırmaktadır.

Finansal sıkıntı maliyetleri ve optimal borçlanma oranı, nakit akımının düzenliliğine, firmanın varlık ve hizmetlerine, organizasyon yapısına, büyüme potansiyeline ve vergi uygulamalarına bağlıdır.⁶⁴

Bir firmada iflas olasılığının iki önemli belirleyicisi vardır. Bunlardan birincisi, firmanın borç yükümlülüklerini karşılaması için gereken nakit akımı tutarı ile faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımı arasındaki ilişkidir. Firmanın faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımı miktarı, yükümlülükleri için gereken miktardan ne kadar yüksek olursa iflas olasılığı o derece azalmaktadır. İkinci önemli unsur ise, firmanın faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımlarının zaman içinde gösterdiği değişkenliktir.⁶⁵ Bir firmanın nakit akımındaki dalgalanmalar ne kadar büyükse söz konusu dönemde firmanın karşılaştığı sorunların üstesinden gelmesi de o kadar zorlaşmaktadır. Ancak, düzenli nakit akımına sahip olan firmaların borçlanma seviyesinin yüksek olması bir seviyeye kadar risk unsuru olarak görülmemektedir.⁶⁶

Finansal sıkıntı maliyetleri firmaların karşılaşılabilecekleri ve onları iflasa kadar götürebilecek bazı zor durumların firmaya olan maliyetleridir. Finansal sıkıntı, direkt iflas maliyetleri ve dolaylı iflas maliyetleri olmak üzere iki tür maliyet içermektedir.

⁶³ Jensen, C.Michael and Meckling, H.William (1976); "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 3-305-360, s. 341.

⁶⁴ Sabal, Jaime; "Financial Decisions in Emerging Markets", Oxford University Press, England, 2002, s. 201.

⁶⁵ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 542-543.

⁶⁶ Ryan, T.Glen; Vasconcellos, M.Geraldo; Kish, J.Richard; a.g.m., s. 42.

I.3.1.1. Direkt İflas Maliyetleri

Direkt iflas maliyetleri gelecekte mümkün olabilecek iflas süreci ile ilgilidir ve tasfiye veya yeniden yapılanmanın yasal ve yönetsel maliyetlerini içermektedir. Direkt iflas maliyetleri, yasal ödemeler, borç verenlerin açtıkları davalar nedeniyle varlıkların nakte çevrilme süresinin uzaması ve buna bağlı olarak varlıkların fiziksel zarar görmesi nedeniyle oluşan maliyetler, avukat ücretleri, mahkeme masrafları, muhasebe ve hesaplamalar için yapılan ödemeler ve yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Direkt iflas maliyetleri hesaplanabilen türden giderlerdir ve firma değerinin belirli bir yüzdesi olarak belirtilmektedir.

Direkt iflas maliyetleri, firmanın organizasyon yapısına ve sözleşmelerin özelliklerine bağlı olarak değişmektedir. Karmaşık sözleşme yapısına sahip firmalarda direkt iflas maliyetleri daha yüksek olmaktadır.⁶⁷ Organizasyon yapısının karmaşık olması, ilişkileri düzenlemede daha detaylı sözleşmeler yapılmasını gerekli kılmaktadır. Bu nedenle iflas süreci başladığında tarafların işleme dahil olmaları nedeniyle artan işlem miktarı direkt iflas maliyetlerinde artışa neden olmaktadır.

I.3.1.2. Dolaylı İflas Maliyetleri

Dolaylı iflas maliyetleri, firmanın piyasa itibarını kaybetmesi, müşterilerin firmanın sunduğu hizmet ve servislere olan güveninin kaybolması, yöneticilerin amaçlarından uzaklaşması, firmanın kredi sağlamada güçlük yaşaması, hammadde sağlayanlarla ilişkilerinin olumsuz etkilenmesi, müşterilerin rakip firmalara gitmesi ve çalışanların işten ayrılmak istemesi gibi ölçülemeyen türden

⁶⁷ Sabal, Jaime; a.g.e., s. 197.

maliyetlerdir.⁶⁸ Diğer yandan, firmanın iflas etmesi halinde işlerini kaybedeceklerini düşünen yöneticiler, finansal sıkıntılı dönemini uzatabilmek ve işlerini daha geç kaybetmek için, makineleri hor kullanıp bakımlarını ihmal edebilmekte, varlıkları değerinden çok düşük fiyata satabilmekte, firmanın uzun dönem pazardaki durumunu gözardı ederek maliyetleri düşürmek için ürün kalitesinden ödün verebilmektedir.⁶⁹ Böyle bir durum, firmanın yasal iflasını önlese bile ortaya çıkan iflas maliyetleri, firma değerini düşürmektedir.

İflasa gitmekte olan bir firmanın güçlüklerini yansıtan dolaylı iflas maliyetleri, finansal sıkıntı nedeniyle yatırım politikalarında değişikliğe gidilmesiyle firma değerindeki azalma olarak da ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler ve Yönetim Kurulu'nun riskli projeleri onaylayabilmeleri ihtimali, yasal iflasın açıklanıp yargıya başvurusuyla beraber yatırım kararlarının kontrolünün yöneticilerden alınmasına yol açmaktadır.⁷⁰

Koruyucu (Protective Covenants) anlaşmalar, finansal esnekliği azaltmasına rağmen iflas maliyetlerini düşürerek firma değerini artırıcı etki yaratmaktadır. Borç verenler ile yapılan koruyucu anlaşmalar borç süresi içinde ödünç verenin çıkarlarını korumak üzere firmanın belirli davranışlarını sınırlandıran maddeler içermektedir. Hissedarlar, iflas maliyetlerini azaltmak için borç kullanmama, kısıtlayıcı ve koruyucu anlaşmalar içermeyen borç kullanma veya borç sözleşmelerindeki kısıtlayıcı maddeleri kendileri düzenleyerek iflas maliyetlerini

⁶⁸ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 542-543.

⁶⁹ Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s. 238.

⁷⁰ Barclay, J. Micheal; Smith, W.Clifford; Watts L. Ross; "The Determination of Corporate Leverage And Divident Policy's", "New Corporate Finance" içinde, Editör: Chew, Donald H; McGraw Hill Comp., 2.Baskı, Singapore, 1999, s. 218.

azaltma yoluna gitmektedir. Hissedar ile borç veren arasındaki çatışmada bu tür seçimler en düşük maliyetli çözümü oluşturmaktadır.⁷¹

I.3.1.3. Finansal Sıkıntı ve Kaldıraç İlişkisi

Sermaye yapısında borç miktarı arttığı durumlarda, firma değeri faiz indiriminin sağladığı vergi tasarrufu avantajı sonucunda artmaktadır. Bu fayda, borç miktarının artışı nedeniyle oluşan ya da gelecekte olması beklenen finansal sıkıntı maliyetleri ile dengelenmektedir. Finansal kaldıraçta orta seviyelerinde, vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetleri dengelenerek firma değerine katkıda bulunmaktadır.

Faizin vergi indiriminin faydası ile finansal sıkıntı maliyeti arasındaki denge M&M'in firma değeri teriminde özetlenmektedir. Buna göre firma değeri, faizin vergi tasarrufunun şimdiki değerinden finansal sıkıntı maliyetlerinin şimdiki değerinin düşülmesi sonucunda elde edilen tutara özsermaye ile finanse edilen firma değerinin eklenmesi şeklinde ifade edilmektedir;⁷²

$$V_L = V_U + T_c \times D - PV(BC) \quad (24)$$

Burada;
PV(BC)= İflas maliyetlerinin şimdiki değeri.

Sermaye yapısında borç bulunduran bir firmada vergilerin olmadığı düşünüldüğünde borçlanma miktarındaki artış, firmanın finansal risk priminde artışa

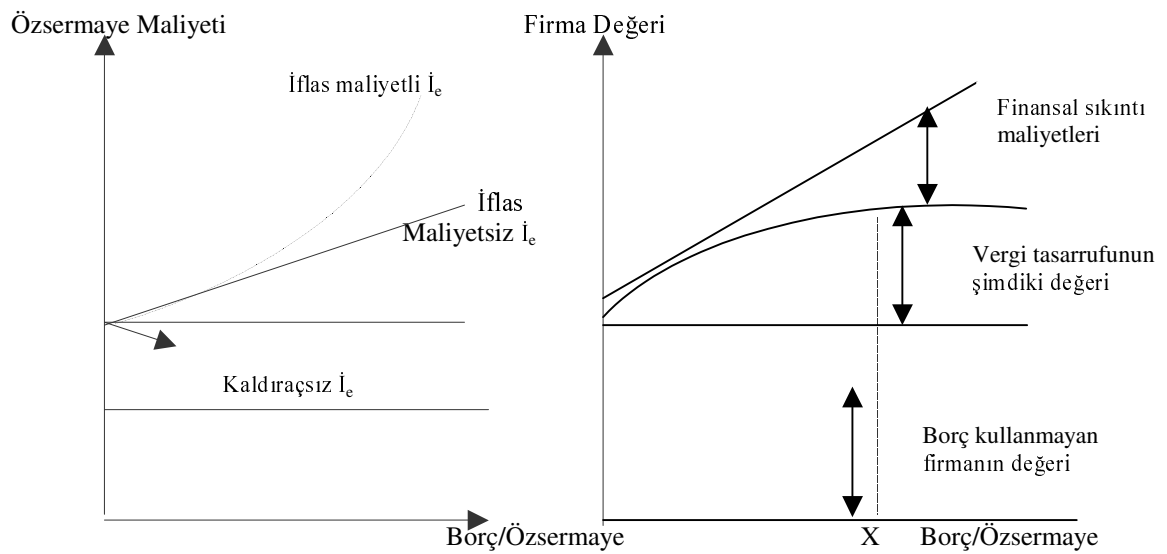
⁷¹ Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s. 431.

⁷² Peterson, P. Pamela; 'Financial Management and Analysis', McGraw-Hill Company, 1994, North America. s. 618.

neden olarak iflas maliyetlerini artırmaktadır. Beklenen iflas maliyetleri özsermaye maliyeti ve firma değeri üzerinde negatif etkiye sahiptir. İflas maliyetleri ve vergilerin olmadığı bir dünyada özsermaye maliyeti kaldıraçla beraber doğrusal olarak artmaktadır. İflas olasılığının artmasıyla beraber hisse senedi sahiplerinin gelirinde meydana gelen azalma özsermaye maliyetindeki artışı hızlandırmaktadır.⁷³ Yatırımcıların, firmanın gelecekte finansal sıkıntıya düşme olasılığını cari değerlere yansıtması firmanın toplam değerini azaltmaktadır.⁷⁴ Söz konusu ilişki Şekil I.9'da gösterilmiştir.

Şekil I.9. Borç Kullanımının Sağladığı Vergi Tasarrufu, Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Firma

Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Van Horne, James C.; a.g.e., s. 275-276 ve Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 418.

Şekil I.9'da firmanın Borç/Özsermaye oranındaki artışa bağlı olarak iflas maliyetlerinde artış meydana gelmekte ve özsermaye maliyeti yükselmektedir. Diğer

⁷³ Van Horne, James C.; a.g.e., s.275

⁷⁴ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 418

yandan borç kullanımının vergi tasarrufu avantajı ile yükselen firma değeri, finansal sıkıntı maliyetlerindeki artmasıyla beraber firmanın tahvillerinin ve hisse senetlerinin piyasa değeri düşmeye başlamaktadır. Vergiden sağlanan marjinal faydanın finansal sıkıntının verdiği marjinal zarar ile dengelendiği (X) noktasında optimal borçlanma miktarına ulaşılmaktadır. Optimal noktadan sonra borçlanma arttıkça finansal sıkıntının maliyetleri vergi avantajından ağır basmakta ve firma değerinde azalmaya yol açmaktadır.⁷⁵

Finansal sıkıntının çözüm şekli, firmanın bulunduğu ekonomideki göreceli avantajlarına bağlıdır. Ülkelerin gelişmişlik düzeyi ve iflas sistemleri arasında yapılan karşılaştırmada, ülkeden ülkeye kredi verenler, firma sahibi ve yöneticilere yönelik kararlar farklı olmaktadır. Bazı ülkeler borç verenlerin haklarını korurken, bazıları da, borç alanların haklarını korur niteliktedir. Finansal sıkıntı durumunda, firmaların bankalarla olan ilişkileri önemli hale gelmekte, bankalarla ilişkileri güçlü olan firmalar finansman kaynağına daha kolay ulaşabildikleri için borçların vadesine yönelik değişiklikleri daha kolay yapabilmektedir.⁷⁶

Finansal sıkıntıda olan firmalar, temel varlıkların satılması, bir başka firmayla birleşme, AR&GE harcamalarını azaltmak, yeni hisse senedi ihraç etmek, bankalar ve diğer kredi kurumları ile görüşmeler yapmak, borcun yerine hisse senedi ikame etmek ve iflas istemek gibi bazı yollara başvurmaktadır. Bu çözümlerden ilk üçü firmanın varlıkları ile ilgili diğerleri ise, finansal yapılanmayla ilgilidir.⁷⁷

⁷⁵ Kolb, Robert W; Roriguez, Ricardo J.; "Finansal Management", Blackwell Publishers, Edition 2, Çeviren: Ali İhsan Karacan, SPK Yayınları, Yayın No:35, 1. Baskı, Ankara, 1996, s. 259.

⁷⁶ Claessens, Stijn, Djankov, Simeon, Klapper, Leora; "Resolution of Corporate Distress in East Asia", World Bank Policy Research Paper 2133, June, 1999, s. 4.

⁷⁷ Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s. 857.

Yönetimin firmanın daha kötüye gitmesini engelleme çabaları, iflasla ilgili gecikmeler ve yasal karşılıklar nedeniyle çoğu kez işe yaramamaktadır.⁷⁸

Firma için iflas kararı verildikten sonra tasfiye veya yeniden yapılanma olarak seçebileceği iki yol vardır. Tasfiyede firmanın faaliyetleri sonlandırılır, varlıkları satılır ve borç verenlere ödemeler yapılır. Bu işlemlerde mutlak öncelik kuralı (Absolute Priority Rule) olarak bilinen alacaklılar arasındaki öncelik sırasının belirlenmesi esastır. Yeniden yapılanma ise, firma varlıklarında değişme olmaksızın eski finansal araçlar ile yeni finansal araçları değiştirme sürecidir. Kredi verenlerin firma ile aynı fikirde olması bu işlemin temel şartıdır. İsteksiz kreditorlerin olması durumunda sonuç olumsuz olmaktadır.⁷⁹ Hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmaları finansal sıkıntı ve iflas sürecinde en üst düzeyde olmaktadır.

I.3.2.Temsil Maliyeti (Agency Cost)

Son yıllarda giderek artan firma birleşmeleri, çokuluslu firmaların ortaya çıkması ve teknolojinin yardımıyla büyüyen dev organizasyonlar; yönetici, hissedar ve borç verenler gibi çıkar grupları arasındaki ilişkileri daha karmaşık hale getirmiştir. Firmaların profesyonel yöneticiler çalıştırmaya başlamaları ile firma sahipliği ve yönetiminin birbirinden ayrılması, bir takım çatışma ve maliyetleri de ortaya çıkarmıştır.

1970'li yıllarda tartışılmaya başlanan temsil teorisi, finansal yönetimde temel ilkelerden biri olan, Bireysel Çıkarı Gözeten Davranış İlkesi'ne (The Principle of Self-Interested Behavior) dayandırılmakta ve bu ilkenin yeni bir uygulaması

⁷⁸ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan;a.g.e., s. 419.

⁷⁹ Kohn, Meir; "Financial Institutions and Markets", McGraw-Hill International Editions, Singapore, 1994, s. 39.

olarak kabul edilmektedir. Bireysel Çıkarı Gözetilen Davranış İlkesi'ne göre, bireyler kendi mali çıkarlarını düşünerek davranırlar. Buna göre, bireyler kendileri için en avantajlı davranışta bulunurken vermiş oldukları karar, diğer alternatifleri uygulama olasılığını ortadan kaldırmaktadır.⁸⁰ Temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişki ve bunun firma değeri üzerindeki etkileri temsil maliyeti teorisinin ana çerçevesini oluşturmaktadır. Etkin piyasalarda, borç verenler hissedarların kendi çıkarlarını düşünerek gerçekleştirdiği davranışlardan tamamen korunduğu için temsil maliyetleri söz konusu olmamaktadır. Temsil problemleri ve maliyetleri etkin olmayan piyasalarda ortaya çıkmaktadır.⁸¹

Temsil teorisiyle ilgili ilk çalışma, Fama ve Miller'in (1972) çalışmasının üzerine inşa edilen Jensen ve Meckling'in (1976) çalışmasıdır. Yazarlar, öncelikle temsil ilişkisini tanımlamışlar ve temsil maliyetini oluşturan öğeleri açıklamışlardır. Buna göre, temsil ilişkisi bir veya birkaç kişinin (yetki-veren) bir dereceye kadar karar verme yetkisini de devrederek kendi yararına faaliyette bulunacak bir başka kişiyle (temsilci) sözleşme yapmasıdır.⁸² Temsil ilişkisinde, her iki tarafında kendi faydasını maksimize edecek şekilde davranacağı düşünüldüğünde, temsilcinin her zaman için temsil edilenin çıkarına davranmayacağı ortaya çıkmaktadır.⁸³ İşte, temsilcinin, temsil edilenin menfaatlerini artırmak yerine, firma kaynaklarını kendi çıkarı doğrultusunda kullanmaya başlaması, temsil maliyetleri doğurmaktadır. Jensen ve Meckling'e göre temsil maliyetleri;⁸⁴

⁸⁰ Turaboğlu, Tuncay; "Vekalet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması", Çukurova Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana, 2002, s. 22.

⁸¹ Damodaran, Aswath; a.g.e., s.16.

⁸² Jensen, Michael; Clifford, Smith (1985); "Stockholder, Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory"; in E.I. Altman and M.G. Subrahmanyam, E.D., Recent Advancecy in Corporate Finance, Irwin, Homewood, IL.s. 94.

⁸³ Kohn, Meir; a.g.e., s. 373.

⁸⁴ Jensen, C.Michael; Meckling, H.William (1976); a.g.m., s. 308.

1. Temsil edilenin gözlem harcamaları,
2. Tazmin edici, garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri (Bonding Costs),
3. Önlenemeyen kayıplar (artık zarar) olarak gruplandırılmaktadır.

Gözlem maliyetleri, temsilcinin kararlarının ve uygulamalarının takip edilmesi için katlanılan maliyetlerdir. Gözlem maliyetleri firma sahiplik yapısının çok dağınık olması halinde işlem sayısının artması nedeniyle daha fazla olmaktadır. Temsil edilen, temsilcinin zarar verici davranışlarda bulunmaması veya böyle bir davranışta bulunması halinde ortaya çıkabilecek zararı tazmin etmesini garanti altına almak için, temsilciye kullanabileceği kaynak ve ödenekler tahsis edebilir. Temsilci kullanacağı bu kaynakların hesabını vermek zorunda değildir ve temsil edilen açısından önemli bir maliyet unsurudur. Temsil edilenin refahını maksimize edebilecek kararlarla temsilcinin aldığı kararlar arasındaki farklılık nedeniyle temsil edilenin refahında meydana gelen azalma, temsil ilişkisinin artık maliyeti olarak tanımlanmaktadır.⁸⁵

Bir firmada sözleşmeler çerçevesinde bir araya gelen yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler firma hakkında aynı bilgilendirme düzeyine sahip değildirler. Tarafların farklı bilgilendirme düzeyine sahip olmaları, ahlaki tehlike (Moral Hazard Problem), ters seçim (Advers Selection) ve risk paylaşımından kaynaklanan hazır konanlar (Free Rider Problem) gibi temsil problemlerine neden olmaktadır.⁸⁶

Ahlaki tehlike, yöneticinin davranış ve faaliyetlerinin diğer çıkar gruplarından gizli olması veya gözlemlenecek maliyetlere ulaşması durumlarını ifade

⁸⁵ Jensen, C.Michael; Meckling, H.William (1976); a.g.m., s. 308.

⁸⁶ Turaboğlu, Tuncay; a.g.e., s. 37.

etmektedir. Ahlaki tehlike, gizli işlem ve gizli bilgi ile yakın ilişkilidir ve sözleşmenin taraflarından birisinin, diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde, davranışını değiştirmesi durumunda ortaya çıkmaktadır.⁸⁷ Ters seçim ise, diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olan yöneticinin, bilinçli olarak kendi çıkarları doğrultusunda karar vermesidir.

Yöneticilerin hissedarların çıkarları yerine kendi çıkarlarını düşünmeleri halinde, hissedarlar yöneticileri yakından takip ederek önlem almaya çalışacaktır. Hissedarlar, bu takip işlemini, sonucunda elde edecekleri maliyet avantajı, yaptıkları harcamalardan fazla olursa yapmaya istekli olacaklardır. Özellikle büyük firmaların çok sayıda hissedardan oluşan sahiplik yapıları düşünüldüğünde, bir veya birkaç hissedarın, yöneticilerin çalışmalarını takip etmelerinin zararı faydasından daha çok olacaktır. Bu durumda, diğer yatırımcılar gözlem maliyetlerine katlanmadıkları için daha fazla kazançlı çıkacaklardır. Bu ise, hazır konanlar problemi olarak tanımlanmaktadır.⁸⁸

Jensen/Meckling (1976) çalışmasında temsil teorisini oluşturan problemler, yönetici ve hissedarlar arasında yaşanan temsil problemleri ve borç verenler ile hissedarlar arasında yaşanan temsil problemleri olmak üzere iki grupta incelenmiştir.

⁸⁷ Seyidoğlu Halil; "Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük", 2. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2001, s. 312.

⁸⁸ Kohn, Meir; a.g.e., s. 564.

I.3.2.1. Yönetici ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil Problemleri

Temsil ilişkisi; finansman kararları, temettü kararları, yatırım kararları ve sermaye piyasası işlemleri olmak üzere dört grupta incelenmektedir. Yöneticiler, yeni bir projeyi değerlendirirken gerekli finansmanı borç kullanarak sağlamak yerine iç kaynakları kullanmayı, iç kaynakların yetersiz olması halinde ise hisse senedi ihracı yoluna başvurmak istemektedir. Bu sıralamayı Myers (1984) çalışmasında Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory) olarak belirtmiştir. Buna karşın, hissedarlar önceden elde edilen karların kendilerine dağıtılmasını ve projenin borç ile finanse edilmesinden yanadır. Bu noktada hissedar ile yönetici arasında çatışma çıkmaktadır.

Temettü politikasına bağlı temsil ilişkisinde temel çatışma noktası, serbest nakit akımı miktarından kaynaklanmaktadır. Serbest nakit akımı, işletme faaliyetlerinden elde edilen ve herhangi bir hak sahibine 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 kullanmaktadır.⁸⁹ Firmanın varlığını sürdürmesi için gerekenden daha fazla serbest nakit akımı elde edilmesi halinde, bu tutarın firmada alıkonması veya temettü olarak hissedarlara dağıtılması konusu, yönetici ve hissedarlar arasında çatışma yaratmaktadır. Yöneticilerin kendi çıkarlarını maksimum yapmak için, hissedarların refahında azalmaya neden olacak biçimde

⁸⁹ Yılğör, Ayşe Gül; "İşletme Değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama", Ankara Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 1998, s. 75.

temettü dağıtmayarak büyük miktarda serbest nakit akımını alkoymaları nedeniyle özsermayenin temsil maliyeti daha da artmaktadır.⁹⁰

Yatırım politikası açısından temsil ilişkisinde, yeni yatırımlara gidilmesi yöneticiler açısından bir risk unsurudur ve yönetimin başarısı ile ilişkilendirildiği için çekimsiz yaklaşılan bir konudur. Buna karşın, hissedarlar riski sever ve yönetimin bu tür yatırımlara girmek istememesi, firma için çatışma kaynağı oluşturur.

Yöneticilerin, hissedar ve borç verenlerin istemedikleri biçimde hareket ederek yol açtıkları problemler; aldatma (Shirking), karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması (Underinvestment Problem), varlık ikamesine gidilmesi (Asset Substitution Problem), finansman kaynaklarının seçiminde yanlış tercihlerde bulunulması ve firma el değiştirmelerinde yetki verenlerin zararına hareket edilmesidir.⁹¹

Aldatma, yöneticilerin, kendileriyle aynı bilgilenme seviyesinde olmayan firma sahip, ortak veya borç verenleri için hazırladıkları finansal raporlarda, firmanın gerçek finansal durumunu yansıtmak yerine, bilinçli bir biçimde hesaplar üzerinde oynayarak ve bazı bilgileri saklayarak firmayı olduğundan daha iyi veya daha kötü göstermeleridir. Firmanın durumunun daha iyi gösterilmesi, yöneticilerin iş güvencelerini tehlikeye atmak istememelerinden kaynaklanmaktadır. Firmanın durumunun olduğundan kötü gösterilmesinin nedeni ise, yöneticilerin yararına olabilecek firma ele geçirme girişimlerinde, ele geçirme maliyetini düşük tutma isteğidir.

⁹⁰ Bae, C.Sung; Klein, P. Daniel; Padmaraj, Raj; "Event Risk Bond Covenants, Agency Costs of Debt and Equity, and Stockholder Wealth", *Financial Management*, Vol.23, No.4, Winter 1994, s. 35.

⁹¹ Turaboğlu, Tuncay; a.g.e., s. 40.

Yöneticilerin firma içindeki ayrıcalıklarının devam etmesi için gerekli gördükleri serbest nakit akımı tutarı, karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması probleminin temelini oluşturmaktadır. Yöneticilerin, net bugünkü değeri pozitif olan projelerde, projeye yapılacak olan yatırım ve sonrasında ödenecek borç ve temettü tutarının, serbest nakit akımı tutarını azaltacağını düşünmeleri, pozitif net bugünkü değere sahip de olsa projeyi onaylamamalarına neden olmaktadır. Bir firmada serbest nakit akımları ne kadar çoksa, hissedarların aleyhine, kendi faydalarını maksimize etmeye çalışan yöneticiler nedeniyle temsil maliyetlerinin yüksek olma olasılığı da o kadar artmaktadır.⁹²

Hissedarların sahip oldukları firma varlıklarının, yüksek risk-yüksek getirili yatırımlardan düşük risk-düşük getirili yatırımlara kaydırılması varlık ikamesi problemine yol açmaktadır.⁹³ Varlık ikamesine gidilmesi, yöneticilerin iş güvenceleriyle ilgili kuşkuları nedeniyle, optimal olmayan yatırımlara yönelmelerini ifade etmektedir. Firmanın zayıflaması veya iflas etmesi durumunda, faydalarını ve hatta işlerini kaybetmekle yüz yüze kalacak olan yöneticiler, riski azaltmak için düşük getirili ancak güvenli projeleri seçebilir. Ayrıca, iflas etme olasılığını azaltmak için Borç/Özsermaye oranını düşük tutabilirler.⁹⁴

Finansman kaynaklarının seçiminde yanlış tercihlerde bulunulması, firmaya ek maliyetler yükleyerek firma değerinde azalmaya yol açmaktadır. Yeni projelerin finansmanında, yöneticilerin; oto finansman, yeni hisse senedi ihracı ve borçlanma şeklinde üç seçeneği vardır. Eğer yöneticiler, mevcut hisse senedi sahiplerine hoş görünebilmek için kar payı dağıtmış ve kaynakları azaltmışlarsa,

⁹² Kochar, Rahul (1996); “ Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics”, Strategic Management Journal, Vol.17, s. 715.

⁹³ Jensen, Michael; Clifford, Smith(1985); a.g.m., s. 111.

⁹⁴ Turaboğlu, Tuncay; a.g.e., s. 41.

yapacakları yatırımları finanse etmek için yeni hisse senedi ihracı yoluna gideceklerdir. Ancak bu durum, firma hakkında piyasada yanlış değerlendirmelere yol açabilmekte ve işlem maliyetine (transaction costs) neden olmaktadır. Artan borç kullanımıyla artan firma toplam riski nedeniyle borç verenlerin yüksek faiz istemeye başlamaları ve/veya firmanın yatırım kararlarında bir takım kısıtlamalarda bulunmaları firma değerinin düşmesine neden olmaktadır.

Firma el değiştirmelerinde, firma yöneticisinin yaklaşımı çok önemli olmaktadır. Gerçekte iyi bir konumda olan firmaya piyasanın düşük değer biçmesi, firmayı ele geçirme girişimlerinin hedefi haline getirmektedir. Yöneticilerin, bilinçli olarak firmayı bu biçimde göstermesi ve olası ele geçirme işleminden fayda beklemesi, firma açısından önemli bir temsil problemidir. Bu gibi durumlarda hissedarlar çok güçsüz durumda kalarak büyük maliyetlere katlanmaktadır.⁹⁵

Temsil teorisine göre borç, yönetici ve hissedarlar arasındaki çatışmaların azaltılmasında, yönetsel bir araç olarak kullanılabilir. Borç miktarındaki artış, yöneticilerin kullanabileceği serbest nakit akımı miktarını azaltarak serbest nakit akımından kaynaklanan temsil maliyetlerini azaltmaktadır. Yöneticiler, serbest nakit akımını verimli kullanmazlarsa geri ödeme programı sekteye uğrayabilecek, buna bağlı olarak karar verme haklarını, belki de işlerini kaybedeceklerdir. Bu tehdit, yöneticileri israfa dönük hareketlerden kaçınmaya ve firma değerini artıracak biçimde firma varlıklarını verimli kullanmaya yöneltecektir. Borç kullanımı firmanın serbest nakit akımını azaltarak, yüksek faiz ödemelerini karşılayabilmek için yöneticinin daha fazla performans göstermesine neden olmaktadır. Ancak, yüksek tutarlı borcun, temsil maliyetlerini azaltmada uygun olacağı öngörülse de,

⁹⁵ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 19.

yatırımlarının korunmayacağını düşünen borç verenler, borç maliyetini yükseltecek biçimde, yüksek faiz oranları talep edeceklerdir. Bu durumda borç, temsil maliyetlerini azaltmada sağladığı tasarrufu yok eden, karsız bir araç durumuna düşmektedir. Temsil teorisinde, karlı yatırım olanakları olduğu sürece, serbest nakit akımdan kaynaklanan temsil problemlerinin gözlemlenemeyeceği kabul edilmektedir.⁹⁶

Yöneticilerin, hissedarlar yararına çalışmasını ve hisse senedinin değer maksimizasyonunu sağlayan bir takım araçlar vardır. Bunlardan ilki, oylama ile belirlenen yöneticinin işten çıkarılma olasılığıdır. İkincisi, hisse senetlerinin olması gerekenden daha düşük değerlenmesi durumunda ortaya çıkan ele geçirme girişimleridir. Ele geçirilen firmanın yöneticisi, genellikle işten çıkarıldığı için, yöneticiler bu girişimi engellemek amacıyla, hisse senedi değerini yüksek tutmaya çalışacaklardır. Sonuncusu ise, hisse senedi değer maksimizasyonu ile uyumlu davranış göstermesi beklenen yöneticiyi teşvik etmek için, bazı ayrıcalıkların (Executive Stock Option ve Performance Shares) tanınmasıdır.⁹⁷

I.3.2.2 Borç Veren ve Hissedar Çatışmasından Kaynaklanan Temsil

Problemleri

Bu başlık altında incelenebilecek problemlerden, firmanın zararına olacak şekilde temettü ödenmesi, hakların sulandırılması, karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması ve varlık ikamesine gidilmesi hissedarlardan kaynaklanırken borç

⁹⁶ Kochar, Rahul (1996); a.g.m., s. 714.

⁹⁷ Weston, J.Fred; Brigham, F.Eugene; "Essentials of Managerial Finance", The Drydon Press, Tenth Edition, 1993, s. 20.

verenler borç sözleşmesine koydukları kısıtlayıcı maddelerle firmayı zarara uğratabilir, hatta iflasa kadar sürükleyebilir.

Tahvil fiyatlaması, firmanın mevcut temettü politikasının sürdürüleceği varsayımına dayanarak yapılmış ise, yatırımlarda kısıtlamaya gidilerek veya yeniden borçlanılarak beklenmeyen temettü ödemelerinde bulunulması, tahvil fiyatını düşürmektedir. Ayrıca; hissedarların aldıkları nakit temettü, vergiye konu olması nedeniyle, firmaya ek bir maliyet yüklemektedir. Eğer tahvil fiyatlaması, aynı veya yüksek faizli ek borçlanma aracı çıkarılmayacağı düşünülerek yapılmış ise, yeni çıkarılan tahvil, eski tahvillerin fiyatını düşürecektir. Bu ise, eski tahvil sahiplerinin haklarının sulandırılması anlamına gelmektedir. Hissedarların, riskten kaçınması ve yüksek getirili projelerin getirilerinden borç verenlerin daha fazla pay alacağını düşünmeleri nedeniyle, risk ve getirisi yüksek projelerden vazgeçmeleri ve düşük risk düşük getirili projeleri seçmeleri durumunda, hissedarların getirileri artmakta, tahvil sahipleri ise zarar görmektedir.⁹⁸

Firma değeri önemli ölçüde gelecekteki yatırım fırsatlarına bağlı ise, önceki dönemlerde tahvil çıkaran firmada, yeni projeden elde edilecek olan faydanın büyük bir kısmının hissedarlar yerine borç verenlere aktarılacağı düşünülerek pozitif net bugünkü değerli projeler reddedilmektedir. Risk artışına bağlı olarak, hissedarların getirilerindeki düşüş, daha yüksek nakit akımı beklentisi ile dengelenebilir. Bu nedenle, hissedarların çıkarları doğrultusunda proje reddedilir. Bu durum, karlı yatırım fırsatlarından yararlanılmaması olarak adlandırılmaktadır.⁹⁹ Büyüme potansiyeli olan bir firmada, pozitif net bugünkü değerli projelerin

⁹⁸ Jensen, Michael; Clifford, Smith(1985); a.g.m., s. 111.

⁹⁹ Van Horne, James C.; a.g.e., s. 281.

finansmanı hisse senedi ihracı yapılarak sağlandığında, bu problem kontrol altına alınabilmektedir.

Borç verenler, borç verirken bir takım kısıtlamalar içeren sözleşmeler yaparak, kendilerini korumayı hedeflerler. Söz konusu kısıtlamalar; firmanın ek borç almasını önleme, temettü ödemelerini kısıtlama ve borç geri ödenmediğinde uygulanacak hükümleri belirleme biçiminde olabilir. Borç sözleşmeleri hazır konanlar problemini engellemede bir araç olarak görülmekle birlikte firma üzerinde mükemmel bir kontrol mekanizması oluşturamamaktadır.¹⁰⁰

Borç verenler, sözleşmeleri hazırlarken; firma varlıklarının risk seviyesini, gelecekteki risk seviyesini, firmanın cari sermaye yapısını (kullanılan borç miktarını) ve sermaye yapısında meydana gelebilecek değişiklikleri dikkate almaktadırlar. Söz konusu faktörler, firmanın risk seviyesini göstermekte ve kredi faiz oranı buna göre belirlenmektedir. Eğer yönetici etik olmayan biçimde firma getirilerinden borç verenler yerine hissedarları daha fazla yararlandırmayı düşünürse, borç veren mevcut borç sözleşmesini iptal veya daha yüksek faiz oranı talep etme yoluna gidebilir. Böylelikle firma, borç piyasasına ulaşmakta zorlanmakta veya daha yüksek faiz ödemek durumunda kalmaktadır. Belirtilen bu iki durum sonucunda ise, firmanın hisse senetlerinin değeri, uzun dönemde azalmaktadır.¹⁰¹

Sermaye piyasaları temsil problemi ile ilgili pek çok çözüm önerisinde bulunsa da tam olarak sorunun üstesinden gelememektedir. Firmanın dış kaynak bulmada güçlük yaşaması nedeniyle iç kaynaklara bağımlı kalması, temsil

¹⁰⁰ Kohn, Meir; a.g.e., s. 566.

¹⁰¹ Weston, J.Fred; Brigham, F.Eugene; a.g.e., s. 22.

problemlerini artırmaktadır.¹⁰² Piyasa aksaklıklarından bir diğeri olan asimetrik bilgilenme düzeyinin artması temsil problem ve maliyetlerinin daha da fazla olmasına neden olmaktadır.

I.3.3. Asimetrik Bilgi

Neoklasik finans teorisi, etkin sermaye piyasası varsayımına dayanmaktadır. Bu tür piyasalarda tüm katılımcılar aynı bilgi düzeyine sahiptir ve finansal varlıkların piyasa fiyatı tüm bilgileri içermektedir. Bu piyasalarda fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların en etkin kullanıcılara aktarılması esastır. Firma içi fonlarla firma dışı fonlar arasında büyük bir fark olmayacağı gibi, firmaların borç ya da öz kaynak yoluyla finansman sağlamaları da performanslarını etkilemeyecektir. Ancak, gerçek hayatta sermaye piyasaları etkin değildir ve tüm piyasa katılımcılarının aynı bilgi düzeyine sahip değildir. Bu durum önemli miktarda işlem ve bilgilenme maliyetlerine neden olmaktadır.

Sermaye piyasalarında katılımcıların bilgi düzeyinin farklı olması ile sözleşmelerin uygulama süreçlerinin maliyetli olması asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmaktadır.¹⁰³ Asimetrik bilgi piyasanın etkinliğini azaltarak, sermaye piyasalarında manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti, ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve temsil problemlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Ters seçim, sözleşme yapılmadan önce işlem konusu araç veya faaliyet ile ilgili saklı bilginin olması (hidden information) nedeniyle farklı karar verilmesi durumudur. Piyasada borç bulmak isteyenler borç verenlere göre bilgi

¹⁰² Kohn, Meir; a.g.e., s. 567.

¹⁰³ Aras, Güler; "Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasalardaki İşleyişin Rolü", İktisat-İşletme-Finans dergisi, Aralık 2004, s. 84.

avantajına sahiptirler ve bazı olumsuz bilgileri saklayabildikleri gibi bazı bilgileri de farklı yansıtabilirler. Ters seçim sorunu söz konusu ise, finansal piyasalarda arzu edilmeyen sonuçlara yol açacak müşteri seçimlerinin yapılma olasılığı yüksektir. Bu olasılığı bilen yatırımcıların, borç isteyenlerin yüklendikleri risk ve yatırım tercihleri hakkında değerlendirme yapamaması fon sunumlarını sınırlandırmakta ya da yükselen risk primini dengeleyecek yüksek bir faiz oranı talep etmelerine neden olmaktadır. Böylece olumlu özelliklere sahip borç isteyenler ya yüksek maliyete katlanmak zorunda kalacaklar ya da piyasadaki uzaklaşacaklardır. Piyasada olumsuz niteliklere sahip borç arayanların çoğalması, yatırımcıların bu kişilere fon sağlama yani ters seçim yapma olasılığını artıracaktır.¹⁰⁴ Ahlaki tehlike ise, bir sözleşmeden sonra saklı bilginin ortaya çıkmasıyla oluşmaktadır. Fon talep eden kurum ya da kişinin fonu kendisi için faydalı ancak fonu sağlayanın zararına olabilecek faaliyetlerde bulunarak, zarar görmesine neden olması sorunudur. Ahlaki tehlike problemi, düşük riskli varlıkların, riskli varlıklara ikame edilmesiyle gözlemlenebilir hale gelmektedir. Bu sorununun çözümü, izleme ve kontrol mekanizmalarının işletilmesinden geçmektedir.¹⁰⁵

Firmanın yöneticileri ve yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin olmadığı düşünüldüğünde, bir projenin finansmanın hisse senedi ihracı ile yapılması halinde, eski ve yeni hissedarların her ikisi de yeni yatırımdan karlı çıkmaktadır.¹⁰⁶ Asimetrik bilginin olması halinde, piyasada belirlenen hisse senedi fiyatının yöneticilerin tahmin ettikleri fiyattan yüksek olması durumunda yeni hisse senedi ihracından firmanın eski hissedarları zarar ederken yeni hissedarlar karlı çıkmaktadır. Yeni

¹⁰⁴ Wet, W. A.; "The Rol of Asymmetric Information on Investments in Emerging Markets", *Economic Modelling*, Vol.21, 2004, s. 622.

¹⁰⁵ Turaboğlu, Tuncay; a.g.e., s. 37.

¹⁰⁶ Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s. 245.

projenin pozitif net bugünkü değerinden elde edilen fayda yeni yatırımcılara gitmektedir. Bu nedenle yöneticiler bir projenin net bugünkü değeri pozitif olsa bile projeyi reddedebilmektedir. Bu tür durumlar için Myers Majluf (1984), yatırımların finansmanında, öncelikle iç kaynaklar daha sonra risksiz borç ve en son olarak da hisse senedi ihracını önermiştir.¹⁰⁷

Gelişmekte olan piyasalarda finansal yatırımlar, tasarrufların ve yatırımların az olmasından etkilenmektedir. Gelir dağılımının eşit olmaması, finansal kaynakların küçük bir grubun elinde toplanmasına yol açmaktadır. Bu nedenle finansal bilgi genellikle tüm yatırımcılar tarafından aynı zamanda elde edilememektedir. Bilgi asimetrisinin olması menkul kıymetlerin alım ve satım fiyatını etkileyerek karlı manipülasyon işlemlerine yol açmaktadır.¹⁰⁸ Asimetrik bilgi sonunu, işlemlerde yasal düzenlemelerin yetersiz olması nedeniyle gelişmekte olan piyasalarda daha üst düzeydedir.

Asimetrik bilginin olması halinde, yeni menkul kıymet ihracına yatırımcının vereceği tepki firmaya özgü bir takım değişkenlerden etkilenmektedir. Geleceğe ilişkin beklentileri olumsuz olan firmaların projelerinin finansmanını yeni hisse senedi ihracı ile yapmaları olası kaybın paylaşılması açısından yararlı olmaktadır.¹⁰⁹ Yeni menkul kıymet satışı, yeni karlı bir yatırım için veya optimal sermaye yapısına yaklaşmak amacıyla kullanılmış ise, hisse senedi fiyatlarının yeni tekliflere olumlu tepki vermesi beklenmektedir, fakat, beklenmeyen menkul kıymet satışları gelecekteki nakit akımlarındaki azalmayla birleşince, yatırımcılar menkul

¹⁰⁷ Haris, Milton; Raviv, Artur; "The Theory of Capital Structure", The Journal of Finance, Vol.XLVI, No.1, March, 1991, s. 306.

¹⁰⁸ Sabal, Jaime; a.g.e., s. 25.

¹⁰⁹ Weston, J.Fred; Brigham, F.Eugene; a.g.e., s. 649.

kıymet satış ilanlarını sistematik olarak kötü yorumlamaktadır.¹¹⁰ Ayrıca yeni kurulan firmalarda hisse senedi ile finansman, yönetimin firma geleceği hakkında olumsuz düşüncelere sahip olduğu şeklinde anlaşılacağı için hisse senedinin piyasa fiyatını düşürmektedir. Bu gibi durumlarda, firmanın yatırım projelerinin finansmanını borç kullanarak sağlaması ve normal şartlarda ise daha az borç kullanmaları önerilmektedir.¹¹¹

Firmanın ihraç edeceği menkul kıymetin türü, yatırımcının vereceği tepkiyi etkilemektedir. Borç ve tercihli menkul kıymetler, nakit akımlarında önceliğe sahip olduklarından bu menkul kıymetlerin değerleri genellikle firmaların beklentilerine, adi hisse senedinden daha az duyarlı olmaktadır. Değiştirilebilir tahvil ve değiştirilebilir tercihli hisse senetleri, değiştirilebilirlik özelliği taşımayan borçlanma araçlarına göre firma değerindeki değişime genellikle daha fazla duyarlıdır. Firmanın yatırım amacı ile kredi kullanımı büyüdükçe, piyasanın menkul kıymet ihracına olan fiyat tepkisi de büyümektedir.¹¹²

Yüksek borç oranlarının vergi tasarrufu avantajına rağmen büyük ve başarılı firmaların sermaye yapılarında borç finansmanını daha az tercih etmelerinin nedenlerinin araştırılması İşaret Teorisinin (Signaling Theory) gelişmesinde etkili olmuştur.¹¹³ İşaret teorisine göre, yöneticilerin firmanın geleceği hakkında dış yatırımcıdan daha fazla bilgiye sahip olması, hisse senedi ihracı ile finansman yöntemini pahalı bir hale getirmektedir. Yöneticiler, yatırımdan elde edilen getirinin varolan hissedarlara aktarılmasını istemeleri halinde, yeni yatırımın finansmanında

¹¹⁰ Smith, W.Clifford; "Raising Capital: Theory and Evidence", "New Corporate Finance" içinde, Editör: Chew, Donald H, Mc Graw Hill Comp., 2.Baskı, Singapore, 1999, s. 298.

¹¹¹ Weston, J.Fred; Brigham, F.Eugene; a.g.e., s. 649.

¹¹² Smith, W.Clifford; a.g.m., s. 298.

¹¹³ Weston, J.Fred; Brigham, F.Eugene; a.,g.e., s. 648.

hisse senedi ihracını tercih etmekte ve hisse senedi ihracının zamanlamasını da firmanın hisse senetlerinin piyasa değerinin yüksek olduğu zamanlarda yapmaktadırlar. Yöneticilerin bu düşüncesini tahmin eden yatırımcılar, firmaların hisse senetlerinin yüksek değerlendirildiği dönemlerde hisse senedi ihracı ilanlarını firma değeri açısından kötü durum olarak değerlendirmektedirler.¹¹⁴ Böylelikle firmanın hisse senetlerine talep azalmakta ve piyasa değerleri düşmektedir. Firma, asimetrik bilgi nedeniyle firmanın yeni ihraç ettiği hisse senedinin yatırımcı tarafından olması gereken fiyattan daha düşük değerlendirilmesi şeklinde ortaya çıkan maliyete maruz kalmaktadır.¹¹⁵ Bu nedenle, asimetrik bilginin varlığı halinde, hisse senedi ile finansman daha pahalı hale gelmektedir. Firma, yatırımlarının kalitesini anlayan ve değerlendirebilme yeteneği olan küçük yatırımcı gruplarına hisse senedi ihraç ederek söz konusu maliyeti azaltabilmektedir.¹¹⁶

Yöneticiler ile piyasadaki yatırımcılar arasında asimetrik bilginin olması halinde, firmaların borçlanma aracı veya hisse senedi ihracı ilanları yatırımcılar tarafından işaret olarak değerlendirilmektedir. Firmaların borçlanma aracı ihracı ilanları, piyasa tarafından, firmanın borç ödeme kapasitesi ve firma geleceğinin güvenilirliği açısından işaret niteliği taşımaktadır. Bu nedenlerle, yatırımcılar bir firmanın borçlanma aracı ihracını olumlu haber olarak değerlendirmekte ve firmanın piyasada var olan hisse senetlerinin piyasa değeri yükselmektedir.

Menkul kıymet değişim teklifleri, borç ödemelerini yapmak için hisse senedi ihraç etme veya hisse senedi geri satın almak için borçlanma aracı ihraç etme şeklinde yapılmaktadır. Yatırımcılar, borç ödemelerini yapabilmek için hisse senedi

¹¹⁴ Van, Horne, James C.; a.g.e., s. 285.

¹¹⁵ Barclay, J. Micheal; Smith, W.Clifford; a.g.m., s. 240.

¹¹⁶ Culp, L. Christopher; a.g.m., s. 89.

ihracını olumsuz bir durum olarak değerlendirirken, hisse senedi geri satın alınması ve borçlanma aracı ihraç edilmesi durumunu iyi haber olarak değerlendirmektedir.¹¹⁷

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.

Asimetrik bilgi, finansal sıkıntı, iflas maliyetleri ve temsil maliyetleri gibi piyasa aksaklıklarının firmanın sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisinin kabul edilmesi var olan sermaye yapısı yaklaşımlarına iki yeni teorinin daha eklenmesine neden olmuştur. Bunlar finansal hiyerarşi teorisi ile denge teorisidir.

I.4. Sermaye Yapısına İlişkin Yeni Yaklaşımlar

M&M'in ilişkisizlik önermelerinde kullandığı varsayımların gerçeğe uygun olmaması nedeniyle bu varsayımlardan bazılarının esnetilmesi ve sermaye piyasalarının tam rekabet koşulları altında çalışmadığının göz önünde bulundurulmasıyla finans literatüründe iki yeni teori daha ortaya çıkmıştır. M&M'in piyasada işlem yapan yatırımcının firmaya yönelik tüm bilgilere sahip olduğu varsayımına karşı çıkılarak, piyasaların etkin olmadığını ve bilgi asimetrisinin varlığını kabul eden Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory) geliştirilmiştir. Başka bir eleştiri ise, vergilerin mevcut olmadığı varsayımına yönelik olmuş ve vergilerin varlığını kabul eden Denge Teorisi (Trade off Theory) geliştirilmiştir.

¹¹⁷ Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s. 446.

Denge teorisi, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı ve temsil maliyetinde azalma şeklinde görülen faydaları ile kaldıraç kullanımının getirdiği iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerinin dengelenmesini dikkate almaktadır.

Finansal hiyerarşisi teorisi, asimetrik bilgi gibi piyasa aksaklıklarının firmaya ek maliyetler yüklemesi nedeniyle kaynaklar arasından sıralama yapılmasını önermektedir. Buna göre, firma finansman ihtiyacını öncelikle iç kaynaklardan sağlamakla dış kaynakla finansman en son tercih olarak kullanılmaktadır.¹¹⁸

I.4.1. Denge Teorisi (Trade Off Theory)

Denge teorisi, firma tarafından mümkün olan en düşük özsermaye maliyetini içeren sermaye bileşiminin seçilerek optimal sermaye yapısının oluşturulmasını hedefleyen bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, firmanın sermaye yapısı kararları faizin vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyeti arasındaki bir dengelemeyi içerir.¹¹⁹ Denge teorisi, sermaye yapısında hedef borç oranı olduğunu ve bu oranın firmadan firmaya değişiklik gösterdiğini kabul etmektedir. Borçlanma düzeyi için optimal nokta, ek borçlanmanın sağlayacağı marjinal vergi tasarrufunun bugünkü değerinin, iflas maliyetlerinin bugünkü değerine eşit olduğu noktada elde edilmektedir.

Firmanın finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri ile borçlanmanın sağladığı vergi avantajının firma değerine olan etkisinin gösterildiği Şekil I.9'da da belirtildiği gibi, firmanın sermaye yapısında borçlanma miktarı arttıkça, borcun vergi avantajına bağlı olarak başlangıçta firma değeri artmaktadır. Bu avantaj, daha sonra finansal

¹¹⁸ Pinegar, J. Michael; Wilbricht, Lisa; "What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey", Financial Management, Winter, 1989 s. 83

¹¹⁹ Ross, A Stephen; Weskerfield, W. Randolph; Jaffe, Jeffrey; a.g.e., s. 443 ve Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 425.

sıkıntı maliyetlerinin artışı ile dengelenmektedir. Optimal noktadan sonra firma hala borçlanmaya devam ederse borcun vergi avantajı ortadan kalkarak firma için finansal sıkıntı ve iflas riski artmaktadır. Bu durum firmaların neden sürekli borçlanamayacağını açıklamakta ve firmalar için optimal sermaye yapısının var olduğunu göstermektedir.¹²⁰

Modele göre, güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergi tasarrufu sağlayacak kadar karı olan firmaların hedef borçlanma oranları yüksek olmalıdır. Yüksek teknolojiye sahip, riskli ve maddi olmayan varlıklara sahip karsız firmalar ise, özsermaye finansmanını temel almalıdır. Böylelikle teori endüstri kolları arasındaki sermaye yapısı farklılıklarına da açıklık getirmektedir. Ancak, çok başarılı ve karlı firmaların özsermaye yapılarında düşük borç oranlarına sahip olmalarını açıklayamamaktadır. Yaklaşım, aşırı borç kullanımının taraftarı değildir ve M&M yaklaşımının aksine, uç tahminlerden kaçınarak ılımlı borç oranlarını gerçekçi hale getirmektedir.¹²¹

Sermaye yapısı kararları hakkında geliştirilen finansal hiyerarşi ve denge modelleri önemli farklılıklar içermektedir. Bunlar;

1. Denge teorisi, finansal kararlarda belirli bir hedef belirleyerek, değişmeyen ve göreceli olarak durağan (statik) sermaye yapısı görüşünü, finansal hiyerarşi teorisi ise, dinamik bir sermaye yapısı yaklaşımını önermektedir.¹²²

2. Her iki yaklaşımın borç kullanma düzeyine bakış açısı farklıdır. Denge teorisi, hedef borçlanma oranı belirleyerek, firmalara optimal düzeye kadar borç

¹²⁰ Weston, J.Fred; Brigham, F.Eugene; a.g.e., s. 648.

¹²¹ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 425.

¹²² Liesz, J.Thomas; a.g.m., s. 4.

kullanımını önerirken, finansal hiyerarşi teorisi, firmaların ancak yeterli içsel kaynaklara sahip olmadıkları zaman borç kullanmalarını önermektedir.¹²³

3. Denge teorisi vergilerin etkisini, finansal sıkıntı ve menkul kıymet ihraç maliyetlerini göz önünde bulundurarak firma için optimal borçlanma düzeyine açıklık getirirken, finansal hiyerarşi teorisinde bu faktörler yer almamaktadır.

4. Denge teorisi, karlı firmaların neden az borçlandıklarını açıklayamazken, finansal hiyerarşi teorisi bu konuya açıklık getirmektedir. Finansal hiyerarşi teorisi ise, karlı firmaların dış kaynağa ihtiyaç duymamaları nedeniyle borçlanma oranlarının düşük olacağı görüşündedir.¹²⁴

Denge teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi, sermaye yapısı kararlarında çok önemli ve birbirinden farklı konulara açıklık getirmektedir. Bu nedenle, teorilerden birini diğerinin yerine ikame edilmesi mümkün değildir.

I.4.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)

Finansal hiyerarşi teorisi literatürde oldukça yenidir. Teorinin ana çerçevesinin oluşmasında, sermaye yapısı kararlarını veren firma yöneticilerinin davranışı önemlidir. Yöneticilerin risk kavramına bakış açıları borç ve özsermaye arasında yaptıkları seçimi etkilemektedir. Finansal hiyerarşi teorisi, asimetric bilginin varlığının kabul edilmesine ve yöneticilerin firmanın var olan hissedarlarının kazançlarının artması için çalışacağı varsayımlarına dayanmaktadır. Firma yöneticisi firmanın şimdiki karı ve gelecek kazanç ve kayıpları hakkında dış yatırımcıdan daha fazla bilgiye sahiptir ve bu bilgileri saklamak istemektedir. Yöneticiler yeni hisse

¹²³ Myers, Stewart C.; "Capital Structure Puzzle", Journal of Finance, Vol.39, No:3, July, s. 576.

¹²⁴ Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 426.

senedi ihracı gerektiren ve net bugünkü değeri pozitif olan projelere, projenin sağlayacağı getiri, eski hissedarlar ve yeni hissedarlar arasında paylaşılacağı ve eski hissedarların gelirleri azalacağı için olumsuz yaklaşmaktadır.¹²⁵

Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmaların finansman kararları için tercih ettikleri bir hiyerarşi vardır. İç kaynaklar, tahvil veya hisse senedi çıkarma masrafları gibi giderler gerektirmediği ve firmanın finansal bilgilerinin açığa çıkmasını engellendiği için ilk sırada yer almaktadır.¹²⁶ Firma finansmanı iç kaynaklarla sağlayamıyorsa, finansman kaynağının risklilik derecesine göre tercih önceliği yapmak durumunda kalmaktadır.¹²⁷ Myers 1984 yılında yaptığı çalışmada, firmanın ihraç edebileceği menkul kıymetleri taşıdıkları risklere göre kıyaslamış, yöneticilerin sahip oldukları bilgilerin sermaye piyasalarına aktarılması sonucu pazar değerinde en az değişiklik yaratacak menkul kıymeti, düşük risk taşıyan menkul kıymet olarak nitelendirmiştir.

Finansal hiyerarşi teorisi, firma değerini artıracak karlı yatırımların gerçekleşebilmesinde finansman tercihlerinin önem taşıdığını ve bu nedenle de finansman kararlarının yatırım kararları üzerinde etkili olduğunu vurgulamaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre, kaynaklar arasından yapılan öncelik sıralaması aşağıdaki gibidir;¹²⁸

¹²⁵ Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S.; "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", Journal of Financial Economics, 13,1984, s. 187.

¹²⁶ Liesz, J.Thomas; a.g.m., s. 1.

¹²⁷ Myers, Stewart C.: a.g.m., s. 580.

¹²⁸ Myers, Stewart C.: a.g.m., s. 581.

1. Firma öncelikle iç kaynaklarla finansmanı tercih eder.
2. Firmaların hedef temettü ödeme oranları, yatırım fırsatlarına uygun olarak belirlenir.
3. Firmanın karlılığında ve yatırım fırsatlarında beklenmeyen dalgalanmaların katı temettü politikası uygulamaları ile birleşmesi sonucunda içsel nakit akımı yatırım harcamalarından az veya çok olabilir. İçsel nakit akımı yatırımın getirisinden az ise, firma, nakit mevcudunu veya pazarlanabilir menkul kıymetler portföyünü aşağıya çekecektir. İçsel nakit akımı yatırım harcamalarından fazla olursa, firma borçlarını ödeyebilir, nakit miktarını artırabilir ya da menkul kıymetler portföyüne yatırım yapabilir. İçsel nakit akımındaki fazlalık fazla sürekli olursa kar payı ödeme oranını artırabilir.
4. Firmada dış kaynak ihtiyacı varsa, öncelikle riski az olan menkul kıymetler tercih edilecek ve tahvil ihracı ile borçlanma yoluna gidilecektir. Daha sonra hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller gibi melez (hybrid) varlıklar kullanılacak, en son olarak da hisse senedi ihracını tercih edecektir.

Finansal hiyerarşi teorisi, dış kaynağa bağlı olmanın maliyetleri ile borcun avantajı gibi iki önemli konuyu dikkate almaktadır. Dış finansman kullanımı; yönetsel maliyetler, yüklenme (underwriting) maliyetleri ve bazı durumlarda yeni menkul kıymetin düşük fiyatlanması gibi maliyetler içermektedir. Asimetrik bilgi farklı bir maliyet olasılığı yaratır. Firma hisse senedi çıkarmamayı tercih ederek pozitif NBD'li projeler değerlendirme dışı bırakabilir. Firma pozitif NBD'li projeleri için yeterli içsel nakit akımını alıyorsa bu maliyetten kaçınılabilmektedir.¹²⁹

¹²⁹ Myers, Stewart C.; a.g.m., s. 584.

Finansal hiyerarşi teorisinin, asimetrik bilginin yanı sıra menkul kıymetlerin çıkarım masraflarına ilişkin konuları da ele aldığı görülmektedir. Dağıtılmayan karlar ile finansman sağlanması başlangıçta firmayı masraflardan korumaktadır. Dış kaynaklarla finansman gerektiğinde ise, borç çıkarım masrafları, hisse senedi çıkarım masraflarından daha az olmaktadır. Böylece firma finansman hiyerarşisi modeline göre sermaye yapısını belirlediğinde, çıkarım masraflarını en aza indirgeyerek maliyet avantajı sağlayabilmektedir.

Firmalar faiz oranlarının yüksek seyrettiği dönemlerde finansal hiyerarşi modelini yakından takip etmelidir. Gelecekte faiz oranlarının düşmesinin beklendiği durumlarda, gelecek nakit akımlarının değeri artmakta ve firmaları hisse senedi ihracına yöneltmektedir. Bu durum, iç kaynakların tasarruf edilmesine ve sonradan kullanılmak üzere borç kapasitesi bulundurulmasına neden olmaktadır.¹³⁰ Teori, firmanın yüksek likiditeli varlıkları (nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetler portföyü) ve hiç kullanılmamış borç kapasitesinin toplamından oluşan finansal boşluk (Financial slack) bulundurmasının neden olacağı maliyetleri göz ardı etmektedir.¹³¹

Finansal hiyerarşi teorisi, karlı firmaların neden düşük oranda borç kullandıklarına açıklık getirmektedir. Finansal hiyerarşi teorisi, karlı firmaların düşük borçlanma oranını optimal kabul ettikleri için değil, dış kaynaklara fazla gereksinim duymadıkları için düşük oranlarda borçlandıkları şeklinde açıklamaktadır. Karları düşük olan firmalar ise, yatırım harcamaları için gerekli olan

¹³⁰ Ryen, T.Glen; Vasconcellos, M.Geraldo; Kish, J.Richard; a.g.m., s. 46.

¹³¹ Liesz, J.Thomas; a.g.m., s. 4.

finansmanı iç kaynaklardan sağlayamamaları nedeniyle borçlanma yoluna gitmektedir.¹³²

Finansal hiyerarşi teorisine göre, finansman kaynaklarının seçiminde, iç kaynaklarla finansman birinci sırada yer alırken hisse senedi ile finansman en sonda yer almaktadır. Teori, optimal borçlanma oranının olmaması ile M&M'in vergilerin dikkate alınmadığı I. Önermesine benzemekte ancak asimetrik bilgi ve borç kullanma maliyetlerini değerlendirmeye almasıyla farklılaşmaktadır. Orijinal M&M önermeleri, firmanın finansal politikalarının firma değeri ile ilişkisiz olduğunu belirtirken finansal hiyerarşi teorisi bu konuya değinmemiştir.¹³³

Finans literatürüne giren bu iki yeni yaklaşım, sermaye yapısına yönelik tartışmalara farklı boyutlar getirmelerine rağmen, sermaye yapısı bilmececi tam olarak çözülememiştir. Bunun nedeni, sermaye yapısı kararlarının pek çok faktörden etkileniyor olmasından kaynaklanmaktadır.

¹³² Brealey, Richard; Myers, Stewart; Marcu, Alan; a.g.e., s. 427.

¹³³ Prasad, Sanjiva; Green, J.Christopher; Murinde, Victor; a.g.m., s. 20.

II. BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Firmaların optimal sermaye yapısına sahip olup olamayacakları tartışması beraberinde sermaye yapısının oluşturulmasında etkili olan faktörlerin araştırılmasını gerektirmiştir. Ülkelerin farklı ekonomik şartlara sahip olması, firmalara özgü değişkenlerin de farklılaşmasına neden olmaktadır. Hatta aynı ekonomik düzen içerisinde aynı endüstri dalına ait firmalar arasında bile sermaye yapısı kararlarında farklılıklar görülmektedir. Bunun nedeni ise farklı risk ve getiri tercihinine sahip yönetim şekilleridir.

Sermaye yapısını oluştururken kullanılacak kaynakların özellikleri önemlidir. Kaynaklar arasından seçim yaparken, elde edilecek gelir, risklilik, esneklik, denetim, maliyet, uygunluk ve zamanlama açısından karşılaştırılma yapılmaktadır.

Firmalar, finansman kararlarını risk ve getiri arasındaki ilişkiyi dikkate alarak verirler. Yüksek riskli fon kaynaklarının yüksek getiri sağlayacağı düşüncesiyle firmanın varlığını tehlikeye atacak spekülasyon işlemlere girilmesi yüksek iş riskine sahip firmaları iflasa kadar götüren bir sürece sokmaktadır. Bu nedenle yüksek iş riskine sahip firmalar finansman risklerini düşük tutarak riski dengeleme yoluna gitmelidir.

Finansman kaynaklarının firmanın gereksinmelerine göre ayarlanabilmesi, firmanın varlıkları arttığında genişleyebilmesi ve azaldığında kolaylıkla daralabilmesi esneklik olarak tanımlanmaktadır. Finansmanda esnekliğin

sağlanmasıyla, firmanın elinde bir süre için de olsa atıl kalabilecek fon tutarını en düşük düzeye indirilerek, kaynak maliyeti ve firmanın karlılığı üzerinde olumlu etki yapılmaktadır. Kısa süreli kaynaklar finansmanda esnekliği sağlayan araçlardır. Kredi sözleşmelerine konulan geri ödeme koşullarının esnetilmesi finansal esnekliği artırmaktadır.¹³⁴

Fon kaynağı seçiminde etkili olan faktörlerden birisi de, firmanın hukuki yapısı ve yönetimin kontrol yetkilerini paylaşmak isteyip istememeleridir. Özellikle küçük ölçekli firmalarda firma sahipleri yönetimin paylaşılmasından yana olmadıkları için fon kaynağı olarak borçlanmayı tercih etmektedirler. Büyük işletmelerde ise, hisse senedi ihracı yoluyla fon teminin küçük ölçekli işletmelere oranla daha fazla olmaktadır.

Sermaye yapısı kararlarını alırken firma fon kaynaklarının maliyetine önem vermektedir. Firmalar kaynak temin ederken, fon kaynağının görünen ve görünmeyen maliyetlerine dikkat etmelidirler. Fon kaynağının maliyeti firma ölçeğine ve varlık yapısına göre artmakta veya azalmaktadır. Maddi duran varlıklara sahip büyük ölçekli firmaların fon kaynağı maliyeti, maddi duran varlıkları yetersiz olan küçük ölçekli firmalara oranla daha düşük olmaktadır.

Uygunluk, sermaye yapısı oluşturulurken hangi tür aktiflerin finansmanında, hangi tür finansman kaynaklarının kullanılmasının daha uygun düşeceğinin kararlaştırılmasıdır. Asgari finansman dengesine uygun olarak, duran varlıkların finansmanı için uzun vadeli finansman kaynakları, dönen varlıkların finansmanı için ise, kısa vadeli finansman kaynaklarının kullanılması finansal riskin azaltılması açısından önemlidir. Çünkü, duran varlıklar firmada bir yıldan daha uzun

¹³⁴ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 504.

bir süre hizmet vermekte ve yaratacakları nakit akımları amortismanlar yoluyla olmakta ve uzun yıllar almaktadır.¹³⁵

Zamanlama, firmanın fon kaynağına ihtiyaç duyduğu an elverişli koşullar altında bu fonu sağlamasını ifade etmektedir. Bu nedenle firmaların para ve sermaye piyasasındaki gelişmeleri yakından izlemeleri, kısa süreli finansman bonoları ya da hisse senedi ve tahvil ihracını bu piyasaların elverişli olduğu zamanlarda yapmaları gerekmektedir. Kısa süreli borçların uzun süreli borçlar haline dönüştürülmesi ya da yeni borç alma yoluyla sağlanacak fonların, elverişsiz şartlarla alınan eski borçlar yenilenmesi zamanlama ve finansal esnekliğin sağlanması açısından yararlı olmaktadır.¹³⁶

Menkul kıymetlerin ihracında zamanlamanın doğru yapılıp yapılmaması fon kaynağının piyasa fiyatını ve firmaya olan maliyetini etkilemektedir. Firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşük, ancak, kar arttığında hisse senedi fiyatı da artacaksa, tahvil ihracı daha iyi bir seçenek olmaktadır. Ancak bu durumda, firma belli ölçüde esnekliği kaybetmektedir. Eğer, ihraç edilen tahvil tutarı fazla ve işler kötüye gidiyorsa, firma gelecekte lehte olmayan koşullar altında hisse senedi çıkarmaya zorlanacaktır. Hisse senedinin fiyatı yüksekse ve fiyatların düşmesi bekleniyorsa, firma hisse senedi çıkararak, finansal esnekliği sağlayabilmektedir. Fon gereksinmesi ani ve tahmin edilemeyen firmalarda, kullanılmamış borç kapasitesinin korunması önemli bir konudur. Buna karşın, büyüyen firmalar için, hisse senedi ile finansman en iyi seçenek olmaktadır.¹³⁷

¹³⁵ Türko, Metin; a.g.e., s. 509.

¹³⁶ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 504.

¹³⁷ Ceylan, Ali; a.g.e., s. 217.

Sermaye yapısı kararları, bu kararları doğrudan etkileyen firmanın bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumu, endüstrinin özellikleri ve firmaya özel durumlar göz önünde bulundurularak alınmaktadır.

II.1.Genel Ekonomik Durum

Finansal kararlar, firmanın faaliyet gösterdiği ülkenin genel ekonomik durumundan, para ve sermaye piyasasının işleyişinden etkilenmektedir. Bu faktörler, finansal kararları, finansman kaynaklarının elde edilebilirliğini, kaynaklar arasından seçim ölçütlerini, kaynakların maliyetini, temsil şeklini, asimetrik bilgi düzeyi ve işaret maliyetlerini etkilemektedir.

Firmanın faaliyette bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumunun farklı dönemlerde gösterdiği eğilimlerin belirlenmesi, o ülkedeki endüstrilerin bundan nasıl etkileneceği ve buna bağlı olarak firmanın gelecekteki fon ihtiyacının belirlenmesi önemlidir. Genel ekonomik durumda yaşanabilecek dalgalanma dönemleri, büyüme ve gelişme ile daralma ve gerileme dönemi olarak iki şekilde gerçekleşmektedir. Büyüme ve gelişme dönemlerinde, üretim, yatırım ve buna bağlı olarak tüketimin artması firmaların karlılığının ve hisse senetlerinin değerinin artmasına neden olmaktadır. Bu dönemlerde firmalar borçla finansman yoluna gidebilirler. Küçülme ve daralma dönemlerinde ise, işsizlik ve enflasyon artışı kapasite kullanım oranlarında ve verimlilikte düşmeye neden olacağı için firmalar çoğunlukla özsermaye kullanma yoluna gitmelidir. Bu gibi faktörler farklı endüstrilerde farklı etkilere sahip olmaktadır. İnşaat, otomotiv, demir çelik gibi endüstriler genel ekonomik dalgalanmalardan çok etkilenirken, ilaç sektörü daha az etkilenmektedir.

Genel ekonomik durumun iyi olduğu dönemlerde firmalar açısından fon kaynağına ulaşma daha kolay olmakta ve kaynak maliyeti azalmaktadır.

Ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyindeki farklılıklar, piyasaların etkinlik düzeyini de farklılaştırmaktadır. Bu durum ülkeler arasında özsermaye maliyetinin farklılık göstermesine ve aynı projenin farklı şekilde değerlendirilmesine neden olmaktadır. Eğer bir ülkenin ekonomisi uluslararası entegrasyona sahip değilse, özsermaye maliyeti yalnızca o ülkedeki ekonomik koşullara bağlı olarak değişmektedir. Buna karşın, eğer ülke uluslararası entegrasyona sahip ise, özsermaye akımları ülkeler arasındaki benzer risk ile hisse senetlerinin beklenen getiri oranına eşittir. Daha açık bir şekilde ifade edecek olursak, bütünleşmiş finansal pazarlar (integrated financial market), özsermaye sağlayanlara aynı nakit akımının bugünkü değerini farklı ülkelerde de olsa aynı şekilde sağlamaktadır.¹³⁸

Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmiş olması, risk çeşitlendirme ve bilgi sağlama fırsatlarını artırmaktadır. Buna bağlı olarak, hisse senetleri borsada işlem gören firmaların borçlanma olanaklarını genişletmektedir. Borsa geliştikçe, küçük firmaların özsermaye ile finansman olanağını artırmakta, daha çok borçlanabilme olanağına kavuşmaktadırlar. Sermaye piyasaları geliştikçe bankacılık sektörü de bundan yararlanarak kredi imkanlarını artırmakta ve böylece küçük firmaların fon kaynağına ulaşmaları kolaylaşmaktadır.¹³⁹

Firmaların finansman kaynağı seçimi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Örneğin, Almanya ve Japonya'daki firmalar, ABD'deki firmalara

¹³⁸Stultz, M.Rene; "Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective", Financial Structure Conference Papers, January, 2000, s. 3.

¹³⁹Güloğlu, Bülent; Bekçioğlu, Selim; "İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama", ODTÜ 2001 Uluslararası İktisat Kongresi, Ankara, s.16.

oranla daha fazla banka borcu kullanmaktadır. ABD'deki firmalar ise çoğunlukla tahvil ihracı yoluyla finansmanı tercih etmektedir.¹⁴⁰

II.2. Endüstrinin Özellikleri

Firmaların faaliyet gösterdikleri endüstrilerinin özellikleri sermaye yapısı kararlarında etkili olmaktadır. Endüstrinin mevsimlik hareketlerden etkilenme derecesi, genel ekonomik dalgalanmalara olan duyarlılığı, endüstrideki rekabet şekli, endüstrinin içerisinde bulunduğu evre, yerleşmiş gelenek ve görenekler gibi özellikler farklı endüstrilerde yer alan firmaların farklı sermaye yapılarına sahip olmalarına neden olmaktadır.

Mevsimsel hareketliklerin etkisinin fazla olduğu endüstrilerde, esnekliği sağlamak amacıyla kısa süreli finansman kaynakları sermaye yapısının oluşumunda daha fazla yer almaktadır. Bu tür firmalarda mevsime göre genişleme ve daralma süreçlerinin yaşanması nedeniyle uzun süreli finansman kaynaklarının kullanımı firmayı uzun dönemli finansal sorumluluk altına sokması nedeniyle tercih edilmemektedir.

Bazı endüstrilerin üretim ve satışı genel ekonomik dalgalanmalardan çok fazla etkilenirken bazılarında bu etkilenme çok az olmaktadır. Endüstri dalının dayanıklı veya dayanıksız tüketim malı üretmesi, ürünün birim fiyatı ve kullanımının yaygınlık düzeyi bu etkilenmenin derecesini belirlemektedir. Birim satış fiyatı düşük olan ve kullanımı alışkanlığa dönüşmüş ürünler üreten endüstrilerin genel ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılığı azdır ve borç kullanım düzeyi daha yüksek olabilir. Satışları düzensiz ve genel ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılığı fazla olan

¹⁴⁰ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 514.

endüstrilerde ise, borç kullanımındaki artış firmaların finansman riskini artırmakta ve durgunluk dönemlerinde zor durumda kalmalarına neden olmaktadır. Bu endüstrilerde özsermaye kullanımına ağırlık verilmesi riskten korunmak açısından önemlidir.

Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerden biri de firmanın içinde bulunduğu endüstrideki rekabet yoğunluğudur. Firmaların borç tutarı konusunda, satışlardaki düzenlilik kadar, satışlar üzerinden elde edilen kar marjının düzenliliği de önemli bir faktördür. Rekabetin şiddetli olacağı gelecek dönemlerde, satışların ve kar marjlarının tahmini güç olacağından, fazla bir risk yüklenmemek için, özsermaye ile finansman tercih edilmelidir. Rekabetin olmadığı veya sınırlı olduğu endüstrilerde faaliyet gösteren firmalar finansmanda borçlanmaya yoluna gidebilmektedir. Çünkü, bu tür sektörler için, satışların ve satışlar üzerinden karın önemli ölçüde dalgalanması söz konusu değildir.¹⁴¹ Rekabetin artması durumunda iş riski de artış gösterdiği için firmalar finansal riski düşük tutarak firmanın genel anlamda aşırı risk üstlenmesinden kaçınmalıdır.

Her sistemde olduğu gibi endüstriler de kendi aralarında değişen yaşam eğrilerine sahiptir ve bulunulan aşama firmaların sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olmaktadır. Giriş aşamasında olan endüstri dalındaki firmalar olası başarısızlık durumlarına karşı borçla finansman yerine özsermaye kullanımını tercih etmektedir. Büyüme ve gelişme döneminde ise, esnekliği artan firmalar finansman kaynaklarına kolaylıkla ulaşabildikleri için borçlanma oranlarında artış görülmektedir. Olgunluk döneminde ise, daha çok otofinansman yoluyla özsermaye miktarını artırma yoluna gitmekte ve firmaların borçlanma oranlarında düşüş görülmektedir. Farklı yaşam

¹⁴¹ Ceylan, Ali; a.g.e., s. 218.

eğrisine sahip olan endüstriler, büyüme hızı oranlarına göre farklılık göstermektedir. Hızlı büyüyen endüstrilerde, pozitif net bugünkü değerli projeleri değerlendirirken, beklenen net nakit akımlarının fazlalığına bağlı olarak kaynak problemi ile karşılaşma olasılıkları daha düşük değerlendirilmektedir. Bu nedenle, hızlı büyüyen endüstrideki firmalar çoğunlukla iç kaynakları kullanma yoluna gitmektedir. Düşük büyüme hızına sahip endüstrilerde, firmalar henüz kaynak birikimini tamamlayamadıkları için projelerin finansmanında borç kullanımı daha fazladır.¹⁴²

Aynı endüstride yer alan firmaların sermaye yapılarının benzerlik göstermesi, aynı endüstri dalındaki firmaların varlıkları ve yükümlülüklerinin dağılımının, Araştırma-Geliştirme (AR&GE) çalışmalarının, duran varlıklarının ve pazarlama faaliyetlerinin benzerlik göstermesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle aynı endüstride yer alan firmaların vergi oranları ve vergi tasarrufları da birbirine benzemektedir.¹⁴³ Bazı endüstrilerde sermaye yapısı kararlarına ilişkin genel kurallar zaman içerisinde gelişmiş ve o endüstrideki firmalar tarafından uygulanır hale gelmiştir. Bunlar, duran varlıkların özsermaye ile finanse edilmesi veya borçlanma oranının belirli bir miktarı geçmemesi şeklinde olabilmektedir.

Endüstrilerin özelliklerine göre şekillenen sermaye yapıları incelendiğinde, endüstri dallarına göre farklılaşan borçlanma oranları elde edilmiştir. Endüstriler arasında sermaye yapısında borç ve özsermaye kullanımının farklılaşmasının nedenleri ise, finansal kaldıraç, finansal sıkıntı ve vergilerin rolü olarak açıklanmaktadır. Endüstrileri dikkate alarak firmaların sermaye yapısı incelendiğinde, yeni ürün ve teknolojiler için AR&GE çalışması yapan ve kendine

¹⁴² Hatfield, B.Gay; Cheng T.W. Louis; Davidson, N. Wallace; "The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value", Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol.7, Number 3, 1994, s. 2.

¹⁴³ Haris, Milton; Raviv, Artur; a.g.m., s. 333.

güvenen firmalar (kimya endüstrisinde yer alan firmalar gibi) AR&GE çalışmasına ihtiyacı olmayan endüstrilere oranla (büyük marketler gibi) daha düşük borç/özsermaye oranına sahiptir. Duran varlıklara yapılan yatırım tutarı fazla olan endüstrilerde (demir çelik kuruluşları gibi.) borç/özsermaye oranı daha düşüktür. Faaliyet kazancı değişkenlik gösteren endüstrilerde (elektronik bilgisayar firmaları gibi.) özsermaye kullanımının borç kullanımına oranla daha fazla olduğu görülmektedir.¹⁴⁴

II.3. Firmanın Özellikleri

Firmaların faaliyet gösterdiği genel ekonomik yapı ve endüstrinin özelliklerinin yanı sıra firmaya özel bazı faktörler de sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olmaktadır. Bunlar, firmanın hukuki yapısı, büyüklüğü, varlık yapısı, risklilik düzeyi, büyüme arzusu, kontrol hakkı, likidite düzeyi ve karlılık oranları gibi firma hakkında bilgi veren temel karakteristiklerdir. Firmaların temel karakteristikleri aynı endüstri dalına ait olsalar bile farklılık gösterebilmektedir.

Firmaların organizasyon şekli ve hukuki yapıları fon kaynağına ulaşmada ve fon maliyetinde önemli bir faktördür. Bu nedenle firmaların optimal sermaye yapısı kararları üzerinde önemli etkilere sahiptir. Borç verenlere karşı sorumluluk altına giren firmada, bu sorumluluğun bir veya birkaç kişi tarafından üstlenilmesi ile çok sayıda kişi tarafından üstlenilmesi fon kaynağına ulaşma ve fon maliyetini etkilemektedir. Bu nedenle anonim şirketler sermaye piyasalarında tek kişi şahıs işletmeleri ve ortaklıklara göre daha avantajlı olmaktadır.

¹⁴⁴ Peterson, P. Pamela; a.g.e., s. 593.

Firma büyüklüğü, finansal piyasalardan yararlanabilmede ve fon kaynaklarına ulaşmada etkili olduğu için firmalar arasında sermaye yapısı farklılıklarına neden olmaktadır. Küçük ölçekli firmalar, sermaye yapılarında öncelikli olarak özsermaye kullanmakta, özsermayenin yetersiz olması halinde ise kısa süreli borçlanma yoluna gitmektedirler. Küçük ölçekli firmalarda, uzun süreli borç ve hisse senedi ihracı gibi finansman yöntemleri, borç verenler ile firma arasında bilgi asimetrisinin fazla olması, firmaların yüksek oranda değişken getirilere sahip olmaları ve firmaların teminat değerinin az olması nedenleriyle, yüksek maliyetleri beraberinde getirdiği için tercih edilmemektedir. Küçük ölçekli firmaların olumsuzluklarla başa çıkabilmeleri için finansal esnekliğe daha fazla dikkat etmeleri gerekmektedir. Ampirik çalışmalarda, firma büyüklüğü ve borçları ödeme sıkıntısı arasında güçlü negatif bir korelasyon vardır. Firma büyüklüğü ile uzun süreli borç kullanımı arasında pozitif, kısa süreli borç kullanımı arasında negatif ilişki bulunmuştur. Ayrıca, firmaların faaliyet süreleri dikkate alındığında, yaşlı firmaların birikmiş fon kaynaklarının olması nedeniyle borçla finansmana ihtiyaçları daha az olmaktadır. Yeni kurulan firmalarda borç kullanımına daha çok yer verilmektedir. Firmanın faaliyet yılı ile borçlanma miktarı arasında negatif ilişki vardır.¹⁴⁵

Firmanın varlıklarının yapısı genellikle yeni kurulan firmaların finansman kararlarında etkili olmaktadır. Firmanın varlıklarının elle tutulabilir ve genel (umumi) olma derecesi, firmanın tasfiye değeri ile ilgilidir ve bu durum firmanın iflasa gitmesi durumunda olabilecek finansal kaybın boyutunu azaltmaktadır. Firmanın yüksek tasfiye maliyetlerine sahip olması, fon kaynağının daha yüksek maliyetle karşılanmasına neden olmaktadır. Bu maliyetler firma

¹⁴⁵ Hall, C. Graham; Hutchinson, J. Patrick; Michealas, Nicos; "Determinations of Capital Structures of European SMEs", Journal of Business Finance&Accounting, 31(5)&(6), June/July 2004, s. 716.

büyüklüğüne ve varlık yapısına göre farklılaşmaktadır. Firmanın özellikli varlıklara sahip olması borç/özsermaye oranının şekillenmesinde etkili olmaktadır. Özellikli varlıklar, piyasada herkes tarafında kolaylıkla elde edilemeyen, elde eden firma için düzenli nakit akımı sağlayan ve rekabet avantajı yaratan varlıklardır. Sermaye yapısı kararlarının iyi verilmemiş olması yüksek özellikli varlıklardan sağlanan değer azalması veya kaybedilmesine neden olabilmektedir. Likidite değerinin düşük olması nedeniyle borç verenler firmaların yüksek özellikli varlık edinmesini istemezler. Bu nedenle yüksek özellikli bir varlığın finansmanı için borç verdiklerinde daha yüksek getiri talep ederler. Bu nedenle bu tür varlıkların finansmanı özsermaye kullanılarak yapılmalıdır.¹⁴⁶

Firmanın içerisinde bulunduğu finansal risk ve faaliyet riski seviyesi, tasfiyeye gitmesi halinde firma boyutuna ve varlık yapısına göre farklılaşan maliyetlere katlanılmasına neden olmaktadır. Yüksek faaliyet riskine sahip firmaların yüksek iflas maliyetlerine sahip olacağı düşünüldüğünde, yüksek faaliyet riskine sahip firmalar düşük kaldıraç oranına sahip olmalıdır.¹⁴⁷

Firmanın satışlarının büyüme hızı, sermaye yapısının saptanmasında önemli bir faktördür. Satışları artan firmalar, yabancı kaynak kullanımına ağırlık verirken, satışları artmayan veya azalan firmalar ise öz kaynak kullanımına ağırlık vermelidir. Gelecekteki satışların belirsiz ve dalgalanma eğiliminde olması firma riskini etkilemektedir. Satışları düzenlilik gösteren firmalar, borcun faiz ve anapara ödemelerini kolaylıkla yapabilmektedir. Satışları değişkenlik gösteren firmalar ise, ödemeleri yapmakta zorlanacaklardır. Bu nedenle, sermaye yapısının oluşmasında

¹⁴⁶ Kochar, Rahul (1997); "Strategic Assets, Capital Structure and Firm Performance", Journal of Financial and Strategic Decision, Vol.10, Number 3, s. 28.

¹⁴⁷ Cassar, Gavin; Holmes, Scott; "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", Accounting and Finance, Vol.43, 2003, s. 129.

satışların büyüme hızı yanında düzenliliği de önemlidir.¹⁴⁸ Firmaların büyüme oranları ile borç kullanma düzeyleri arasında pozitif ilişki olduğu ampirik çalışmalarla da gösterilmiştir.¹⁴⁹

Sermaye yapısını ve finansman düzeyini etkileyen bir diğer önemli faktör de hissedarların firma üzerindeki kontrol hakkıdır. Borç verenler ve imtiyazlı hisse senedi sahipleri firmanın yönetim kurulu seçimine katılamazlar ve firma yönetiminde rolleri yok denecek kadar azdır. Tahvil veya imtiyazlı hisse senedi ihracı yoluyla finansmana gidildiğinde firmanın mevcut kontrol durumu muhafaza edilmiş olmaktadır. Adi hisse senedi yoluyla finansmana gidildiğinde ise, çıkarılan yeni senetlerinin eski ortaklar dışındaki kişiler tarafından satın alınması firmada kontrol hakkının el değiştirmesine neden olmaktadır. Sürekli olarak borçla finansmanın tercih edilmesi halinde ise, borç verenlerin varlıklar üzerindeki haklarının ve faiz ödemelerinin artması gibi sakıncalar ortaya çıkmaktadır. Bu durumda firma daha çok borçlanarak borç verenler lehine tamamen kontrolü kaybetmektense, hisse senedi ile finansmana giderek ortaklar lehine çalışmayı tercih edebilir.¹⁵⁰

Firmanın likidite durumu, sermaye yapısındaki borç oranının ve borcun vadesinin belirlenmesinde birincil derecede bir öneme sahiptir. Diğer bütün koşullar sabitken, firmanın likidite oranı ne kadar büyükse, genellikle o kadar borçlanabilmektedir. Dönen varlıklara olan yatırımı fazla olan firmalar kısa süreli borçlanmayı tercih ederken aktiflerin içinde duran varlıkların payı yüksek olan firmalar, ipotek karşılığı uzun vadeli borçlanma yoluna gitmektedir.¹⁵¹ Firma

¹⁴⁸ Ceylan, Ali; a.g.e., s. 219.

¹⁴⁹ Doğukanlı, Hatice; Acaravcı Kakilli Songül; "Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayinde Sınanması", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Aralık, 2004, s. 50.

¹⁵⁰ Türko, Metin; a.g.e., s. 517.

¹⁵¹ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 510.

varlıklarının likidite derecesinin yüksek olması borçla finansmanın maliyetini azaltmaktadır.

Firmaların yaşam eğrilerine göre içinde buldukları dönem finansman seçimini etkilemektedir. Bir firmanın yaşam eğrisi, başlangıç dönemi, genişleme dönemi, hızlı büyüme dönemi, olgunluk dönemi ve gerileme dönemi olarak beş aşamadan oluşmaktadır. Başlangıç dönemi bir firmanın yeni kurulma dönemi olup firma bu dönemde müşteri portföyü oluşturma kadar öncelikle özsermaye ve daha sonra banka borcu kullanmaktadır. Genişleme döneminde, firma piyasadaki yatırımcılar açısından cazip hale gelmeye başlamıştır. Firmanın genişlemek için fon ihtiyacı artmıştır. Bu aşamada, özsermaye kullanımı veya risk sermayesi¹⁵² (Venture Capital) kullanılmaktadır. Hızlı büyüme döneminde, yeni yatırımların yapılması nedeniyle firma hisse senetlerini halka arz edilir. Borçla finansman düşünülüyor ise, değişken faizli borç kullanılır. Olgunluk döneminde, geçmiş yatırımlardan elde edilen kazançlar ve nakit akımları artmaya devam etmektedir. Bu dönemde yeni yatırım ihtiyacı azalmıştır ve banka borcu veya tahvil ihracı yoluyla finansman sağlanır. Gerileme döneminde ise, piyasaya yeni rakipler girmiştir ve yeni yatırım ihracı çok azalmıştır. Firma bu dönemde var olan borçlarını erteler veya hisse senedi geri satın alma yoluna gider.¹⁵³

¹⁵² “Risk sermayesi yeni teknolojilere ve fikirlere sahip firmaların kurulması ve gelişmesini sağlamak için yüksek riskli yatırımlara hissedar olarak katılan ve bu yolla yüksek kazanç potansiyeli taşıyan sermayedir.”, Aktaran: Yılgör, Ayşe Gül; “Risk Sermayesi ve Türkiye Açısından Önemi”, Hazine Dergisi, Sayı.1, Ocak, 1996, s. 85.

¹⁵³ Damodaran, Aswath; a.g.e., s. 510.

III. BÖLÜM

OPTİMAL SERMAYE YAPISININ BELİRLENMESİNDE

KULLANILAN YÖNTEMLER

Optimal sermaye yapısı, sermaye maliyetinin en düşük ve firmanın piyasa değerinin en yüksek olduğu sermaye yapısı bileşimidir. Finans yöneticisine optimal sermaye yapısını verecek bir formül yoktur. Finans yöneticileri bu alanda kullanılan yöntemleri ve sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri de göz önüne alarak optimal sermaye yapısını oluşturmaya çalışmaktadır.¹⁵⁴ Optimal sermaye yapısının belirlenmesinde, FVÖK-Hisse Başına Kar (HBK) analizi, nakit akışı analizi, aynı endüstri dalında benzer firmaların sermaye yapısı ve tipik oranlarını karşılaştırma, yatırım analistleri ve borç verenlerle görüşmeler yapma, regresyon çalışmaları ve simülasyon yöntemini uygulama ve menkul kıymet derecelendirme kuruluşlarına başvurma yöntemleri kullanılmaktadır.

III.1. FVÖK-Hisse Başına Kar (HBK) Analizi

FVÖK-Hisse Başına Kar Analizi, Borç kullanma düzeyinin etkisinin incelenmesinde yaygın olarak kullanılan araçlardan birisi olup, en fazla hisse başına karı sağlayacak finansman bileşiminin seçilmesini esas almaktadır. FVÖK ve HBK arasındaki ilişkiyi analiz eden yöntem, alternatif finansman şekillerinin çeşitli FVÖK düzeylerine göre karşılaştırılmasına dayanır.¹⁵⁵

¹⁵⁴ Ceylan, Ali; a.g.e., s. 217-220.

¹⁵⁵ Türko, Metin; a.g.e., s. 509.

Firmaların düşük satış seviyelerinde borç yerine özsermaye kullanımını tercih etmeleri durumunda HBK artmaktadır. Hisse senedi fiyatlarının maksimizasyonu olarak tanımlanan optimal sermaye yapısına, maksimum HBK'ı sağlayan borçlanma oranının elde edilmesiyle ulaşılmaktadır.¹⁵⁶

Firmaların faaliyet karı sermaye yapısından bağımsızdır. Yani, faaliyet karının ortaya çıkmasına neden olan varlıkların nasıl finanse edildiği bu karı etkilememektedir. Buna karşın, firmanın sermaye yapısına bağlı olarak ortaya çıkan finansman giderleri hisse başına kar tutarını etkilemektedir. HBK analizi, faaliyet karının değişmediği, sermaye yapısına bağlı olarak hisse başına karın değiştiği alternatiflerini ortaya koyarak en yüksek hisse başına kar rakamını veren sermaye bileşimini bulmaya yöneliktir.¹⁵⁷ Çeşitli FVÖK düzeylerinde en yüksek HBK düzeyini sağlayan sermaye bileşimini arayan yöntemi bir örnekle açıklayalım.

Örneğin, 8.000 YTL sermayesi olan firmanın bir adeti 10 YTL değerinde olan 800 adet hisse senedi vardır. Firma yeni bir genişleme yatırımı için 1.000 YTL finansmana ihtiyaç duymaktadır. Firmanın FVÖK düzeyi 1.600 YTL, vergi oranı %25 ve borçlanma faiz oranı %10'dur. Gerekli finansmanın tamamen özsermayeyle karşılanması veya tamamen borç kullanarak finanse edilmesi halinde HBK üzerindeki etkisi aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

¹⁵⁶ Weston, J.Fred; Brigham, F.Eugene; a.g.e., s. 635.

¹⁵⁷ Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s. 241.

	%100 Özsermaye	%100 Borç
	<u>Finansmanı (YTL)</u>	<u>Finansmanı (YTL)</u>
FVÖK	1.600	1.600
Faiz	<u>-</u>	<u>100</u>
VÖK	1.600	1.500
Vergi (%25)	<u>400</u>	<u>375</u>
VSK	1.200	1.125
Hisse senedi sayısı	<u>900</u>	<u>800</u>
HBK	1,33	1,40

Fon kaynağı olarak %100 özsermaye ve %100 borç kullanması durumunda elde edilen farklı HBK rakamları aşağıdaki formül yardımıyla da hesaplanabilir;¹⁵⁸

$$HBK = \frac{(FVÖK - Faiz)(1 - Vergi Oranı)}{Hisse Senedi Adeti} \quad (25)$$

Hangi sermaye yapısı bileşiminin en yüksek HBK'ı sağladığını saptayabilmek için, %100 özsermaye ve %100 borçla finansman seçeneklerinde farklı FVÖK düzeylerinin HBK üzerindeki etkilerini inceleyelim;

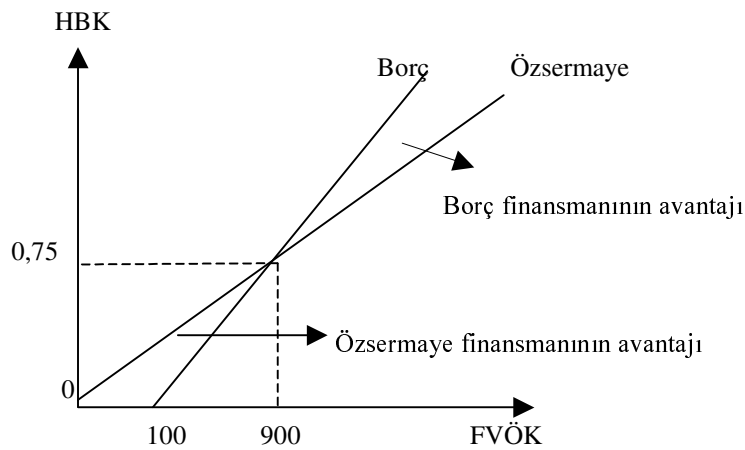
¹⁵⁸ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 514.

Hisse Başına Kar

<u>FVÖK</u>	<u>%100 Özsermaye</u>	<u>%100 Borç</u>
100	-	0
400	0,33	0,28
600	0,50	0,46
800	0,66	0,65
900	0,75	0,75
1.000	0,83	0,84
1.200	1	1,03
1.400	1,16	1,21
1.600	1,33	1,40

Firmanın tamamen borç veya tamamen özsermaye finansmanı konusunda kayıtsız kalacağı nokta, FVÖK'in 900 YTL düzeyinde ve HBK'nın 0,75 olduğu noktadır. Hesaplamalar sonucunda elde edilen verilere göre HBK ve FVÖK ilişkisi Şekil III.1'de gösterilmektedir.

Şekil III.1. Hisse Başı Kar ve Faiz ve vergiden önceki kar ilişkisi



Şekil III.1'e göre, tamamen özsermaye ile finansman seçeneğinde FVÖK sıfır olduğu durumda HBK da sıfır olmaktadır. Bu nedenle özsermaye ile finansman

doğrusu orijinden geçmektedir. Tamamen borçla finansman seçeneğinde, FVÖK'ın 100 YTL olduğu durumda HBK sıfır olmaktadır. Bu nedenle borçla finansman doğrusu X ekseninde FVÖK'ın 100 olduğu noktadan başlamaktadır. Borç ile finansman doğrusunun, özsermaye ile finansman doğrusunu kestiği noktanın altında bulunan bölümde, özsermaye ile finansman borçla finansman alternatifine kıyasla hisse başına daha yüksek gelir sağlarken; söz konusu noktanın üzerinde FVÖK elde edilmesi durumunda, borçla finansman, hisse başına gelir sağlama açısından daha avantajlı olmaktadır.

HBK-FVÖK grafiği, farklı finansman yöntemlerinin HBK üzerine olan etkilerini göstermektedir. HBK-FVÖK diyagramı, risk analizine olanak sağlamaktadır. FVÖK'ın yüksek olması beklendiğinde ve başabaş noktasını aşacağı varsayımı altında, diğer her şey aynı kalmak şartıyla borçla finansman kullanımı yararlı olmaktadır. Finans yöneticisi, tahmini FVÖK'ın farksızlık noktasından aşağıda olacağını tahmin ediyorsa, borç kullanımı riskli olacağı için tercih edilmemektedir.¹⁵⁹

Özsermaye veya borçla finansmanda, başa baş noktasının hesaplanmasının eksik yönü, faiz ödemelerinin önceliğini dikkate almamasıdır. Alacaklıların firmanın geliri üzerinde öncelikli talep hakkı vardır. Faiz ve anapara ödemeleri sözleşmeye dayandıklarından vadelerinde ödenmemeleri, firma aleyhine takip yollarına başvurulmasına neden olmakta ve yükümlülüklerin zamanında yerine getirilememesi durumunda, firmanın tasfiyeye zorlanmasına yol açmaktadır. FVÖK-HBK analiz yöntemi, firmanın likidite durumunu dikkate almaması, borçlanmanın görünür maliyeti dışında getirdiği yükleri ihmal etmesi ve çeşitli finansman

¹⁵⁹ Van Horne, James C. ; a.g.e., s. 298.

seçeneklerinin hisse başına gelir üzerine etkisini sorunun dikkate alması nedeniyle de eleştirilmektedir. Bir takım eksikliklere rağmen, HBK-FVÖK grafiğinin çizilmesi, çeşitli finansman seçeneklerinin hisse başına gelir üzerine etkisini göstermesi yönünden, finans yöneticisi açısından yararlıdır. Ayrıca, finans yöneticisi, borç ve özsermayeyle finansman doğrularının kesim noktası ile FVÖK'ın gerçekleşme olasılığının en fazla olduğu düzeyi karşılaştırarak faiz ve vergiden önceki karın söz konusu iki doğrunun kesim noktasının altına düşme olasılığını da saptayabilmektedir. FVÖK düzeyinin, kayıtsızlık noktasının çok üstünde olduğu ve bu karın aşağıya doğru dalgalanma olasılığının çok zayıf bulunduğu durumlarda borçla finansman, özsermaye karlılığını yükseltme açısından daha avantajlı olmaktadır.¹⁶⁰

III.2. Nakit Akışı Analizi

Nakit akışı analizi, firmada, belirli bir dönem içerisinde nakit girişleri ve nakit çıkışları arasındaki farkların gösterdiği azalış veya artışları incelemektedir. Nakit akışı analizi, firmanın nakit akış hareketlerini özetleyerek, geçmiş dönemde uygulanan politikaların değerlendirilmesinde ve geleceğe yönelik planlamanın yapılmasında önemli bir araçtır. Firmanın gelecek dönemlerde elde edeceği nakit akımının belirlenmesinin yanında, söz konusu nakit akımının vadesine ve riskliliğine de dikkat edilmelidir.

Bir firma için uygun sermaye yapısı düşünülürken, sabit yükümlülükleri karşılayabilecek nakit akışı yaratabilme yeteneğinin analizi çok önemlidir. Firmanın çıkarttığı borçlanma enstrümanlarının tutarı ne kadar büyük ve vadeleri ne kadar yakınsa, firmanın sabit yükümlülükleri de o oranda yüksek olmaktadır. Firma ek

¹⁶⁰ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 516.

sabit yükümlülükleri üstlenmeden önce, gelecekte beklediği nakit akışlarının sabit yükümlülükleri karşılama gücünü analiz etmelidir. Firmanın gelecekte elde etmesi beklenen nakit akışları artma eğilimi gösteriyorsa ve devamlı ise borç kapasitesi de o oranda artmaktadır. Bu analiz ile beklenen nakit akışlarının sabit borçları karşılayıp karşılamadığını belirlemek için hazırlanacak nakit bütçelerinden yararlanılmaktadır.¹⁶¹

Nakit akımı analizi ışığında firmanın ne kadar borçlanabileceği belirlenebilmektedir. Firmanın nakit akımlarının değişkenliği göz önüne alınarak belirli bir aralık belirlenir ve yöneticinin riske karşı tutumu da dikkate alınarak bu aralık dahilinde borçlanma miktarı tespit edilir. Bu tutarın belirlenmesinde nakit akımlarının olasılık dağılımları ve beklenen değerlerden göstereceği sapmalar da dikkate alınmalıdır.

III.3. Aynı Endüstri Kolunda Benzer Firmaların Sermaye Yapısı ve Tipik Oranlarını Karşılaştırma

Firmaların uygun sermaye yapısını analiz etmeye yarayan diğer bir yöntem ise, benzer iş riskine sahip diğer firmaların sermaye yapılarının karşılaştırılarak değerlendirme yapılmasıdır. Eğer firmanın sermaye yapısı, benzer firmaların sermaye yapısından anlamlı derecede farklılık gösteriyorsa, bu durum piyasa tarafından şüphelenabilmektedir.¹⁶² Bu yöntemin optimal sermaye yapısı konusunda sağlıklı sonuçlara götüreceği her zaman için söylenemez. İlgili endüstri kolunda firmalar veya benzeri firmalar, ihtiyatlı, ölçülü bir şekilde finanse

¹⁶¹ Van Horne, James C.; a.g.e., s. 298.

¹⁶² Van Horne, James C.; a.g.e., s. 304.

edilmiş ve borçlanma kapasitelerinin tamamını kullanmamış olabilirler. Böyle bir durumda ilgili firmanın sermaye yapısına ilişkin oranlar, o endüstrinin tipik oranlarından farklılıklar gösterebilmektedir. Bu durumda endüstri ortalamalarını esas almak firmayı optimal sermaye yapısından uzaklaştırabilir.¹⁶³

III.4. Yatırım Analistleri ve Borç Verenlerle Görüşmeler

Finans yöneticisi, optimal sermaye yapısı konusunda, yatırım analistlerinin, danışmanların, aracı kurumların, yatırımcı kuruluşların ve bankaların görüşlerini alarak bir sonuca varabilirler. Bu görüşler, firmanın optimal sermaye yapısı konusunda, hangi noktaya kadar finansal kaldıraç etkisinden yararlanması gerektiği konusunda piyasanın görüşünü, yargısını oluşturur.

Bir firmanın optimal sermaye yapısının saptanması ve sağlıklı bir borçlanma politikasının belirlenmesi öznellik taşımakla beraber, finans yöneticisi, bu yöntemleri kullanarak kendisine görüş açısı yaratabilmektedir.¹⁶⁴

Firmaların gerçek dünyada gösterdikleri kalıplaşmış bir takım finansal davranışlar vardır ve bu davranışlar aynı endüstride hatta aynı ülkede bulunan firmaların büyük bir çoğunluğu tarafından uygulanmaktadır. Firmalar, yatırımların borç yerine iç kaynaklarla finanse edilmesi, firmanın menkul kıymetlerinin piyasa fiyatı yüksek olduğu zaman yeni menkul kıymet ihraç etmesi ve maddi duran varlıkları olan karlı işletmelerin daha az borç kullanması şeklinde genel davranışlar gösterirler.¹⁶⁵ Bu tür davranışların oluşması, bir endüstri dalında karşılaşılan genel

¹⁶³ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 521.

¹⁶⁴ Akgüç, Öztin; a.g.e., s. 521.

¹⁶⁵ Myers, Steawart C.; a.g.m., s. 585.

sorunlar ve çözüm yöntemlerinin genellenebilir nitelikte olmasına bağlıdır ve kendiliğinden gelişmektedir.

III.5. Regresyon Çalışmaları ve Simülasyon

Regresyon ve simülasyon çalışmaları son yıllarda firmalar tarafından sıklıkla kullanılır hale gelmiştir. Firmalar sermaye yapısının hisse senedi değerlemesi üzerindeki etkilerini saptamak amacıyla regresyon çalışmaları yapmaktadır. Bu çalışmalarda, kaldıraç ile hisse senedi değeri arasındaki ilişki ölçerken diğer her şeyi istatistiki olarak sabitlemek olanaksızdır. Buna rağmen bu tür çalışmalar firma için bir görüş açısı sağlamaktadır.

Regresyon analizine ek olarak, simülasyon çalışması, yatırım, finansman ve temettü kararlarının beklenen sonuçları hakkında yöneticilere değerlendirme olanağı sağlayan bir araç olarak artan bir şekilde kullanılmaktadır. Simülasyon, 1950 ve 1960'lı yılların sonlarına doğru, genellikle sadece büyük sermaye yatırımları gerektiren şirketlerin kullandığı çok pahalı ve özel alanlarda kullanılan bir araç iken, 1980'li yılların sonunda kişisel bilgisayarların kapasitelerinin de artmasıyla simülasyon kullanımı iş dünyasına iyice yerleşmiştir. Birçok büyük firma simülasyonun değerini anlamıştır ve büyük sermaye gerektiren yatırımları onaylamadan önce bir gereksinim olarak simülasyonlarını yapmaktadır. Günümüzde, çok iyi bir animasyon yeteneği, kullanım kolaylığı, bilgisayarların kapasitelerindeki

gelişme, diğer paket programlarla kolay uyumlu simülasyonların gelişmesi, simülasyonu bir çok firma için standart bir araç haline getirmiştir.¹⁶⁶

Firmalar, finansal tablolarını ve sermaye yapısı kararlarını etkileyen konuları ve likidite riski, faiz riski, kur riski gibi faktörleri de dikkate alarak, tarihi veriler ışığında gelecek hakkında bilgi edinmeye çalışırlar. Örneğin, bir firma piyasadaki hisse senetlerini geri satın alıp yerine borç ihraç ederek borç/özsermaye oranında artış yaratmayı düşünebilir. Fiilen karar vermeden önce, yönetim organı bu eylemin hisse senetlerinin pazar değeri üzerindeki etkisini simüle ederek sonuçla ilgili yaklaşık bilgileri elde edebilme olanağına sahip olmaktadır.

III.6. Menkul Kıymet Derecelendirme

Derecelendirme (rating), 19.y.y. da ABD’de borç talep edenler ile fon sağlayanlar arasındaki ilişkilerin gelişmesi sonucunda yaygınlaşmıştır ve bu gün dünya genelinde pek çok kuruluş tarafından kullanılmaktadır. Derecelendirme, borçlanma aracı üzerindeki faiz ve anaparanın geri ödenmeme riskinin belirlenmesi işlemidir. Derecelendirme işlemleri yatırımcıların korunması, finansal kurumlar için sermaye yeterlilik kriteri oluşturması ve piyasa etkinliğinin sağlanması amacıyla yapılmaktadır. Büyük miktardaki kredilerin derecelendirilmesi, problemlili kredilerin oluşumunu sınırlandırmakta ve aktif kalitesinin yükselmesini sağlamaktadır.¹⁶⁷

Firmalar borç veya tercihli hisse senedi ihraç edecekleri zaman, yatırımcıya bilgi sağlaması amacıyla bu araçların risklilik durumunu belirleyen bir

¹⁶⁶ Kuş, Pelin; “Simülasyon Uygulamaları”, (05.12.2005), s. 1
<http://kho.edu.tr/yayinlar/btym/yayinlistesi/yayinlar/yayin2000/235-simulasyonuygulamalari-pelinkus.htm>

¹⁶⁷ Şirvan, Nesrin; “Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi”, 2004, s. 7, (15.11.2005),
<http://www.iubam.org/rat%C4%B1ng%20arast%C4%B1rma.pdf>

veya daha fazla derecelendirme kuruluşuna başvurmaktadır. Bu kuruluşlar, firmayı değerlendirirken, likidite oranları, borçlanabilme kapasitesi, karlılık durumu, iş riski ve yükümlülüklerini karşılayabilme gücü hakkında geçmiş dönem, şimdiki dönem ve gelecek dönem için değerlendirme yaparlar. Derecelendirme kuruluşların firmaya ilişkin ortaya koydukları sonuç, firmanın borçlarını ödememe veya piyasa değerini kaybetme olasılığının bir göstergesi olmaktadır. Firma, bu kuruluşların sermaye yapısındaki değişimin kredi değerliliği üzerindeki olası değişikliklere ilişkin değerlendirmelerini dikkate alarak borçlanma miktarını azaltma veya artırma şeklinde kararlarının yeniden gözden geçirerek daha doğru karar verebilir.

IV.BÖLÜM

MERSİN VE ADANA İLLERİNDEKİ İMALAT SANAYİ

FİRMALARININ SERMAYE YAPISI KARARLARININ

İNCELENMESİ

Firmaların büyümesi ve gelişmesi açısından en önemli konular arasında yer alan sermaye yapısı kararlarına yönelik yaklaşımlar, optimal sermaye yapısını etkileyen faktörler ve optimal sermaye yapısını sağlayan araçlar önceki bölümlerde incelenmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise, firmaların sermaye yapısı kararlarını araştıran anket çalışmasının sonuçları yer almaktadır.

IV.1 Anket Çalışmasının Amacı

Firmaların sermaye yapısına ilişkin teorik tartışmalar oldukça uzun bir süredir yapılmasına karşın, uygulamada nasıl şekillendiği ülkemizde yeterince incelenmemiştir. Firmaların devamlılığı ve büyüebilmeleri için sermaye yapısı kararlarının önemli yer tutmasına rağmen, yöneticilerin bu konuyu nasıl algıladıkları, ne derece bilgili oldukları ve nasıl davrandıkları bilinmemektedir. Yöneticilerin bilgi eksikliğinin saptanması, bu eksikliklerin giderilmesi konusunda önerilerde bulunulmasına yardımcı olacaktır. Ayrıca, firmaların öncelikli olarak borç veya özsermaye kullanımını tercih edip etmedikleri ve bunu etkileyen faktörlerin belirlenmesi gerçek hayatta firmaların yaşadıkları sorunların ortaya çıkarılmasına yardımcı olacaktır.

Optimal sermaye yapısı bileşiminin oluşturulmasında fon kaynaklarının seçimi, endüstrilere ve firmalara göre değişen pek çok faktörden etkilenmektedir. Bu çalışmada var olan fon kaynakları arasından özellikle özsermaye ve borç kullanım tercihi üzerinde durulmuştur. Firmaların sermaye yapısı kararlarının, belirlenen örneklem üzerinden değerlendirilmesi ve çalışma ortamındaki tutumlarının tespit edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca, literatürde yeni olan finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisinin önerdiği sermaye yapısı kararları ile firmaların gerçek dünyada gösterdiği davranışlar karşılaştırılarak, belirlenen örneklem hangi teoriye daha yakın bir tutum sergilediği anlaşılmaya çalışılmıştır.

IV.2 Anket Çalışmasının Sınırlılıkları

Çalışma, “Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama” başlığı altında ele alınarak sınırlandırılmıştır. Çalışmada, literatür taraması sonucunda ulaşılan kaynaklar ile firmalara direkt olarak uygulanan anket çalışmasından elde edilen veriler kullanılmıştır.

Uygulama, Mersin ve Adana Ticaret ve Sanayi Odalarına kayıtlı kapasite raporu almış imalat sanayi firmaları olarak belirlenen örneklem üzerinden yapılmıştır. Firmaların bir kısmının adreslerinde bulunamamaları, bir kısmının da ankete katılmak istememeleri uygulamayı sınırlandırmıştır. Elde edilen verilere uygulanan analizler, değişkenler arasındaki ilişkileri belirleyici ve örnekleme tanımlayıcı nitelikte olup geleceğe ilişkin tahminler içermemektedir.

Örnekleme oluşturan firmalardan halka açık firma sayısının az olması, hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarının ölçülmesini amaçlayan

soruların oluşturulmasını engellemiştir. Asimetrik bilginin hisse senediyle finansman tercihine ve sermaye yapısı kararlarına olan etkisi, halka açık firma sayısının çok az olması nedeniyle değerlendirilememiştir.

IV.3. Araştırmanın Hipotezleri

Firmaların, sermaye yapısı kararlarını alırken hangi faktörlerden etkilendikleri ve sermaye yapısı kararlarıyla ilgili geliştirilen bilimsel yaklaşımlara ne derece uygun davrandıkları araştırmanın problemi olarak tespit edilmiştir. Bu amaçla hazırlanan hipotezler aşağıdaki gibidir;

Hipotez 1, sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranına sahip olan firmalar ile hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların oranının karşılaştırılmasına yöneliktir. Bu amaca ilişkin geliştirilen yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : Firmalardan sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranına sahip olanların oranı (Π_1), hedef borçlanma oranına sahip olmayanların oranına (Π_2) eşittir. ($H_0: \Pi_1 = \Pi_2$)

H_1 : Firmalardan sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranına sahip olanların oranı (Π_1), hedef borçlanma oranına sahip olmayanların oranından (Π_2) daha küçüktür. ($H_1: \Pi_1 < \Pi_2$)

Hipotez 2, küçük ve orta ölçekli firmaların hedef borçlanma oranına yönelik tutumları ile büyük ölçekli firmaların hedef borçlanma oranlarına yönelik tutumlarını karşılaştırmaya yöneliktir. Bu amaçla geliştirilen yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : Küçük ve orta ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranına yönelik tutumları (Π_1), büyük ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranlarına yönelik tutumlarına (Π_2) eşittir. ($H_0: \Pi_1 = \Pi_2$)

H_1 : Küçük ve orta ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranına yönelik tutumları (Π_1), büyük ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranlarına yönelik tutumlarından (Π_2) farklıdır. ($H_1: \Pi_1 \neq \Pi_2$)

Hipotez 3, hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon kaynağı tercihlerinde, iç fon kaynakları ile dış fon kaynaklarının tercih önceliğinin karşılaştırılmasına yöneliktir. Bu amaçla oluşturulan yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : Hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon kaynağı tercihinde, öncelikli olarak iç fon kaynaklarının daima tercih edilme oranı (Π_1) ile öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilme oranı (Π_2) arasında fark yoktur. ($H_0: \Pi_1 = \Pi_2$)

H_1 : Hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon kaynağı tercihinde, öncelikli olarak iç fon kaynaklarının daima tercih edilme oranı (Π_1), öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilme oranından (Π_2) daha yüksektir. ($H_1: \Pi_1 > \Pi_2$)

Hipotez 4, ortalama borçlanma oranları buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranına eşit veya farklı olan firmaların karşılaştırılmasına yöneliktir. Bu amaçla geliştirilen yokluk hipotezi ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir;

H_0 : Firmalardan ortalama borçlanma oranı bulunduğu endüstrinin ortalamasına eşit olan firmaların oranı (Π_1) ile eşit olmayanların oranı (Π_2) arasında fark yoktur. ($H_0:\Pi_1=\Pi_2$)

H_1 : Firmalardan ortalama borçlanma oranı bulunduğu endüstrinin ortalamasına eşit olan firmaların oranı (Π_1), eşit olmayanların oranından (Π_2) daha küçüktür. ($H_1:\Pi_1<\Pi_2$)

Hipotez 5, borçlanma maliyetinde değişiklik olmaması halinde daha fazla borçlanmak isteyen firmalar ile daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların karşılaştırılmasına yöneliktir.

H_0 : Borçlanma maliyetinde değişiklik olmaması halinde daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı (Π_1) ile daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı (Π_2) arasında fark yoktur. ($H_0:\Pi_1=\Pi_2$)

H_1 : Borçlanma maliyetinde değişiklik olmaması halinde daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı (Π_1), daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranından (Π_2) daha yüksektir. ($H_1:\Pi_1>\Pi_2$)

Hipotez 6, ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranı ile boş borç kapasitesi bulundurmeyen firmaların oranının karşılaştırılmasına yöneliktir.

H_0 : Boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranı (Π_1) ile boş borç kapasitesi bulundurmeyen firmaların oranı (Π_2) arasında fark yoktur. ($H_0:\Pi_1=\Pi_2$)

H_1 : Boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranı (Π_1), boş borç kapasitesi bulundurmeyen firmaların oranından (Π_2) daha yüksektir. ($H_1:\Pi_1>\Pi_2$)

Yukarıda belirtilen hipotezler, sermaye yapısı kararlarını etkileyen pek çok faktör olmasına rağmen, literatürde ve gerçek çalışma ortamında öne çıkan faktörler dikkate alınarak oluşturulmuştur.

IV.4. Anket Çalışmasının Yöntemi

Alan araştırmasında, veri toplama yöntemi olarak yüzyüze anket çalışması yöntemi kullanılmıştır. Hazırlanan anket formu, finans yöneticileri, firma müdürü, firma sahibi veya firmanın ortakları tarafından yanıtlanmıştır. Mersin ilinde yapılan saha çalışması, 10 kişilik anketör grubu tarafından yapılmıştır. Anketör grubu Mersin Üniversitesi İİBF İşletme Yüksek Lisans öğrencilerinden ve Adana Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) çalışanlarından oluşmuştur. Araştırma yöntemleri konusunda temel bilgilere sahip olan anketörlere saha çalışmasıyla ilgili bilgi verilerek, anket çalışmasının amacı ve uygulamada dikkat edilmesi gereken konular belirtilmiştir. Anket çalışması, Şubat 2005 ve Haziran 2005 tarihleri arasındaki dönemi kapsamaktadır.

Araştırmanın amacına uygun olarak hazırlanan ankette, sermaye yapısı kararları ve firmaların genel özelliklerinin belirlenmesinde yardımcı olacak sorular olmak üzere iki grup soru hazırlanmıştır. Sermaye yapısı kararlarıyla ilgili sorular; Borç/Özsermaye oranına (Borçlanma Oranı) yönelik tutum, fon kaynaklarının tercih önceliği, borç kullanma politikasını etkileyen faktörler, fon kaynaklarının vadesine yönelik tutum, firmaların özellikle özsermaye kullanımını tercih ettikleri durumlar, firmaların ortalama borçlanma oranının buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranına uyum gösterip göstermediği, borçlanma maliyetinde değişiklik olmaksızın

firmaların daha fazla borçlanma isteğine yönelik tutumları ve ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurma tercihinine yönelik tutumları araştırılmıştır. Firmaların genel özellikleri ise, firmaların hukuki yapıları, çalışan sayıları, aktif büyüklükleri, faaliyet dalları ve satış gelirleri üzerinden değerlendirilmiştir.

Anket formundaki soruların bir bölümü çoktan seçmeli sorular olarak hazırlanmıştır. Sermaye yapısı kararlarını ölçen değişkenlere yönelik firma tutumları, “Hiçbir zaman – Daima” ve “Hiç önemli değil – Çok önemli” gibi tepki kategorilerini içeren 5’li Likert tipi ölçek üzerinden ölçülmüştür. Anket formunun ön testi, faksla ve yüzyüze görüşme yöntemleri kullanılarak 30 firma üzerinde yapılmıştır. Ön test sonucunda, anketi yanıtlayanların bazı sorulardaki teknik kelimelere yabancı kaldıkları anlaşılmıştır. Anket formu yeniden düzenlenerek daha anlaşılır hale getirilmiştir.¹⁶⁸

Anket çalışması, Mersin Ticaret ve Sanayi Odasına (M.T.S.O.) ve Adana Sanayi Odasına (A.S.O) kayıtlı olan kapasite raporuna sahip firmalar üzerinde yapılmıştır. Bu illerde faaliyet gösteren ancak başka illerin TSO’suna kayıtlı olan firmalar örnekleme dahil edilmemiştir. Kapasite raporu, sanayi odalarına kaydolarak sanayi kuruluşu niteliği kazanan özel veya tüzel kişiliklerin irtibat bilgilerini, üretim konularını ve yıllık üretim kapasitelerini, teknolojilerini, makine parkını, kullandıkları hammaddeleri, sermaye ve istihdam bilgilerini içeren kuruluşun kimlik kartı niteliğinde bir belge olarak, firmalar açısından belirli bir seviyeyi temsil etmesi nedeniyle dikkate alınmıştır. M.T.S.O ve A.S.O.’ya kayıtlı 3261 tane imalat sanayi

¹⁶⁸ Anket formu EK 1’de verilmiştir.

firması bulunmaktadır. Bu firmalardan 1870 tanesi kapasite raporuna sahiptir. Örneklem, aşağıdaki formül aracılığıyla belirlenmiştir;¹⁶⁹

$$\frac{NZ^2 \times .25}{[d^2 \times (N-1)] + [Z^2 \times .25]} \quad (26)$$

Burada;

N: Anakütle hacmi,

Z: Alınan güven aralığı için Z tablosu değeri,

d: Tolere edilebilecek hata yüzdesi anlamına gelmektedir.

Belirlenen anakütle üzerinden, hata yüzdesi 0,05 ve güven aralığı 1,96 (z tablosunda 0,05=1.96) alınarak örneklem büyüklüğü 319 olarak hesaplanmıştır. Anakütleyi oluşturan firmaların ticaret ve sanayi odalarına kayıtlı olan özsermaye miktarları büyükten küçüğe doğru sıralanmış, daha sonra yüksek özsermaye miktarına sahip firmalardan başlanarak anket çalışması yapılmıştır. Anakütle üzerinden toplam 750 firma ile iletişim kurulmuş ancak bu firmaların 382 tanesi ankete yanıt vermiştir. Anket geri dönüş oranı %50 olarak gerçekleşmiştir.

Anket formunun oluşturulmasında, firmaların sermaye yapısı kararlarını ve çeşitli sermaye yapısı teorilerine yakınlıklarını araştırmak üzere, Graham&Harvey (2001), Allen (1991) ve Pinegar&Lisa (1989) çalışmalarında hazırladıkları anket formları incelenmiştir. Firmaların yanıtlayabilecekleri nitelikte sorular oluşturularak hazırlanan anket formu, uzman kişilere gösterilmiş, görüş ve önerileri dikkate alınmıştır. Anket formunun güvenilirlik analizi, ölçme aracının niteliklerini ölçen soruların kendi içlerinde ne kadar birbirleriyle ilişkili olduğunu gösteren iç tutarlılık

¹⁶⁹ Renckly, R. Thomas; "Air University Sampling and Surveying Handbook", Internet Edition, April, 1996, s. 26.

yöntemi (Cronbach Alfa(&)Yöntemi) kullanılarak yapılmıştır. Anketin güvenilir sayılabilmesi için cronbach alfa katsayısı 0,60'tan daha fazla olmalıdır.¹⁷⁰ Analiz sonucunda, anketin güvenilirlik katsayısı, 0,9173 olarak tespit edilmiştir. Sorularının analizi, SPSS 10.0 ve Statistica 6.0 paket programları ile yapılmıştır. Veriler bilgisayar ortamına aktarılırken, firmaların cevaplamadıkları sorular boş bırakılmıştır.

IV.5 Anket Verilerinin Analizi ve Değerlendirilmesi

Bu bölüm, örnekleme oluşturan firmaları özelliklerine göre sınıflandırılmasını içeren analizler ve sermaye yapısı sorularına yönelik soruların analizi olarak iki başlık altında değerlendirilmiştir. Firmaların sınıflandırılmasında, oran hesaplamaları yapılmıştır. Sermaye yapısı kararlarına yönelik sorularda tanımlayıcı istatistiklerden (tek anakütle oranının testi, iki anakütle oranının testi, çoklu regresyon analizi, tek anakütle ortalamasının testi) yararlanılmıştır.

IV.5.1 Ankete Katılan Firmaların Özellikleri

Anket uygulamasından elde edilen verilere göre firmalar, faaliyet dalı, hukuki yapıları, çalışan sayıları, aktif büyüklükleri, satış gelirleri, yönetim yapıları ve ölçek büyüklükleri dikkate alınarak sınıflandırılmıştır.

Firmaların faaliyet dalı sınıflaması, "Tüm Ekonomik Faaliyetlerin Uluslararası Standart Sanayi Sınıflaması (USSS, Revizyon 2) – İmalat Sanayi

¹⁷⁰ Özdamar, Kazım; "Paket Programlar ve İstatistiksel Veri Analizi", Kaan Kitabevi, 2. Baskı, Cilt 1, Eskişehir, 1999, s. 513.

• Güvenirlik analizi Ek.2'de verilmiştir.

Sınıflaması'nın Türkiye'ye uyarlanmış şekline göre oluşturulmuştur.¹⁷¹ Ana faaliyet dalları temel alınarak oluşturulan imalat sanayi sınıflamasında birden fazla faaliyette bulunan firmaların ana faaliyet dalı esas alınmıştır. Örneklem sayısının kapasite raporu alan firmalar olarak sınırlandırılması, firmaların faaliyet dalı açısından tesadüfi bir dağılım göstermesine neden olmuştur. USSS Revizyon 2'ye göre oluşturulan imalat sanayi sınıflamasına göre araştırmaya katılan firmaların faaliyet dallarına göre dağılımı Tablo IV.1'de gösterilmektedir.

Tablo IV.1. Ankete Katılan Firmaların Faaliyet Dallarına Göre Dağılımı

Kod	İmalat Sanayi	Sayı	Yüzde (%)
31	Gıda, içki ve tütün sanayi	75	19,6
32	Dokuma, giyim eşyası ve deri sanayi	86	22,5
33	Orman ürünleri ve mobilya sanayi	49	12,8
34	Kağıt-kağıt ürünleri ve basım sanayi	5	1,3
35	Kimya, petrol, kömür, kauçuk ve plastik ürünleri sanayi	57	14,9
36	Taş ve toprağa dayalı sanayi	32	8,4
37	Ana metal sanayi	15	3,9
38	Metal eşya makine teçhizat, ulaşım aracı ilmi ve mesleki ölçme aletleri	63	16,5
39	Diğer imalat sanayi	-	-
	Toplam	382	100,0

Çalışan sayısı, firmaların ölçek büyüklüğünün belirlenmesi açısından önemli bir göstergedir. Bu gösterge, üretim şekli ve teknoloji düzeyi gibi pek çok faktörden etkilemesine rağmen genellikle firma ölçeği sınıflamasında çalışan sayısı dikkate alınmaktadır. Bu çalışmada, örnekleme oluşturan firmalar, DİE ve DPT'nin

¹⁷¹TOOB Sanayi Veritabanı Üretim Kodları, ISIC Revizyon 2.
http://sanayi.tobb.org.tr/tum_kodlar.php, 13.02.2006.

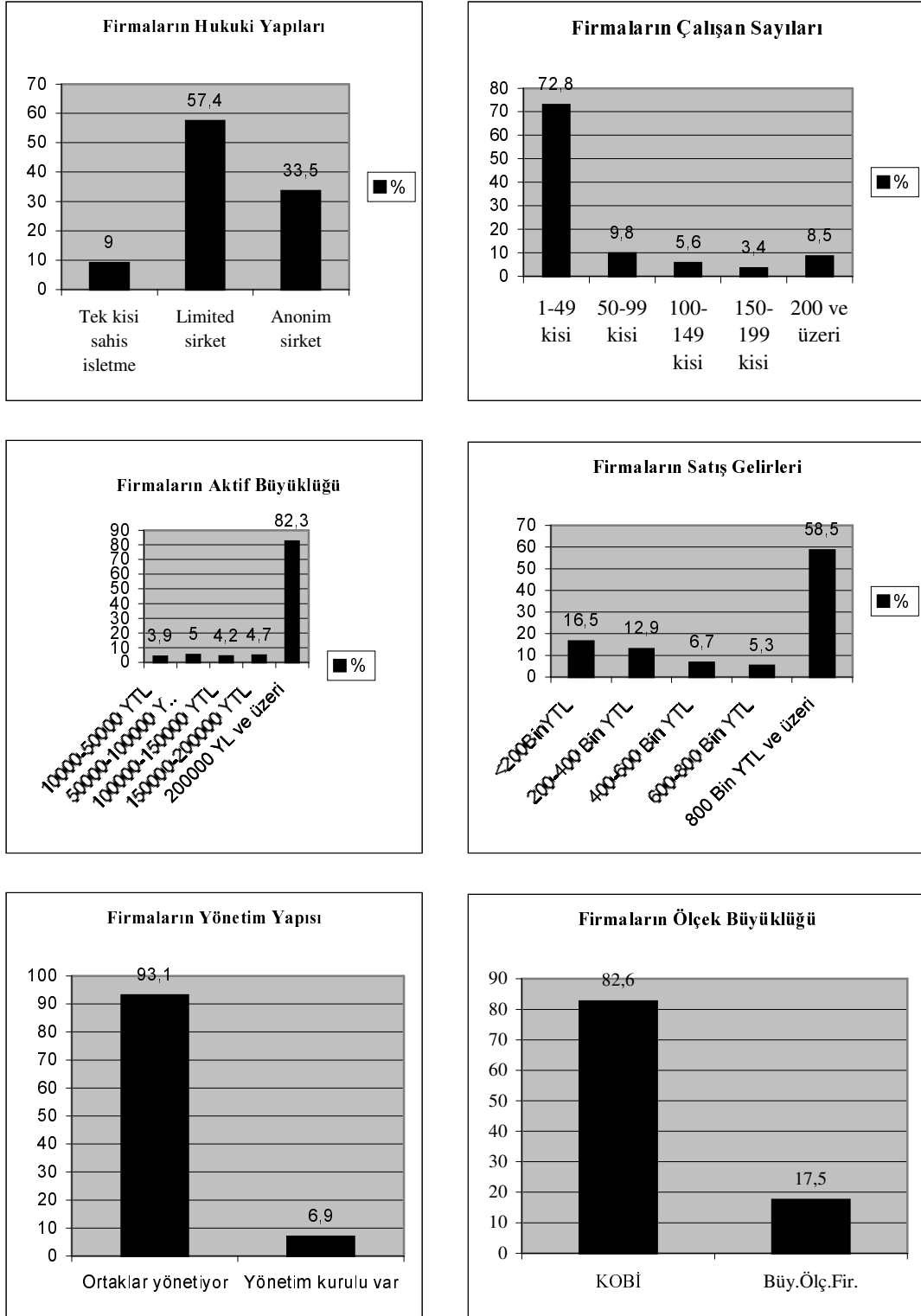
alışan sayısı sınıflamasına göre, büyük ölçekli firmalar ve küçük ve orta ölçekli firmalar (KOBİ) olarak iki gruba ayrılmıştır.¹⁷² DİE ve DPT'ye göre KOBİ tanımı, 1-9 arasında çalışan sayısına sahip firmalar çok küçük ölçekli firmalar, 10-49 arasında çalışan sayısına sahip firmalar küçük ölçekli firmalar ve 50-99 arasında çalışan sayısına sahip firmalar da orta ölçekli firmalar olarak belirlenmiştir. Büyük lekli firmalar ise, 100 ve daha fazla çalışan sayısına sahip firmalardan oluşmaktadır. Bu alışmada KOBİ'lerin oluşturduğu grup, 1-49 arasında çalışan sayısına sahip olan küçük ölçekli firmalar ile 50-99 arasında çalışan sayısına sahip olan orta ölçekli firmaların toplamından oluşmaktadır. Firmaların sınıflandırılmasına yardımcı olan veriler Tablo IV.2. ve Şekil IV.1'de gösterilmektedir.

¹⁷² Yılmaz, Figen; "Türkiye'de Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ'LER)", İktisadi Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, 5 Aralık, 2003, s.1, http://www.isbank.com.tr/dosya/ekon-tr_kobiler2004.pdf.

Tablo IV.2. Ankete Katılan Firmaların Özellikleri

FİRMALARIN ÖZELLİKLERİ	Sayı	Yüzde (%)
<u>Firmaların Hukuki Yapıları</u>		
Tek Kişi Şahıs İşletmesi	34	9,0
Limited Şirket	216	57,4
Anonim Şirket	126	33,5
TOPLAM	376	100
<u>Firmaların Çalışan Sayısı</u>		
1-49 kişi	275	72,8
50-99 kişi	37	9,8
100-149 kişi	21	5,6
150-199 kişi	13	3,4
200> ve üzeri	32	8,5
TOPLAM	378	100
<u>Firmaların Aktif Büyüklüğü</u>		
10.000-50.000 YTL	14	3,9
50.000-100.000 YTL	18	5,0
100.000-150.000 YTL	15	4,2
150.000-200.000 YTL	17	4,7
200.000 YTL > ve üzeri	297	82,3
TOPLAM	361	100
<u>Firmaların Satış Gelirleri</u>		
< 200.000 YTL	59	16,5
200.000-400.000 YTL	46	12,9
400.000-600.000 YTL	24	6,7
600.000-800.000 YTL	19	5,3
800.000 YTL > ve üzeri	209	58,3
TOPLAM	357	100
<u>Firmaların Ölçeğine Göre Sınıflandırılması</u>		
Küçük ve orta ölçekli firmalar	312	82,6
Büyük ölçekli firmalar	66	17,5
TOPLAM	378	100
<u>Firmaların Yönetim Yapısı</u>		
Ortaklar yönetiyor.	350	93,1
Ortaklardan ayrı bir yönetim kurulu var.	26	6,9
TOPLAM	376	100

Şekil IV.1. Ankete Katılan Firmaların Özellikleri



Firmalar, hukuki yapılarına göre sınıflandırıldığında, %57,4 oranında limited şirket, %33,5 oranında anonim şirket ve %9 oranında tek kişi şahıs işletmesi olarak faaliyet gösterdikleri anlaşılmıştır. Firmaların aktif büyüklüğünün, %82,3 oranında 200.000 YTL ve üzerinde olarak gerçekleşmiştir. Satış gelirleri ise, %58,5 oranında 800.000 YTL ve üzerinde olduğu tespit edilmiştir.

Ankete katılan firmalardan %82,6'sı KOBİ'lerden oluşmaktadır. Büyük ölçekli firmalar, 100 ve daha fazla çalışan sayısına sahip firmaların tamamı değerlendirilerek %17,5 olarak hesaplanmıştır. Örneklemin büyük çoğunluğu küçük ve orta ölçekli firmalardan oluşmaktadır.

Firmalarda yönetim fonksiyonu, %93,1 oranında firmanın ortakları tarafından, %6,9 oranında ortakların dışında bir yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmektedir. Firmaların büyük oranda ortakları tarafından yönetilmesi kurumsal açıdan gelişmemiş olduklarını göstermektedir. Ayrıca örneklemin büyük bir çoğunluğunun küçük ölçekli işletmelerden oluşması, firmaların yönetim fonksiyonunun büyük oranda ortaklar tarafından gerçekleştiriliyor yanıtının alınmasında etkili olduğu düşünülmektedir. Sarıaslan (1996) çalışmasında, küçük ölçekli işletmelerde uzman personel istihdamı konusuna özen gösterilmediğini ve bu durumun verimliliği azaltan bir faktör olduğunu belirtmiştir.¹⁷³

Firmaların sermaye yapısı kararlarının ortakları tarafından verilmesinin ve büyük oranda KOBİ türü işletmelerden oluşmasının sermaye yapısı kararlarına yönelik yanıtlar üzerinde belirleyici faktör olduğu düşünülmektedir.

¹⁷³ Sarıaslan Halil; "Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler", TOBB Genel Yayın No:309, BÖM:35, Ankara, 1996, s. 4.

IV.5.2. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi

Bu bölümde, firmaların sermaye yapısı kararlarına yönelik sorulara verilen yanıtlar analiz edilmiştir. Firmalarda fon kaynağı seçiminin kim tarafından yapıldığı, hedef borçlanma oranına yönelik tutumların nasıl şekillendiği, fon kaynakları arasından tercih sıralaması yapıp yapılmadığı, son üç yıl içerisinde yapılan yatırımlarda hangi fon kaynaklarının kullanıldığı, özsermaye ile finansmanın özellikle tercih edildiği durumlar, borç kullanma politikasını etkileyen faktörler, endüstrinin ortalama borçlanma oranı ile firmaların borçlanma oranları arasında uyum olup olmadığı, firmaların ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurma durumları ve aynı faiz oranı ile daha fazla borçlanmak isteyip istememelerine yönelik tutumları araştırılmıştır.

IV.5.2.1 Fon Kaynaklarının Seçimi

Firmalarda, ihtiyaç duyulan fon kaynağının seçiminin kim tarafından yapıldığı, aynı zamanda sermaye yapısı kararlarının kimin tarafından verildiği konusunda fikir vermektedir. Örnekleme oluşturan firmalarda fon kaynaklarının seçimi, %74,9 gibi yüksek bir oranla firma ortakları, %18,8 oranında yönetim kurulu ve %5,2 oranında genel müdür tarafından yapıldığı anlaşılmıştır. Elde edilen veriler Tablo IV.3'te gösterilmektedir.

Tablo IV.3. Fon Kaynağı Seçimi

	Sayı	%
Firmanın Ortakları	286	74,9
Mali müşavir	1	,3
Finansman yöneticisi	3	,8
Yönetim kurulu	72	18,8
Genel müdür	20	5,2
Toplam	382	100,0

Fon kaynağı seçiminin büyük oranda firma ortakları tarafından yapılması (%74,9) ile yönetim fonksiyonunun büyük oranda ortaklar tarafından gerçekleştirilmesi (%93,1) sonucu arasında tutarlılık olduğu düşünülmektedir. Bu durum sermaye yapısı kararlarının da ortaklar tarafından verildiğini göstermektedir. Yönetim ve finansman görevlerinin aynı grup tarafından gerçekleştirilmesinin, firmaların büyük çoğunluğunun küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Fon kaynağı seçiminin firma ortakları tarafından yapılması, hissedarlar ve borç verenler arasında çıkar çatışmalarına neden olarak firmaya bir takım temsil maliyetleri yüklemektedir. Bu temsil maliyetleri, hissedarların çıkarları doğrultusunda yeni yatırımlarda kısıtlamaya gidilmesi veya yeni borçlar yüklenilmesi şeklinde olabilmektedir. Firma ortaklarının borçlanma konusunda fazla ihtiyatlı davranmaları, iç kaynakların aşırı kullanılması sonucunda alternatif maliyetlere katlanılmasına neden olmaktadır.

Fon kaynağı seçimi firma ölçeğine göre farklılık göstermektedir. Anketten elde edilen veriler Tablo IV.4'te gösterilmektedir.

Tablo IV.4. Firma Ölçeği Dikkate Alındığında Fon Kaynağı Seçimi

Fon Kaynağının Seçimi Kim Tarafından Yapılmaktadır?		Büyük Ölçekli Firmalar	Küçük ve Orta Ölçekli Firmalar
Firmanın Ortakları	Sayı	32	251
	%	48,5	80,4
Mali müşavir	Sayı	-	1
	%	-	,3
Finansman yöneticisi	Sayı	1	2
	%	1,5	,6
Yönetim kurulu	Sayı	29	42
	%	43,9	13,5
Genel müdür	Sayı	4	16
	%	6,1	5,1
TOPLAM	Sayı	66	312
	%	100,0	100,0

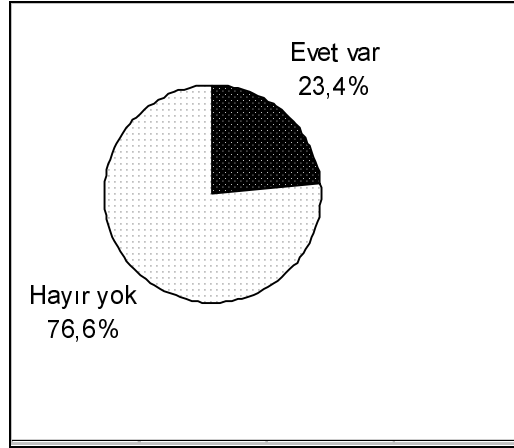
Firma ölçeği dikkate alındığında, küçük ve orta ölçekli firmalarda fon kaynağı seçimi, %80,4 gibi büyük bir oranda ortaklar, %13,5 oranında yönetim kurulu tarafından yapılmaktadır. Büyük ölçekli firmalarda ise, %48,5 oranında ortaklar tarafından, %43,9 oranında yönetim kurulu tarafından yapılmaktadır.

Verilere göre, küçük ve orta ölçekli firmaların uzman personel çalıştırılması konusuna özen göstermedikleri ve firma ortaklarının yönetimi başka bir çalışana devretmek istemedikleri anlaşılmaktadır. Büyük ölçekli firmaların, küçük ölçekli firmalara oranla uzman personel istihdam düzeyinin daha yüksek olduğu ve büyük ölçekli firmaların ortaklarının yönetsel ve finansal kararlarda daha az söz sahibi oldukları anlaşılmaktadır.

IV.5.2.2. Firmaların Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumu

Firmaların hedef borçlanma oranına yönelik tutumları, sermaye yapısı kararlarının nasıl şekillendiği, borçlanma miktarı açısından planlama yapılıp yapılmadığı, bu konuya ne kadar dikkat edildiği ve firmaların tutumlarının sermaye yapısı teorilerinden hangisine daha yakın olduğu konularında fikir vermektedir. Denge teorisine göre, firmaların önceden oluşturulmuş borçlanma oranları vardır ve firmalar bunu uygulamaya çalışırlar. Finansal hiyerarşi teorisinde ise, firmaların önceden belirlenmiş bir hedef borçlanma oranları yoktur. Firmalara hedef borçlanma oranlarının olup olmadığı sorusuna alınan yanıtlar Şekil IV.2’de gösterilmektedir.

Şekil IV.2. Firmaların Hedef Borçlanma Oranı



Firmalardan hedef borçlanma oranına sahip olanların oranı %23,4 iken, hedef borçlanma oranı olmayan firmaların oranı %76.6 olarak belirlenmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 1’in testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi reddedilerek, sermaye yapısı kararlarında hedef

borçlanma oranına sahip olan firmaların oranının, hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların oranından daha küçük olduğu görülmüştür (p: 0,000).

Ankete katılan firmaların büyük çoğunluğunun hedef borçlanma oranının olmaması, optimal sermaye yapısını oluşturmada borç kullanımının fayda ve maliyetlerini dengelemek gibi bir kaygı taşımadıklarını göstermektedir. Finans literatüründe hedef borç oranına sahip olmak, denge teorisine olan uyumun bir göstergesi olarak düşünüldüğünde, örnekleme oluşturan firmalar denge teorisine uyum göstermemektedir. Bunun tersine, hedef borç oranına yönelik planlamanın yapılmaması, finansal hiyerarşi teorisine uygun davranıldığını göstermektedir.

Hedef borçlanma oranına sahip firmalardan bir bölümü, belirli bir borçlanma aralığı içerisinde esnek hedef borçlanma oranı kullanmaktadır. Diğer bir bölümü ise, tek bir borçlanma oranı belirlemekte ve herhangi bir değişiklik yapmadan katı bir şekilde belirlenen bu oranı uygulamaktadır. Hedef borçlanma oranına sahip olan firmaların tutumlarının esnek veya katı olup olmadığı sorulduğunda, %18,9 oranında esnek hedef borçlanma oranına ve %4,5 oranında katı şekilde uygulanan hedef borçlanma oranına sahip oldukları anlaşılmıştır. Literatürde, firmaların borçlanma oranına yönelik tutumlarının esnek veya katı olması firma ölçeğine göre farklılık göstermektedir. Graham ve Harvey (2001) çalışmalarında, büyük ölçekli firmaların katı hedef borçlanma oranına sahip olma oranlarının, küçük ölçekli firmalara oranla daha yüksek olduğunu belirtmiştir.¹⁷⁴ Bu ayrım çerçevesinde örnekleme oluşturan firmaların ölçekleri dikkate alınarak borçlanma oranına yönelik tutumları saptanmış ve Tablo IV.5'te gösterilmiştir.

¹⁷⁴ Graham, John R.; Harvey, Campbell R.; "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From The Field", Journal of Financial Economics, 60, 2001, s. 218.

Tablo IV.5. Firma Ölçeğine Göre Hedef Borçlanma Oranı

Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutum		Küçük ve Orta Ölçekli Firmalar	Büyük Ölçekli Firmalar
Hedef borç oranı yok	Sayı	178	41
	%	57,2	62,1
Esnek hedef borç oranı var	Sayı	119	20
	%	38,3	30,3
Katı hedef borç oranı var	Sayı	14	5
	%	4,5	7,6
TOPLAM	Sayı	311	66
	%	100,0	100,0

Esnek hedef borçlanma oranına sahip olma düzeyi küçük ve orta ölçekli firmalarda %38,3 iken, büyük ölçekli firmalarda %30,3 olarak tespit edilmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 2'nin testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi kabul edilerek, alternatif hipotez olan H_1 hipotezi reddedilmiştir. Buna göre, küçük ve orta ölçekli firmalar ile büyük ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranına yönelik tutumları arasında fark olmadığı anlaşılmıştır ($p: 0,4945$). Bu çalışmada, büyük ölçekli firmaların katı hedef borçlanma oranına yönelik tutumları, firma sayısının analiz açısından yetersiz olması nedeniyle ölçülememiştir.

IV.5.2.3. Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği

Myers (1984), firmaların finansman ihtiyacı olması halinde, öncelikle iç fon kaynaklarını kullanmasını, iç fon kaynaklarının yetersiz olması halinde tahvil ihracı yoluna gidilmesini, daha sonra hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller gibi melez varlıkların tercih edilmesini ve en son olarak da hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlanmasını önererek fon kaynakları arasında öncelik sırasını

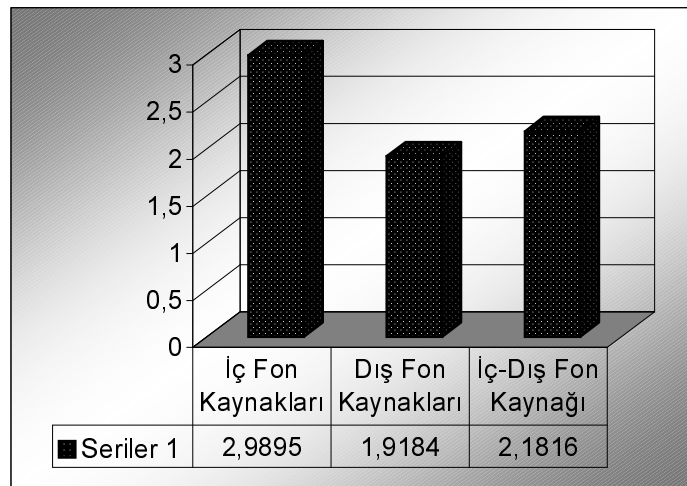
belirlemiştir. Bu sıralama firmalar açısından finansal hiyerarşiyi oluşturmaktadır. Anketle, fon kaynaklarının tercih önceliği araştırılarak firmaların davranışlarının finansal hiyerarşi teorisine ne derece uyum gösterdiği tespit edilmeye çalışılmıştır. Firmaların fon kaynağı tercih sıralaması, 5'li Likert tipi ölçek (Hiçbir zaman-Daima) üzerinden ölçülmüş ve orta değer 2 olarak belirlenmiştir. Firmaların hisse senedi ve tahvil ihraç etmemeleri nedeniyle fon kaynağı tercih sıralamasına hisse senedi ve tahvil ihracı gibi seçenekler eklenmemiştir. Fon kaynaklarının tercih önceliğine ilişkin ankete katılan firmaların tutumları Tablo IV.6'da ve Şekil IV.3'te gösterilmektedir.

Tablo IV.6. Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği

Fon Kaynakları	Aritmetik Ortalama (A.O.)	Standart Sapma (S.S.)	P Değeri
İç fon kaynakları	2,9895	1,3298	0,000
Dış fon kaynakları	1,9184	1,4945	0,576
İç-Dış fon kaynağı karışık	2,1816	1,4945	0,036

Ölçek değerleri: 0= Hiçbir zaman, 1= Çok az, 2= Orta, 3= Genellikle, 4= Daima olarak belirlenmiştir.

Şekil IV.3. Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği



Ankete katılan firmaların fon kaynağı tercih sıralaması, iç fon kaynakları (2,9895), iç fon kaynağı ve dış fon kaynağının karışık kullanımı (2,1816) ve son olarak da dış fon kaynaklarının kullanımı şeklinde gerçekleşmiştir.

Firmalar fon kaynağı tercih sıralamasında öncelikli olarak iç fon kaynaklarını daha sonra iç ve dış fon kaynaklarını karışık olarak kullanmaktadır. Dış fon kaynakları ise, en son tercih edilmektedir. Belirtilen bu sıralama finansal hiyerarşi modeli ile uyum göstermektedir. Allen (1991) çalışmasında, firmaların fon kaynağı tercih sıralaması, öncelikli olarak iç fon kaynakları ve daha sonra iç ve dış fon kaynaklarının karışık kullanılması şeklinde belirtmişlerdir.¹⁷⁵ Pinegar&Wilbricht (1989) çalışmalarında ise, %84,3 oranında iç fon kaynakları ilk sırada tercih edilmiştir. Bu çalışmadan elde edilen veriler, Allen (1991) ve Pinegar&Wilbricht (1989) çalışmaları ile uyum göstermektedir.

Firmaların fon kaynağı tercih sıralamasında öncelikli olarak iç fon kaynaklarını kullanmaları durumu, aile şirketlerinde veya büyük hissedarlar tarafından yönetilen şirketlerde daha çok görülmektedir. Ayrıca, hisse senedi ihracının zaman alması ve maliyetli olması firmaları iç kaynakları kullanmaya yöneltmektedir.

Elde edilen sonuçlara göre, firmalar borç kullanımı konusunda çekingen davranmaktadır. Örneklemin çoğunlukla küçük ve orta ölçekli firmalardan oluşmasının ve bu tür firmaların orta ve uzun vadeli finansman kaynaklarına ulaşmalarının güç ve daha maliyetli olmasının sonuçlar üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir.

¹⁷⁵ Allen, D.E.; "The Determinants of The Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective", Australian Journal of Management, 16, 2, December, 1991, s. 114.

Firmaların finansal hiyerarşi teorisine gösterdiği uyumu değerlendirmek amacıyla, sermaye yapısında hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların, fon kaynağı ihtiyaçlarını öncelikli olarak daima iç fon kaynaklarından ve daima dış fon kaynaklarından sağlama durumları karşılaştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo IV.7’de gösterilmektedir.

Tablo IV.7. İç Fon Kaynağı ve Dış Fon Kaynağının Tercih Önceliği

		0	1	2	3	4	Toplam	Min.	Max.	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma
İç Fon Kaynakları	Sayı	21	18	47	37	169	292	0,00	4,00	3,0788	1,2779
	%	7,2	6,2	16,1	12,7	57,9	100,0				
Dış Fon Kaynakları	Sayı	77	32	71	36	76	292	0,00	4,00	2,0068	1,5286
	%	26,4	11,0	24,3	12,3	26,0	100,0				

Ölçek değerleri: 0= Hiçbir zaman, 1= Çok az, 2= Orta, 3= Genellikle, 4= Daima olarak belirlenmiştir.

Sermaye yapısında hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarını daima tercih edenlerin oranı %57,9 olarak tespit edilmiştir. Fon kaynağı tercihinde, öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilmesi ise, %26 oranındadır. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 3’ün testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Test sonuçlarına göre, H_0 hipotezi reddedilerek, hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarının daima tercih edilme oranı, öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilme oranından

daha yüksek olduğu anlaşılmıştır (p: 0,000). Bu durum finansal hiyerarşi teorisine uyumu göstermektedir.

IV.2.4. Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar

Firmaların özsermaye kullanımını tercih ettikleri durumlar; genişleme politikaları, şirket devralmaları, yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yarattığı durumlar, piyasa şartlarının hisse senedi ihracına uygun olduğu durumlar ve genel anlamda özsermaye kullanımından kaçınılması olarak belirlenen değişkenler üzerinden ölçülmüştür. Elde edilen veriler Tablo IV.8’de gösterilmektedir.

Tablo IV.8. Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar

	A.O.	S.S	P değeri
Genişleme politikalarında	3,1277	1,2606	0,000
Şirket devralmalarında	0,8963	1,2868	0,000
Yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yarattığı durumlarda	1,9973	1,6223	0,950
Pazar şartları hisse senedi ihracına uygun olduğu durumlarda	0,5824	0,9872	0,000
Özsermaye kullanımından kaçınılız	0,9227	1,3110	0,000

Ölçek değerleri: 0= Hiçbir zaman, 1=Çok az, 2= Kısmen, 3= Genellikle, 4=Daima olarak belirlenmiştir.

Firmalar, genişleme politikalarında özsermaye kullanılması seçeneğini (3,1277) yüksek bir oranda değerlendirmiştir. Firmaların genişleme durumlarında borçlanma yerine özsermaye kullanımını tercih etmelerinin, olumsuz durumlarda borç yükü altında kalarak finansal sıkıntı yaşamak istememelerinden kaynaklandığı tahmin edilmektedir. Ayrıca, yatırım aşamasında kullanılacak olan borcun vergi avantajı gibi faydalarını dikkate almadıklarının da bir göstergesidir. Özsermaye

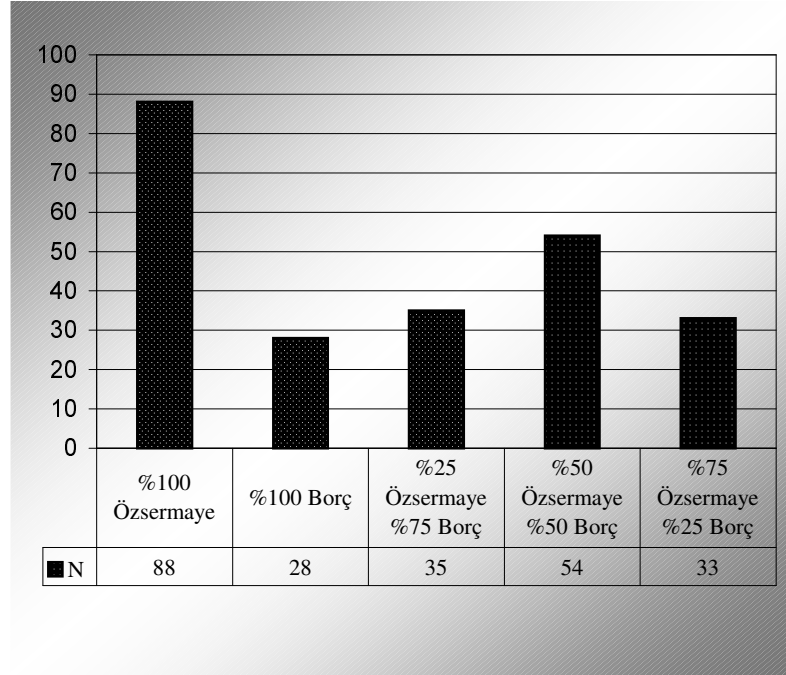
kullanımına ilişkin diğer seçeneklerden, şirket devralmaları (0,8963), yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yarattığı durumlar (1,9973) ve pazar şartlarının hisse senedi ihracına uygun olduğu durumlar (0,5824) özsermaye kullanımı düşük olarak değerlendirilmiştir.

Firmaların fon kaynağı tercihine yönelik tutumlarının, daha geniş zaman diliminde değerlendirilmesi amacıyla son üç yıl içerisinde yatırım yapıp yapmadıkları ve eğer yatırım yapılmış ise bu yatırımın nasıl finanse edildiği sorulmuştur. Firmaların, %62,7'sinin yeni yatırım gerçekleştirdiği ve %37,3'nün ise yeni yatırımda bulunmadığı anlaşılmıştır. Firmalardan son üç yıl içerisinde yeni yatırım gerçekleştirenler, bu yatırımların finansmanında; %37 oranında %100 özsermaye ile finansmanı, %22,7 oranında %50 özsermaye %50 borçlanma ile finansmanı, %14,7 oranında %25 özsermaye %75 borçlanma ile finansmanı, %13,9 oranında %75 özsermaye %25 borçlanma ile finansmanı ve %11,8 oranında %100 borçlanma ile finansmanı tercih edilmiştir. Elde edilen veriler Tablo IV.9'da ve Şekil IV.4'te gösterilmektedir.

Tablo IV.9. Son 3 Yıl İçerisinde Yatırım Yapılıp-Yapılmaması ve Finansman Kaynakları

Yatırımda Kullanılan Finansman Türü	Firmaların Son Üç Yıl İçerisinde Yeni Yatırım Gerçekleştirme Oranları			
	Evet		Hayır	
	Sayı	%	Sayı	%
		238	62,7	142
%100 Özsermaye	88	37,0		
%100 Borç	28	11,8		
%25 Özsermaye %75 Borç	35	14,7		
%50 Özsermaye %50 Borç	54	22,7		
%75 Özsermaye %25 Borç	33	13,9		
TOPLAM	238	100,0		

Şekil IV.4. Yeni Yatırımların Finansman Kaynakları



Ankete katılan firmaların fon kaynakları tercih sıralamasında, iç fon kaynaklarını ağırlıklı olarak kullanmaları (2,9895), genişleme politikalarında özsermaye kullanımını tercih etmeleri (3,1277) ve son üç yıl içerisinde yaptıkları yatırımlarda %37 oranında %100 özsermaye ile finansmanı tercih etmiş olmaları arasında tutarlılık görülmektedir. Ayrıca, iç ve dış fon kaynaklarının karışık olarak tercih edilmesinin (2,1816) ikinci sırada yer alması ile son üç yıl içerisinde gerçekleştirilen yatırımların %22,7'sinin %50 özsermaye ve %50 borçla finanse edilmesi durumu da tutarlılık göstermektedir.

Firmaların yatırım yaptıkları dönem Türkiye'de yaşanan 2001 ekonomik krizi sonrasına denk gelmektedir. Bu dönemde gerçekleştirilen yatırımların önemli bir kısmının özsermaye ile finanse edilmesinin, o dönemde borçlanma maliyetinin yüksek olmasından da kaynaklanabileceği tahmin edilmektedir.

IV.2.5 Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler

Bu çalışmada, firmaların borç kullanma politikasını etkileyen faktörler sıralanarak firmalardan önem derecelerine göre değerlendirmeleri istenmiştir. Borç kullanma politikasını etkileyen faktörler, 5’li Likert tipi ölçek ile “Önemli değil-Çok önemli” tepki kategorileri üzerinden değerlendirilmiştir. Değerlendirmede orta değer, “2” olarak belirlenmiştir. Firmaların borç kullanma politikalarını etkileyen faktörler ve firmalara göre önem dereceleri Tablo IV.10’da gösterilmektedir.

Tablo IV.10. Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler

	Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	P Değeri
Firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması.	2,3740	1,5179	0,000
Firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanmak istemesi.	1,1489	1,3081	0,000
Firmanın yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağının olması.	1,9654	1,5007	1,300
Borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanış şekli.	1,0957	1,2947	0,000
Finansal sıkıntı ve iflas riski.	1,7074	1,5036	0,000
Sektörde bulunan firmaların genel borçlanma seviyeleri.	1,1170	1,2805	0,000
Borç edinmenin getirdiği işlem maliyeti ve harçların etkisi.	1,0984	1,2975	0,000
Finansal esnekliğin sağlanması.	2,0106	1,5371	1,796
Firmanın piyasadaki itibarının korunması.	2,0931	1,6360	0,542
Piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olması.	2,0133	1,5991	1,744
Şirket yönetiminin paylaşılmasının etkisi.	0,9200	1,3036	0,000
Müşteriler, hammadde sağlayıcılar ve kredi sağlayanların firma hakkındaki izlenimi.	1,6622	1,6396	0,000
Firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği.	1,6313	1,6565	0,000
Hissedarların gelirleri için ödedikleri gelir vergisi oranının seviyesi.	0,4814	0,9265	0,000

Ölçek Değerleri: 0=Hiç Önemli Değil, 1=Önemli Değil, 2=Kararsız, 3=Önemli, 4=Çok Önemli.

Ankete katılan firmalar, iç kaynakların yetersiz olmasını (2,3740), firmanın piyasadaki itibarının korunmasını (2,0931), piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olmasını (2,0133) ve finansal esnekliğin sağlanmasını (2,0106) önemli faktörler olarak belirtmişlerdir. Literatürde, finansal esnekliğin sağlanması borçlanma politikalarında önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Pinegar&Wilbricht (1989) çalışmalarında, finansal esnekliğin sağlanması (4,55) en önemli faktör olarak değerlendirilmiştir. Bu çalışma, finansal esnekliğin sağlanmasının önemli bir faktör olarak değerlendirilmesi yönünden Pinegar&Wilbricht (1989) çalışmalarını destekler niteliktedir.

Firmaların borç kullanma politikasında önem verdikleri faktörler incelendiğinde, borçlanmanın iç kaynakların yetersiz olduğunda başvurulabilecek bir kaynak olarak değerlendirildiği, borçlanma ile piyasa itibarı arasında kuvvetli bir ilişki kurulduğu ve finansal esnekliğin sağlanmasının önemsendiği görülmektedir.

Finansal esnekliğin sağlanması ile firma bir süre için de olsa atıl kalacak fon tutarını en düşük düzeye indirerek kaynak maliyetini ve firmanın karlılığını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Ayrıca firmaların uzun dönem faaliyetlerini sürdürebilmeleri açısından önemlidir. Örnekleme oluşturan firmaların finansal esnekliğin sağlanması seçeneğini önemli olarak değerlendirmeleri bu konuya olan duyarlılıklarını göstermektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmalar, dış fon kaynağını ancak iç kaynaklarının yetersiz olması ve finansal esnekliği sağlanması amacıyla tercih ederler. Ankete katılan firmalardan sermaye yapılarında daima öncelikli olarak dış fon kaynağını tercih eden firmalar dikkate alınarak, daima öncelikli olarak dış fon kaynağını tercih etmelerinin nedeni araştırılmıştır. İç kaynakların yetersiz olması ve

finansal esnekliğin sağlanması faktörlerinin, öncelikli olarak dış fon kaynaklarının tercih edilmesinde açıklayıcı değişkenler oldukları düşünülmüştür. Bu amaçla yapılan regresyon analizinde bağımsız değişken, firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması ve finansal esnekliğin sağlanması olarak belirlenmiştir. Bağımlı değişken ise, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak dış fon kaynağının daima tercih edilmesidir. Analiz sonucunda, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ilişki %21,3 (R^2 : 0,213) olarak hesaplanmıştır (p :0,000). Buna göre, firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması ve finansal esnekliğin sağlanması değişkenlerinin fon kaynağı seçiminde daima dış fon kaynaklarının tercihinin açıklama gücü %21,3'tür. Bu durum, firmaların finansal hiyerarşi teorisine uyumlu davrandıklarını göstermektedir.

Denge teorisine göre, firmalar, borç kullanımının vergi avantajı ile iflas ve finansal sıkıntı riski arasında optimal bir denge bulmaya çalışırlar. Teoriye göre, bu dengeye ulaşıncaya kadar borçlanma yoluna gidilmelidir. Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerden, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, firmaların satışları ve nakit akımlarındaki düzenlilik ve borç edinmenin getirdiği işlem maliyetlerinin düzeyi denge teorisini açıklayan faktörlerdendir. Bu çalışmada, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilmesi ile borç kullanma politikasını etkileyen faktörlerden denge teorisini açıklayanlar arasında ilişki olup olmadığı regresyon analizi aracılığıyla ölçülmüştür. Bağımsız değişkenler, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, borç edinmenin getirdiği işlem maliyetlerinin düzeyi, firmaların satışları ve nakit akımlarındaki düzenlilik olarak belirlenmiştir.

Bağımlı değişken ise, dış fon kaynaklarının daima öncelikli olarak tercih edilmesi olarak belirlenmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, firmaların satışları ve nakit akımlarının düzenliliği ve borç edinmenin getirdiği işlem maliyetlerinin düzeyi gibi faktörlerin öncelikli olarak dış fon kaynağının daima tercih edilmesini açıklama gücü %15,1'dir.

Satışların ve nakit akımlarının düzenliliği ankete katılan firmalar tarafından önemli bir faktör olarak görülmemiştir (1,6313). Literatürde, satışları ve nakit akımları değişken olan firmaların borçla finansman konusunda daha dikkatli davranmaları gerektiği belirtilmesine karşın, satışların ve nakit akımlarının düzenliliği, ankete katılan firmalarca borçlanma politikasının oluşturulmasında önemli bir faktör olarak görülmemiştir. Bu sonuç, Graham&Harvey'in (2001) çalışmalarındaki firmaların satışları ve nakit akımlarındaki değişkenliğin borçlanma miktarı üzerinde etkili olduğu (2,32) sonucundan farklılık göstermektedir.

Firmaların finansal sıkıntı ve iflas riskini önemli bir faktör olarak görmemeleri (1,7074), fon gereksinimlerini yüksek oranda iç kaynaklardan sağlamaları ve borçla finansmana ağırlıklı olarak yer vermemelerinden kaynaklanabilir. Hissedarların gelirleri için ödeyecekleri gelir vergisi oranlarının (0,4814) ve şirket yönetiminin paylaşılmasının etkisi (0,9200) gibi faktörler, önemli olmayan faktörler olarak belirtilmiştir. Literatürde, sermaye yapısı kararlarının borçlanmanın sağlayacağı vergi avantajından önemli derecede etkilendiğini gösteren çalışmalar vardır. Örneğin, Allen (1991) vergi etkisinin önemli bir faktör olduğu sonucuna ulaşmıştır. Pinegar&Wilbricht (1989) çalışmalarında, kurumlar vergisi önemli (3,52) faktör olarak değerlendirilirken, hissedarların kişisel gelir vergilerinin

etkisi (2,14) ve iflas maliyetleri (1,58) önemli faktörler olarak değerlendirilmemiştir. Bu çalışmada ise, vergi etkisi önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir (1,1489). Firmaların borçlanmanın sağladığı vergi avantajının farkında olmamaları, hedef borçlanma oranlarının olmamasının nedenlerinden birini oluşturmakta ve denge teorisinin firmaların vergi avantajından yararlanmak isterler şeklindeki yaklaşımını desteklememektedir.

Firmalar, para ve sermaye piyasalarını yakından takip ederek, piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olduğu zamanlarda, eski borçlarını yenileyerek finansal esnekliği sağlayabilmektedirler. Ankete katılan firmaların, borç kullanma politikasını etkileyen faktörlerden, piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olmasını (2,0133) önemli olarak değerlendirmeleri, finansal esnekliğe verdikleri önemi göstermektedir. Dinamik bir sermaye yapısı öneren finansal hiyerarşi teorisinin, finansal esnekliğin sağlanmasına verdiği önem dikkate alındığında, ankete katılan firmaların bu açıdan finansal hiyerarşi teorisine uygun davranış sergiledikleri görülmektedir.

Borçlanma politikasını etkileyen faktörler, firma ölçeğine göre farklılık göstermektedir. Firma ölçeği dikkate alındığında, borçlanma politikasını etkileyen faktörlere verilen önem dereceleri Tablo IV.11’de gösterilmektedir.

Tablo IV.11. Firma Ölçeğine Göre Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler

Borçlanma Politikasını Etkileyen Faktörler	Küçük ve Orta Ölçekli Firmalar		Büyük Ölçekli Firmalar		P değeri
	A.O	S.S	A.O	S.S	
İç kaynakların yetersiz olması	2,4643	1,5211	1,9692	1,4249	0,016
Firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanmak istemesi	1,0391	1,2590	1,7231	1,4088	0,000
Firmanın yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağının olması	1,8795	1,4889	2,4769	1,4373	0,003
Borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanış şekli	1,0554	1,2979	1,2769	1,2438	0,209
Finansal sıkıntı ve iflas riski	1,8176	1,5262	1,1846	1,2856	0,002
Sektörde bulunan firmaların genel borçlanma seviyeleri	1,0879	1,2937	1,2462	1,1863	0,365
Borç edinmenin getirdiği işlem maliyeti ve harçların etkisi	1,0391	1,2947	1,4308	1,2866	0,027
Finansal esnekliğin sağlanması	1,9870	1,5515	2,2000	1,4599	0,311
Firmanın piyasadaki itibarının korunması	2,1401	1,6537	0,8462	1,5535	0,189
Piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olması	1,9902	1,6153	2,2000	1,5330	0,338
Şirket yönetiminin paylaşılmasının etkisi	0,8762	1,3115	1,1719	1,2669	0,100
Müşteriler, hammadde sağlayıcılar ve kredi sağlayanların hakkımızdaki izlenimi	1,7199	1,6706	1,4154	1,4673	0,174
Firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği	1,5277	1,6450	2,1212	1,6316	0,008
Hissedarların gelirleri için ödedikleri kişisel vergi oranının seviyesi	0,4235	0,8612	0,7692	1,1695	0,006

Ölçek Değerleri: 0=Hiç Önemli Değil, 1=Önemli Değil, 2=Kararsız, 3=Önemli, 4=Çok Önemli.

Küçük ve orta ölçekli firmalar, iç kaynakların yetersiz olmasını (2,4643) ve firmanın piyasadaki itibarının korunmasını (2,1401) önemli faktörler olarak belirtmiştir. Büyük ölçekli firmalar, firmanın yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağının olması (2,4769), finansal esnekliğin sağlanması (2,200), piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olması (2,2000) ve firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği (2,1212) gibi faktörleri önemli olarak belirtilmişlerdir. İç

kaynakların yetersiz olması faktörünün küçük ölçekli firmalarda daha yüksek olması Graham&Harvey (2001) çalışması ile uyum göstermektedir.

Maddi duran varlıkları fazla olan firmalar piyasadan yüksek miktarda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağına sahiptirler. Bunun nedeni, maddi duran varlıkların borç verenler açısından teminat niteliği taşımasıdır. Ankete katılan firmalardan büyük ölçekli firmalar yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanaklarının olmasını (2,4769), küçük ölçekli firmalara oranla (1,8795) daha önemli olarak değerlendirmişlerdir. Bu faktörün küçük ve orta ölçekli firmalar ile büyük ölçekli firmalar tarafından farklı önem derecelerine sahip olması, büyük ölçekli firmaların sahip oldukları maddi duran varlıkların borç verenler açısından teminat niteliği taşıması ve buna bağlı olarak büyük ölçekli firmaların piyasadan yüksek miktarda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağına sahip olmaları ile açıklanabilir. Küçük ve orta ölçekli firmalar ise, maddi duran varlık düzeylerinin düşük olması nedeniyle istedikleri miktarda ve uygun maliyetli borçlanma olanaklarına sahip olmamalarının bu faktörü önemli görmemelerine yol açtığı düşünülebilir.

Borç kullanma politikasını etkileyen faktörlerden piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması faktörü, firma ölçeği dikkate alınarak incelendiğinde, büyük ölçekli firmaların (2,200), küçük ölçekli firmalara oranla (1,9902) daha önemli gördükleri anlaşılmıştır. Graham&Harvey (2001) çalışmasında, piyasa zamanlamasının büyük ölçekli firmalarda (2,40), küçük firmalara oranla daha çok dikkat edilen bir konu olduğunu belirtmiştir. Bu konuya ilişkin anket çalışmasından elde edilen veriler Graham&Harvey (2001) çalışmasını destekler niteliktedir.

Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerden firmanın piyasadaki itibarının korunması konusu firma ölçeği dikkate alınarak değerlendirildiğinde, küçük ölçekli firmaların (2,1401), büyük ölçekli firmalara oranla (0,8462) konuya daha çok önem verdikleri anlaşılmıştır. Buna göre, küçük ölçekli firmaların, borçlanma miktarı ile piyasa itibarı arasında ilişki kurdukları ve piyasada borçlu bir firma olarak görünmekten kaçındıkları anlaşılmaktadır.

Ankete katılan firmaların geneli açısından, firmaların satışları ve nakit akımlarındaki değişkenlik borçlanma politikası üzerinde önemli olarak değerlendirilmese de, firma ölçeği dikkate alınarak incelendiğinde, büyük ölçekli firmalar açısından (2,1212) önemli bir faktör olduğu anlaşılmıştır. Bu durum büyük ölçekli firmaların denge teorisine yakın davrandıklarını göstermektedir.

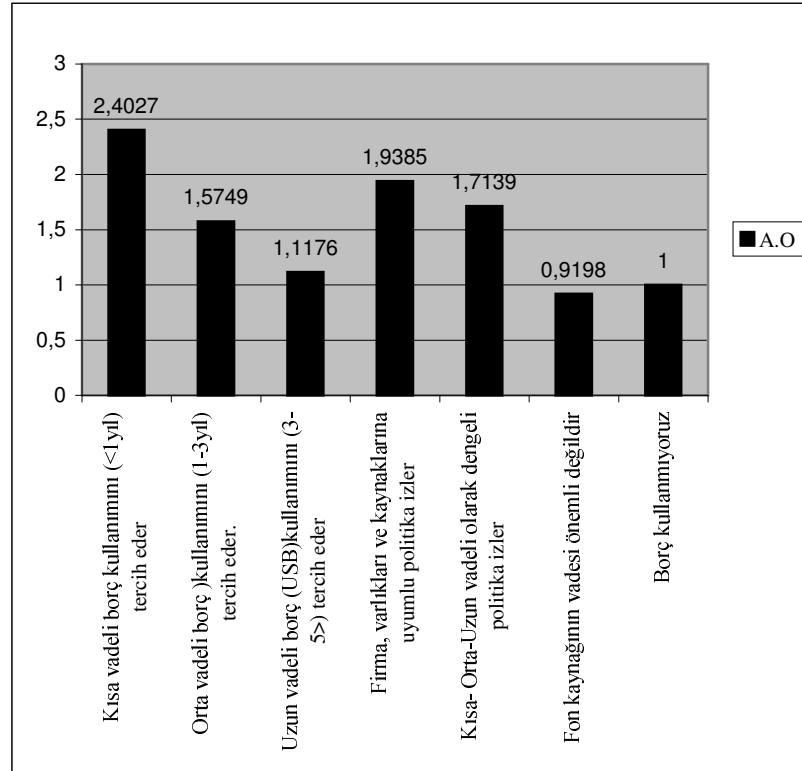
IV.5.2.6. Fon Kaynaklarının Vadesine Yönelik Tercih

Fon kaynaklarının vadesine yönelik tutumlar, faiz oranlarındaki dalgalanmalara olan duyarlılığı anlamak açısından önemlidir. Ayrıca, bu soruyla firmaların varlıklar ile kaynakların zaman uyumunu sağlayacak politika izlenip izlenmedikleri anlaşılmaya çalışılmıştır. Firmaların verdikleri yanıtlara göre, kısa süreli borç (KSB) kullanımı (2,4027) en çok tercih edilen seçenek olarak ortaya çıkmıştır. Diğer seçenekler ise sırasıyla, varlık ve kaynakların zaman uyumunu sağlayacak bir politika izlenmesi (1,9385), kısa-orta-uzun süreli borç kullanımında dengeli politika izleme (1,7139), orta süreli borç (OSB) tercihi (1,5749) ve son olarak da uzun süreli borç (USB) tercih (1,1176) edilmektedir. Elde edilen sonuçlar Tablo IV.12’de ve Şekil IV.5’de gösterilmektedir.

Tablo IV.12. Fon Kaynaklarının Vade Yapısı Tercih

	A.O	S.S	P Değeri
Kısa süreli borç kullanımının (<1yıl) tercih edilmesi.	2,4027	1,5973	0,000
Orta süreli borç kullanımının (1-3yıl) tercih edilmesi.	1,5749	1,4640	0,000
Uzun süreli borç kullanımının (3-5>) tercih edilmesi.	1,1176	1,4131	0,000
Varlıklar ile kaynaklarının zaman uyumunu sağlayacak bir politika izlenmesi.	1,9385	1,7510	0,994
Kısa-Orta-Uzun süreli olarak dengeli politika izlenmesi.	1,7139	1,6096	0,002
Fon kaynağının vadesi önemli değildir.	0,9198	1,4696	0,000

Ölçek değerleri: 0= Hiçbir zaman, 1= Çok az, 2= Orta, 3= Genellikle, 4= Daima olarak belirlenmiştir.

Şekil IV.5. Fon Kaynaklarının Vade Yapısı Tercih

Firmaların çoğunlukla kısa vadeli borçlanma yoluna gitmeleri, piyasa faiz oranlarının değişken olduğu ve firmaların bu riski üstlenmek istemedikleri şeklinde yorumlanabilir. Diğer yandan ağırlığını KOBİ'lerin oluşturduğu firmaların, düşük kredi değerliliği, teminat yetersizliği ve sermaye piyasası araçlarından yararlanma olanaklarının sınırlılığı nedenleriyle sadece kısa süreli borçla finansman sağlayabildikleri şeklinde de değerlendirilebilir. Bu değerlendirme, firma ölçeği dikkate alınarak KSB ve USB kullanım tercihlerinin incelendiği Tablo IV.13'ten elde edilen sonuçlarla doğrulanmaktadır.

Tablo IV.13. Firma Ölçeğine Göre KSB ve USB Tercihi

	Küçük ve Orta Ölçekli Firmalar		Büyük Ölçekli Firmalar		P değeri
	A.O	S.S	A.O	S.S	
Kısa süreli borç kullanımının (<1yıl) tercih edilmesi.	2,4641	1,6497	2,1515	1,2919	0,149
Orta süreli borç kullanımının (1-3yıl) tercih edilmesi.	1,5065	1,4760	1,8923	1,3703	0,053
Uzun süreli borç kullanımının (3-5>) tercih edilmesi.	0,9804	1,3597	1,6923	1,4569	0,000
Varlık ve kaynaklarının zaman uyumunu sağlayacak bir politika izlenmesi.	1,8856	1,7676	2,1846	1,6760	0,212
Kısa-Orta-Uzun süreli olarak dengeli politika izlenmesi.	1,5784	1,5854	2,3231	1,6018	0,001
Fon kaynağının vadesi önemli değildir.	0,9477	1,5184	0,8154	1,2487	0,152

Ölçek değerleri: 0= Hiçbir zaman, 1= Çok az, 2= Orta, 3= Genellikle, 4= Daima olarak belirlenmiştir.

Küçük ve orta ölçekli firmaların (2,4641), büyük ölçekli firmalardan (2,1515) daha yüksek oranla KSB kullandıkları anlaşılmaktadır. Firmaların varlıkları ile kaynaklarının zaman uyumunu sağlayacak politika izleme durumları ise, büyük ölçekli firmalarda (2,1846) önem verilen bir durum olarak ortaya çıkarken, küçük ve orta ölçekli firmaların bu konuya dikkat etmedikleri anlaşılmıştır. Ayrıca büyük ölçekli firmalar, kısa-orta-uzun vadeli dengeli finansman yöntemini (2,3231)

kullandıklarını belirtmişlerdir. Bu durum, varlıklara uygun kaynak oluşturma ve finansman kaynakları arasında çeşitlendirme yapma hedefinin firma ölçeği büyüdükçe arttığını göstermektedir. Graham&Harvey (2001) çalışmalarında, varlıklar ile kaynakların zaman uyumunu sağlayacak politikanın izlenmesini önemli bulmuş (2,60) ve küçük ölçekli firmaların bu konuya daha çok dikkat ettiklerini (2,69) belirtmiştir. Bu çalışmada ise, Graham&Harvey'in çalışmasından farklı olarak, varlıklar ile kaynakların zaman uyumunu sağlayacak politika izlenmesi konusunu büyük ölçekli firmaların (2,3231) daha önemli buldukları saptanmıştır. Fon kaynağının vadesinin belirlenmesinde etkili olan faktörler Tablo IV.14'de gösterilmektedir.

Tablo IV.14. KSB ve USB Tercihini Etkileyen Faktörler

	A.O	S.S	P Değeri
KSB'nin faiz oranı, USB'nin faiz oranından düşük olduğu zaman KSB alınması.	2,2764	1,6334	0,002
Piyasa faiz oranlarının düşmesi beklendiği durumlarda KSB alınması.	1,2337	1,4103	0,000
Yeniden borç sağlama riskini azaltmak için USB kullanılması.	,9457	1,3091	0,000
Dönen varlıkları KSB ile Duran varlıkları USB ile finanse edilmesi.	,9429	1,3809	0,000

Ölçek değerleri: 0= Hiçbir zaman, 1= Çok az, 2= Orta, 3= Genellikle, 4= Daima olarak belirlenmiştir.

Fon kaynağının vadesinin belirlenmesinde etkili olan faktörler, firmaların piyasa faiz oranlarına duyarlılıklarını ve olası kötü durum senaryolarına verdikleri önemi göstermektedir. Araştırma konusu firmalar, KSB'nin faiz oranlarının, USB'nin faiz oranlarından düşük olduğu zaman KSB kullanma seçeneğini

önemserken (2,2764), KSB kullanımında, piyasa faiz oranlarının düşme beklentisini (1,2337) daha az önemli bulmuşlardır. Yeniden borç sağlama riskini azaltmak için USB kullanılması (0,9457) ve asgari finansman dengesinin sağlanmasını ise önemli bulmamışlardır.

Örnekleme katılan firmaların, KSB'nin faiz oranı USB'ye göre düşük olduğu zaman kullanılması ve ikinci derecede önemli seçenek olarak da piyasa faiz oranlarındaki düşüş beklentisinin belirtilmesi piyasa faiz oranlarının sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Firmaların USB kullanma nedenlerinden birisi de kötü zamanlarda yeniden finansman durumunda kalmamaktır. Böyle bir tercih gelecek dönemlerde etkin nakit yönetimi gereksinimini azaltmaktadır. Ankete katılan firmaların USB kullanımına yönelik tutumlarının çok düşük olması, etkin nakit yönetimi yapmalarının bir gereksinim olduğunu ortaya çıkartmaktadır.

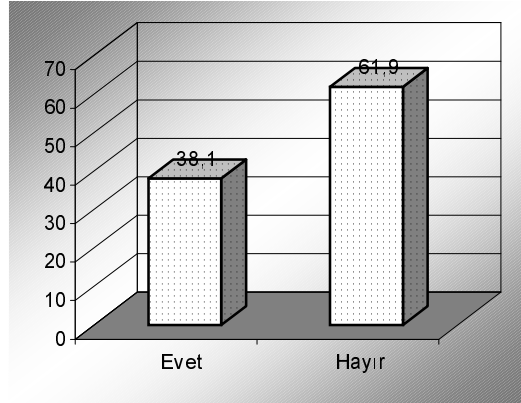
IV.5.2.7. Firmanın Borçlanma Oranı ve Endüstrinin Ortalama

Borçlanma Oranı İlişkisi

Aynı endüstride bulunan firmaların, varlık yapısı, üretim şekli ve nakit akımlarının birbirine yakın olması nedeniyle sermaye yapısı kararları ve borçlanma oranları benzerlik göstermektedir. Firmaların borçlanma oranlarının, buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranına uyum gösterip göstermediği, kredi veren kuruluşlar açısından önemlidir. Endüstri ortalamasından yüksek oranda borçlanma oranına sahip olan firmalar, kredi kuruluşları açısından daha riskli olarak nitelendirilmektedir. Ankette yöneltilen “Firmanızın ortalama borçlanma oranı,

bulduğunuz endüstrinin ortalama borçlanma oranı seviyesinde mi? ” sorusuna verilen yanıtlar Şekil IV.6’da gösterilmiştir.

Şekil IV.6. Firmaların Borçlanma Seviyesi ve Endüstrinin Ortalama Borçlanma Seviyesi

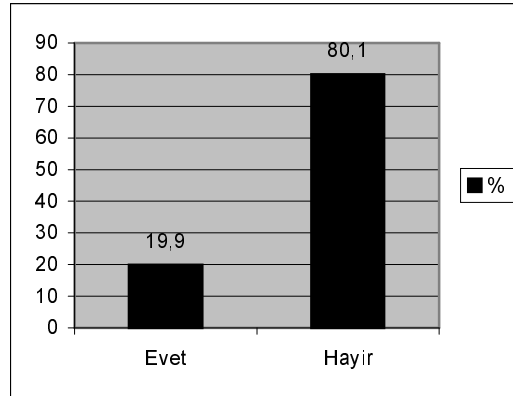


Borçlanma oranları endüstrinin ortalama borçlanma oranı seviyesinde olan firmaların oranı %38,1 iken, borçlanma oranları endüstrinin ortalama borçlanma oranı seviyesinde olmayan firmaların oranı %61,9 olarak belirlenmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 4’ün testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi reddedilerek, ortalama borçlanma oranı bulunduğu endüstrinin ortalamasına eşit olan firmaların oranı, eşit olmayanların oranından daha küçüktür ($p: 0,000$). Allen (1991) çalışmasında, firmaların %66’sının endüstrinin borçlanma oranına uyum gösterdikleri, %32’sinin ise uyum göstermedikleri sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmadan elde edilen veriler, Allen (1991) çalışmasından farklılaşmaktadır.

IV.5.2.8. Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği

Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarını kullanmalı, iç kaynakların yetersiz olması halinde dış fon kaynaklarını tercih etmelidir. Teoriye göre, halihazırda kar eden firmaların dış fon kaynağına ihtiyacı olmayacaktır. Bu nedenle zorunlu kalmadıkça yani, iç kaynaklar yetersiz olmadıkça dış fon kaynağı kullanmayacaklardır. Dolayısıyla ankete katılan firmaların borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak istememeleri finansal hiyerarşi teorisine olan uyumu gösterecektir. Ankete katılan firmalardan elde edilen yanıtlar Şekil IV.7’de gösterilmiştir.

Şekil IV.7. Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği



Borçlanma maliyetinin etkilenmemesi koşuluyla daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı %80,1 iken, daha fazla borçlanmak isteyenlerin oranı %19,9 olarak elde edilmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 5’in testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi reddedilerek, borçlanma maliyetinde değişiklik olmaması halinde daha fazla borçlanmak

istemeyen firmaların oranı, daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranından yüksek olduğu anlaşılmıştır (p: 0,000). Allen (1991) çalışmasında, aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanma talebine yönelik soruya %78 oranında evet yanıtını almıştır. Bu konuyla ilgili olarak elde edilen veriler Allen (1991) çalışması ile uyum göstermemektedir.

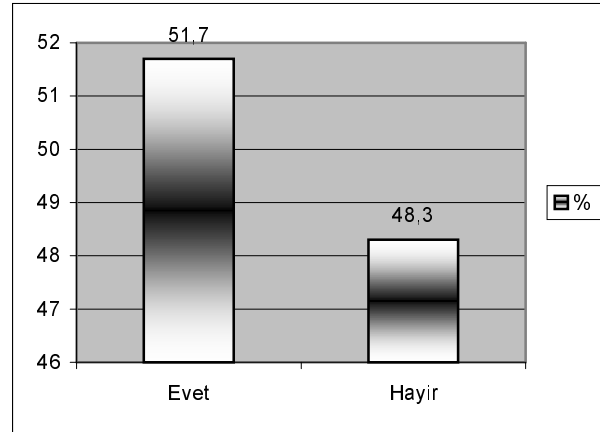
Firmaların büyük çoğunluğunun aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istememeleri, örnekleme oluşturan firmaların finansal hiyerarşi teorisine olan uyumunu göstermektedir. Ancak, örnekleme oluşturan firmaların karlı firmalar olup borçlanmaya ihtiyaçları olmadıklarından değil, gelecek dönemlerde karşılaşılabilecek kötü bir durumda finansal sıkıntıya düşmekten kaçındıkları için aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istemedikleri düşünülmektedir. Allen (1991) çalışmasında, firmaların daha fazla borçlanmak istememelerinin nedenini, finansal esnekliğin sağlanması ve piyasada borçla finanse edilen bir firma imajına sahip olmak istemediklerinden kaynaklanmaktadır.

Elde edilen sonuçlar, firmaların borçlanma yerine iç kaynakları tercih ettiğini göstermektedir. Aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istenmemesi, borç kullanım miktarında aşırıya kaçılmak istenmemesinden kaynaklanmaktadır. Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerden olan firmanın piyasadaki itibarının korunması konusuna verilen önem (2,0931) ile firmaların aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istememeleri arasında bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Firmalar, borçlanma oranları yüksek olması halinde piyasadaki itibarlarının zedeleneceğini düşünmektedirler. Ayrıca, genel ekonomik yapıda olabilecek dalgalanmalarda, sıkıntı yaşamamak ve ele geçirme hedefi olmamak için daha fazla borçlanmak istemedikleri düşünülmektedir.

IV.5.2.9. İhtiyat Amacıyla Boş Borç Kapasitesi Bulundurma

İhtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurma isteği, gelecek dönemlerde finansal esnekliğin sağlanmasına verilen önemi göstermektedir. Bu durum, firmaların geleceği düşünen ihtiyatlı firmalar olmaları ve bu uygulamanın sigorta niteliği taşımasından kaynaklanmaktadır. Böylelikle firmalar “kötü durum senaryoları” ile başa çıkabileceklerdir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmalar istenmeyen durumlarla karşılaştıkları zaman kullanıma hazır borç kapasitelerinin bulunması firmanın kredi değerliliğini arttırmakta ve piyasadaki menkul kıymetlerin satışını kolaylaştırmaktadır. Buna göre, firmaların ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurmaları istemeleri finansal hiyerarşi teorisine olan uyumu göstermektedir. Araştırmaya katılan firmalardan 196 tanesi (%51,7) boş borç kapasitesi bulundururken, 183 tanesi (%48,3) boş borç kapasitesi bulundurmadıklarını belirtmiştir. Elde edilen veriler Şekil IV.8’de gösterilmektedir.

Şekil IV.8. İhtiyat Amacıyla Boş Borç Kapasitesi Bulundurma



Araştırmaya katılan firmalardan ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulunduranların oranı %51,7 iken, boş borç kapasitesi bulundurmayanların oranı %48,3 olarak elde edilmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 6'nın testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi kabul edilerek, boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranı ile boş borç kapasitesi bulundurmayan firmaların oranı arasında fark yoktur ($p:0,2543$). Bu sonuç, finansal hiyerarşi teorisinin desteklenmediği şeklinde yorumlanabilir. Allen (1991) çalışmasında, firmaların %93 oranında boş borç kapasitesi bulduklarını, %5 oranında ise boş borç kapasitesi bulmadıklarını sonucuna ulaşmıştır. Bu konuyla ilgili elde edilen sonuçlar, Allen (1991) çalışmasını destekler niteliktedir.

IV.6. Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi

Firmaların sermaye yapısı kararlarına yönelik tutum ve davranışları, firmanın kendisinden ve çevresinden kaynaklanan pek çok faktörden etkilenmektedir. Konuyla ilgili olarak yapılan anket çalışmasından elde edilen verilerle, Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler ve gerçek hayatta finansal kararlarını verirken etkilendikleri faktörler ve genel tutumlar ortaya çıkarılmıştır. Elde edilen sonuçlar bütünsel olarak aşağıda belirtilmiştir.

- Genel özellikleri dikkate alınarak değerlendirilen firmaların, %57,4'ünün limited şirket, %33,5'inin anonim şirket olarak faaliyet gösterildiği, aktif büyüklüklerinin %82,3 oranında 200.000YTL ve üzerinde olduğu ve satış gelirlerinin %58,5 oranında 800.000YTL ve üzerinde olduğu görülmüştür.

- Ankete katılan firmalardan büyük bir çoğunluğu (%82,6) küçük ve orta ölçekli firmalardan oluşurken, büyük ölçekli firmaların örneklem içindeki payı daha düşüktür (%17,5). Bu durum, anketten elde edilen verilerin büyük oranda küçük ve orta ölçekli firmaların finansal tutum ve davranışlarını açıklaması sonucunu doğurmaktadır. Firmalardan %93,1'i ortakları tarafından yönetilirken, %6,9'unun ortakların dışında bir yönetim kurulu tarafından yönetildiği anlaşılmıştır. İhtiyaç duyulan fon kaynağının seçimi konusundaki kararlar %74,9 oranında firma ortakları tarafından verilmektedir. Fon kaynağının seçimine yönelik tutum, firma ölçeği dikkate alınarak değerlendirildiğinde, küçük ve orta ölçekli firmalarda ortaklar tarafından karar verilme oranı büyük ölçekli firmalara oranla iki kat daha fazla olduğu anlaşılmıştır.

- Firmaların önceden belirlenmiş bir hedef borçlanma oranına sahip olup-olmamaları, finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisinin değerlendirilmesi açısından açıklayıcı bir faktör olması nedeniyle firmalara yöneltilmiş ve %76,6 oranında hedef borçlanma oranına sahip olunmadığı yanıtı alınmıştır. Hedef borçlanma oranına yönelik tutumların esnek veya katı olması durumu, firma ölçeği dikkate alınarak incelendiğinde her iki grup arasında fark olmadığı görülmüştür.

- Firmaların fon kaynağı tercihinde, ilk sırada iç fon kaynakları, ikinci sırada iç ve dış fon kaynaklarının karışık kullanılması ve son olarak da dış fon kaynakları yer almıştır. Firmalar iç fon kaynaklarını çoğunlukla genişleme politikalarında tercih etmektedirler. Son üç yıl içerisinde yeni yatırım gerçekleştiren firmalar, bu yatırımların finansmanında %37 oranında %100 özsermaye ve %22,7 oranında yarı yarıya özsermaye ve borç kullanmışlardır.

- Firmaların iç kaynaklarının yetersiz olması durumu, borç kullanma politikasını etkileyen faktörler arasında ilk sırasında yer almaktadır. Daha sonra, piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması, finansal esnekliğin sağlanması ve firmanın piyasadaki itibarının korunması gibi faktörler önemli olarak değerlendirilmiştir. Borç kullanma politikasını etkileyen faktörler firma ölçeği dikkate alınarak incelendiğinde, iç kaynakların yetersiz olması ve firmanın piyasadaki itibarının korunması konularına küçük ve orta ölçekli firmaların büyük ölçekli firmalara oranla daha çok önem verdikleri anlaşılmıştır. Diğer yandan büyük ölçekli firmalar tarafından, yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağının olması, finansal esnekliğin sağlanması, satış ve nakit akımlarının düzenliliği, piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olması ve firmanın piyasadaki itibarının korunması gibi konular önemli olarak belirtilmiştir.

- Firmaların bütünü dikkate alındığında, çoğunlukla kısa süreli borç kullanımının tercih edildiği, orta ve uzun süreli borçlanma tercihinin ise daha az olduğu görülmüştür. Firma ölçeği dikkate alınarak yapılan analizde ise, küçük ve orta ölçekli firmalar çoğunlukla kısa süreli borçlanma yoluna gitmektedirler. Büyük ölçekli firmalar ise, kısa-orta-uzun süreli fon kaynakları arasında dengeli bir politikayı, varlıklar ile kaynaklar arasında zaman uyumu sağlamayı ve son olarak da kısa süreli borç kullanımını tercih etmektedirler. Firmaların fon kaynağının vadesine yönelik tercihlerinde, kısa süreli borcun faiz oranının uzun süreli borcun faiz oranından düşük olmasının kısa süreli borç kullanımında en önemli faktör olduğu görülmüştür.

- Ankete katılan firmalar ortalama borçlanma oranlarının endüstrinin ortalama borçlanma oranı düzeyinde olmadığını belirtmişlerdir.

- Ankete katılan firmalardan büyük bir çoğunluğu, borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmasa bile daha fazla borçlanmak istemediklerini ifade etmişlerdir. Ancak, firmaların yarısından fazlası gelecek dönemlerde karşılaşılabilecek kötü durumlarda finansal sıkıntı yaşamamak amacıyla boş borç kapasitesi bulundurma eğiliminde olduklarını belirtmişlerdir. Bunlara bağlı olarak firmaların borçlanmadan mümkün olduğu kadar kaçındıkları ve borçlanma konusunda ihtiyatlı bir yaklaşım sergiledikleri anlaşılmaktadır.

Uygulanan anketten elde edilen sonuçlar, firmaların tutumlarının sermaye yapısına ilişkin teorilerden hangisine daha yakın olduğu konusunda da değerlendirme yapmayı olanaklı kılmaktadır.

IV.7. Teoriler ile Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

Finansal hiyerarşi teorisi ile denge teorisinin sermaye yapısı kararlarına ilişkin farklı öngörülleri vardır. Mersin ve Adana illerinde yeralan sanayi işletmelerin davranışlarının her iki yaklaşımda belirtilen faktörlere uyum düzeyi belirlenmeye çalışılmıştır. Teorilerin sermaye yapısı kararlarına ilişkin öngörülleri ve inceleme konusu firmaların sergiledikleri tutumlar karşılaştırılmıştır. Firma davranışlarından sözkonusu öngörülere uyumlu olanlar (+) işareti ile uyumlu olmayanlar (-) işareti ile belirtilmiştir. Denge teorisine ilişkin sonuçlar Tablo IV.15’de, finansal hiyerarşi teorisine ilişkin sonuçlar Tablo IV.16’da gösterilmiştir.

Tablo IV.15. Denge Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

Denge Teorisi (Trade off Theory)	Anket Çalışmasının Sonuçları
<p>Firmaların önceden belirlenmiş hedef borçlanma oranları vardır.</p> <p>Büyük ölçekli firmaların hedef borçlanma oranları küçük ve orta ölçekli firmalara oranla daha katı olarak uygulanmaktadır.</p>	<p>- Ankete katılan firmalardan %76,6'sının hedef borçlanma oranlarını olmadığı, %23,4'nün hedef borçlanma oranına sahip oldukları anlaşılmıştır.</p> <p>- Firmaların hedef borçlanma oranlarına yönelik tutumlarının esnek veya katı olması yönünden firma ölçeği dikkate alınarak incelenmiş, küçük ve orta ölçekli firmalar ile büyük ölçekli firmalar arasında fark olmadığı anlaşılmıştır. Büyük ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranına sahip olma oranları %30,3 olarak belirtilirken, küçük ve orta ölçekli firmalarda %38,3 olarak tespit edilmiştir. Katı hedef borçlanma oranı açısından değerlendirildiğinde ise, büyük ölçekli firmalarda %7,6, küçük ve orta ölçekli firmalarda %4,5 olarak elde edilmiştir.</p>
<p>Firmaların hedef borçlanma oranı, buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranı ile uyum gösterebilir.</p>	<p>-Firmalardan %61,9'unun hedef borçlanma oranları endüstrinin ortalaması ile uyum göstermezken, %38,1'nin hedef borçlanma oranları endüstrinin ortalamasıyla aynı olduğu yanıtı alınmıştır.</p>
<p>Piyasa faiz oranlarının seviyesi borçlanma politikaları üzerinde önemli bir faktördür.</p>	<p>+ Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması borçlanma üzerinde önemli bir faktör olarak görülmüştür (2,0133).</p>
<p>Firmalar, borç kullanımının vergi avantajından yararlanmak isterler ve firmalara göre, borç kullanma politikasını etkileyen önemli faktörlerden birisidir.</p> <p>Hissedarların ödedikleri gelir vergileri, borçlanma üzerinde önemli bir faktördür.</p>	<p>- Firmalar borçlanmanın sağladığı vergi avantajı, borçlanma politikası üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir (1,1489).</p> <p>- Hissedarların ödedikleri gelir vergileri, borç kullanımı üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir (0,4814).</p>
<p>Finansal sıkıntı ve iflas riski, borçlanma politikasında önemli bir faktördür.</p>	<p>- Finansal sıkıntı ve iflas riski borçlanma üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir (1,7074).</p>
<p>Firmanın satışları ve nakit akımlarındaki düzenlilik borçlanma politikasında önemli bir faktördür.</p>	<p>- Satışlar ve nakit akımlarındaki düzenlilik borçlanma politikası üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir (1,6313).</p>
<p>Borç edinmenin getirdiği işlem maliyeti borçlanma politikasında etkili bir faktördür.</p>	<p>- Borç edinmenin getirdiği işlem maliyetleri borçlanma politikalarında önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir (1,0984).</p>

Tablo IV.16. Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)	Anket Çalışmasının Sonuçları
Firmalar, fon kaynakları arasından seçim yaparken, ilk sırada iç kaynakları, daha sonra tahvil ve melez borçlanma araçlarını ve en son olarak da hisse senedi ihracı ile finansmanı şeklinde belirlenen finansal hiyerarşiyi takip ederler.	+ Firmaların fon kaynakları arasından yaptıkları tercih sıralaması, iç fon kaynakları (2,9895), iç ve dış fon kaynaklarının karışık kullanılması (2,1816), dış fon kaynakları (1,9184) olarak şekillenmiştir.
Firmalar iç kaynakları yetersiz olması halinde dış fon kaynağını kullanırlar.	+ İç kaynakların yetersiz olması borçlanma politikalarında önemli (2,3740) bir faktör olarak değerlendirilmiştir.
Küçük ölçekli firmalar iç kaynaklarının yetersiz olması halinde, hisse senedi ihracı olanaklarının az olması nedeniyle büyük firmalara oranla daha fazla borç kullanırlar.	+ Küçük ölçekli firmalar borçlanma politikalarında iç kaynakların yetersiz olmasının etkisini (2,4643) önemli olarak belirtirken, büyük ölçekli firmalar (1,9692) normal olarak değerlendirmişlerdir.
Firmalar, finansal esnekliği sağlanmak amacıyla dış fon kaynaklarına yönelirler.	+ Finansal esnekliğin sağlanması borçlanmayı etkileyen önemli bir faktör olarak değerlendirilmiştir (2,0106).
Firmalar, finansal esnekliği sağlamak amacıyla boş borç kapasitesi bulundurlar.	- Firmaların %51,7'si boş borç kapasitesi bulundururken, %48,3'ü bulundurmamaktadır. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.
Firmaların önceden belirlenmiş bir hedef borçlanma oranları yoktur.	+ Ankete katılan firmalardan %76,6'sının hedef borçlanma oranlarını olmadığı anlaşılmıştır.
Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması borçlanma politikası üzerinde önemli bir faktördür.	+ Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması borçlanma üzerinde önemli bir faktör olarak görülmüştür (2,0133).
Firmalar borçlu bir firma olarak görünmemek için aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istemezler.	+ Ankete katılan firmalardan %19,9'u aynı faiz oranı ile daha fazla borçlanmak isterken %80,1'i daha fazla borçlanmak istemediklerinin belirtmişlerdir.
Firmalar, büyük genişleme yatırımlarında öncelikli olarak iç kaynakları kullanılmakta bunun yetersiz olması halinde dış fon kaynağı kullanılmaktadır.	+ Firmaların son üç yıl içerisinde yaptıkları yatırımlarda, %37 oranında %100 özsermaye kullanılmış ve %22,7 oranında %50 borç %50 özsermaye bileşimi şeklinde finanse edilmiştir.
Firmalar, iç fon kaynakları yetersiz olunca hisse senedi ihraç ederler.	Ölçülemedi.
Firmalar, asimetrik bilginin varlığı kabul edilerek, hisse senetlerinin piyasa tarafından düşük değerlendirileceği ihtimali düşünülerek hisse senedi ihracı yerine melez borçlanma araçlarına yönelirler.	Ölçülemedi.

SONUÇ

Sermaye yapısı kararları firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve gelişmeleri açısından önemle üzerinde durulması gereken bir konudur. Son yıllarda yaşanan ekonomik, sosyal ve teknolojik gelişmeler, finansal işlemlerin uluslararası düzeyde ve daha düşük maliyetle gerçekleştirilmesini kolaylaştırmış, firmaların ulaşabilecekleri fon kaynaklarını çeşitlendirmiş, rekabetin giderek yoğunlaşması fon kaynakları arasından yapılacak seçimi ve bu seçim sonunda katlanılan maliyetlerin çok daha dikkatle ele alınması gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmeler, firma değeri maksimizasyonu amacının tüm işletmeler tarafından benimsenmesiyle birleştirildiğinde, firmalar için sermaye yapısı kararlarının stratejik önemi artmıştır.

Sermaye yapısı kararlarında, firmanın iç ve dış çevresinden kaynaklanan pek çok faktör etkili olmaktadır. Bu konuda finans yöneticisine sunulan belirli bir yöntem olmamakla birlikte, genel ekonomik durum, firmanın özellikleri ve endüstrinin özellikleri dikkate alınarak firma açısından fon kaynaklarının fayda ve maliyetlerinin optimal bileşimi oluşturulmaya çalışılır. Finans literatürü sermaye yapısı kararları ve optimal sermaye yapısının oluşturulmasına ilişkin farklı yaklaşımlar önermekte, ancak bu yaklaşımlardan hiçbirisi tek başına yeterli olmamakta veya biri diğerinden üstün kılınamamaktadır.

Firmaların sermaye yapısı kararlarına ilişkin teorik çerçeveyi, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım, M&M yaklaşımı ve M&M yaklaşımının kurumlar ve gelir vergileri dikkate alınarak düzeltilmiş şekli oluşturmaktadır. Sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin firma değerine olan etkisi M&M'in çalışmalarına yapılan eleştiriler ve piyasa etkinliği konusundaki tartışmalarla farklı bir boyut kazanmıştır. Finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri,

asimetrik bilgi ve temsil maliyeti gibi piyasa aksaklıklarının dikkate alınması, denge teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi olarak adlandırılan iki yeni teorinin geliştirilmesine neden olmuştur. Bu teorilerin, firmaların gerçek hayatta sergiledikleri davranışları açıklamakta daha elverişli olduğu düşünülmektedir. Denge teorisi, borç kullanmanın fayda ve maliyetlerinin dengelenmesiyle optimal borçlanma düzeyinin elde edilebileceğini belirtirken, finansal hiyerarşi teorisi ise firmaların sermaye yapısını oluştururken, öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda tahvil ve melez menkul kıymetler gibi borçlanma araçlarını, en son olarak da hisse senedi ihracını tercih edeceklerini savunmaktadır.

Firmalar sermaye yapısı kararlarında, kaynaklar arasından seçim yaparken elde edilecek gelir, risklilik, esneklik, denetim, maliyet, uygunluk ve zamanlama faktörlerini değerlendirirler. Böyle bir değerlendirme, firmanın faaliyet gösterdiği ülkenin genel ekonomik durumu, endüstrinin özellikleri ve firmaya özel durumlar göz önünde bulundurularak yapılabilir. Genel ekonomik durum çerçevesinde, ekonominin büyüme ve gelişme seviyesi, üretim ve yatırım hacmi, uluslararası piyasalarla bütünleşme düzeyi, para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik derecesi gibi faktörler incelenir. Endüstrinin genel ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılığı, mevsimlik hareketlerden etkilenme düzeyi, rekabet şekli, içinde bulunulan evre, yerleşik gelenek ve görenekler endüstrinin özellikleri kapsamında dikkate alınır. Firmaya özel durumlar çerçevesinde ise, firmanın hukuki yapısı, büyüklüğü, varlık yapısı, risklilik düzeyi, kontrol hakkı, likidite düzeyi ve karlılık oranları gibi faktörler değerlendirilir.

Firma yöneticileri, sermaye maliyetinin en düşük ve firma piyasa değerinin en yüksek olduğu optimal sermaye yapısını oluşturmayı hedefler. Bu

amacı gerçekleştirebilmek için, faiz ve vergiden önceki kar-hisse başına kar analizi, nakit akışı analizi, aynı endüstri dalında benzer firmaların sermaye yapısı ve tipik oranları ile karşılaştırma, yatırım analistleri ve borç verenlerle görüşmeler, derecelendirme ve regresyon-simülasyon kullanılan yöntemlerin başlıcalarıdır.

Literatürde, firmaların sermaye yapısı kararlarında etkili olan faktörler ve sermaye yapısı kararlarının teori ve yaklaşımlardan hangisi ile uyumlu olduğunu araştıran pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmada, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin uygulamada nasıl şekillendiği açıklamak ve firmaların bu konuda sergiledikleri davranışların uyumlu olduğu teoriyi belirlemek amacıyla Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmaları üzerinde anket çalışması yapılmıştır.

Çalışmanın sonuçlarına göre, firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmadığı, fon kaynağı seçiminde çoğunlukla iç fon kaynaklarının tercih edildiği anlaşılmıştır.

Borçlanma politikasında, iç kaynakların yetersiz olması, finansal esnekliğin sağlanması, firmanın piyasadaki itibarının korunması ve piyasa faiz oranlarının düşük olması önemli faktörler olarak değerlendirilirken; borç kullanımının sağladığı vergi tasarrufu, firmanın düşük maliyetle yüksek oranda borç edinebilme olanağına sahip olması, borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanış şekli, finansal sıkıntı ve iflas riski, aynı sektörde bulunan firmaların genel borçlanma seviyeleri, borç edinmenin getirdiği işlem maliyeti, müşteriler, hammadde sağlayıcılar ve kredi sağlayanların izlenimleri, satışların ve nakit akımlarının düzenliliği ve hissedarların ödedikleri gelir vergisi oranları önemli faktörler olarak değerlendirilmemiştir.

Firmalar, çoğunlukla kısa vadeli borçlanma araçlarını tercih etmekte, orta ve uzun vadeli borçlanma araçları daha az kullanılmaktadır. Firmaların fon kaynağı tercihinde hisse senedi ihracına yönelik tutumları, halka açık firma sayısının analiz yapmaya yeterli olmaması nedeniyle değerlendirilememiştir.

Firmaların borçlanma oranlarının buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranından farklı olduğu ve borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmasa bile daha fazla borçlanmak istemedikleri anlaşılmıştır. İhtiyat amacıyla boş borç kapasitesi buldurmaları konusunda ise anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

Firmalar, genel ekonomik durumda borçlanmayı avantajlı hale getirecek değişimlerin olması durumunda bile bu değişimden yararlanmayı düşünmemekte ve borçlanmak istememektedirler. Bu durum, firmaların borçlanmanın yararları hakkında bilgi sahibi olmadıklarını düşündürmektedir. Firmalar, ancak kendi kaynaklarının yetersiz olması halinde ve zorunlu kaldıkları durumlarda borçlanma yoluna gitmektedirler. Firmaların hisse senedi ihracı seçeneğine çok uzak oldukları anlaşılmıştır.

Örnekleme oluşturan firmaların büyük çoğunluğunun küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşmasının sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir. Başlangıçta kişisel sermayeleri ile kurulan bu tür firmaların uzun süreli borçlanma konusunda sıkıntı yaşamaları ve sermaye piyasasından yararlanma olanaklarının sınırlılığı, finansman ihtiyaçlarını iç kaynaklarla karşılamalarına neden olmakta ve iç kaynakları yetersiz olan firmaların faaliyetlerini sürdürmelerini zorlaştırmaktadır.

Büyük ölçekli firmalar, fon kaynakları arasındaki tercihleri, daha fazla borçlanma konusundaki isteksizlikleri ve hedef borçlanma oranına sahip olmamaları konularında küçük ve orta ölçekli firmalar ile benzer davranışlar göstermektedirler. Ancak, büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarından yararlanma olanaklarının daha fazla olmasına karşın, hisse senedi ile finansman yoluna gitmemeleri dikkat çekici bir durumdur.

Elde edilen bulgulara göre, Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarının büyük oranda finansal hiyerarşi teorisine uyum gösterdikleri anlaşılmıştır. Sermaye yapısı oluşturulurken öncelikli olarak iç kaynakların tercih edilmesi, hedef borçlanma oranlarının olmaması, finansal esnekliğin önemsenmesi ve borçla finansman konusunda ihtiyatlı davranılması, örnekleme oluşturan firmaların davranışlarını finansal hiyerarşi teorisine yaklaştırmaktadır.

Denge teorisi ise, piyasa faiz oranlarının düşük olmasının borçlanma politikaları üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmesi dışında destek bulamamıştır. Özellikle firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmamaları, borçlanmanın sağladığı vergi avantajının önemli faktörler arasında görülmemesi, finansal sıkıntı ve iflas riski ile satışların ve nakit akımlarının düzenliliğinin finansman politikalarında önemli bir faktör olarak değerlendirilmemesi denge teorisinden önemli sapmalardır. Firmaların genel olarak borçla finansman konusundaki isteksizlikleri, borçlanmanın faydaları ile finansal sıkıntı ve iflas riskinin dengelenmesini temel alan denge teorisinden farklılaşan tutumları açıklayıcı niteliktedir.

Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri, gelişmeleri ve uluslararası piyasalarda rekabet avantajı elde edebilmeleri için, sermaye yapısı kararlarının stratejik öneminin fark edilmesi ve buna uygun davranılması gerekmektedir. Tüm finansman seçeneklerinin avantaj ve dezavantajlarının değerlendirilerek optimal sermaye yapısı hedefinin oluşturulması ve bu kararlar verilirken bilimsel yöntem ve tekniklerin uzman personel tarafından yürütülmesi, işletmeler açısından belirlenen diğer gerekliliklerdir. Bunun yanı sıra, makro ölçekli düzenlemeler yapılarak, tüm firmaların özellikle de küçük ve orta ölçekli firmaların para ve sermaye piyasalarından etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlayacak koşulların oluşturulmasının da gerekli olduğu sonucuna varılabilir.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Öztin (1998); “*Finansal Yönetim*”, Avcıol Basım, 7. Baskı, İstanbul.
- Allen, D.E. (1991); “The Determinants of The Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager’s Perspective”, *Australian Journal of Management*, 16, 2, December, pages 103-127.
- Aras, Güler (2004); “Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasalardaki İşleyişin Rolü”, *İktisat-İşletme-Finans Dergisi*, Aralık, s. 81-93.
- Bae, C.Sung; P. Daniel, Klein; Raj, Padmaraj (1994); “Event Risk Bond Covenants, Agency Costs of Debt and Equity, and Stockholder Wealth”, *Financial Management*, Vol.23, No.4, Winter, Pages 28-41.
- Barclay, J. Micheal; W.Clifford, Smith (1999); “On Financial Architecture:Leverage, Maturity and Priority”, *The New Corporate Finance* içinde, Editör: Chew, Donald H., McGraw-Hill Comp., Second Edition, Singapore,Pages 230-244.
- Barclay, J. Micheal; W.Clifford, Smith; L. Ross, Watts (1999); “The Determination of Corporate Leverage And Divident Policys”, *The New Corporate Finance* içinde, Editör: Chew, Donald H., McGraw-Hill Comp., Second Edition, Singapore, Pages 214-229.
- Benninga Z. Simon; H.Sarıg, Oded (1997); “*Corporate Finance: A Valution Approach*”, McGraw-Hil Companies, USA.
- Brealey,Richard; Stewart, Myers; Alan, Marcu (1999); “*İşletme Finansının Temelleri*”, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, Literatür Yayınları 2.Baskı, İstanbul.

- Cassar, Gavin; Scott, Holmes (2003); “Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence”, *Accounting and Finance*, Vol.43, Pages 123-147.
- Ceylan, Ali (2001); “*İşletmelerde Finansal Yönetim*”, Ekin Kitabevi Yayınları, 7.Baskı, Bursa.
- Claessens, Stijn; Simeon, Djankov; Leora, Klapper, (1999); “Resolution of Corporate Distress in East Asia”, *World Bank Policy Research Paper*, 2133, June.
- Culp, L. Christopher (2003); “The Modigliani-Miller Propositions”, P. Field, *Modern risk management : a history*. London: Risk, pages 93-105.
- Damodaran, Aswath (2001); “*Corporate Finance: Theory and Practice*”, Wiley Series in Finance, Second Edition, USA.
- Diacogiannis, George P. (1994); “*Financial management A Modelling Approach Using Spreadsheets*”, McGraw-Hill Book Company, England.
- Doğukanlı, Hatice; Songül, Acaravcı Kakilli (2004); “Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Aralık.
- Ercan, Metin Kamil; Ünsal, Ban (2005); “*Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*”, Gazi Kitabevi, Ocak, Ankara.
- Gleason C. Kimberly; Lynette Knowles, Mathur; Ike, Mathur (2000); “The Interrelationship Between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers”, *Journal of Business Research* 50, Pages 185-191.
- Graham, John R.; Campbell R., Harvey (2001); “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From The Field”, *Journal of Financial Economics*, 60, Pages 187-243.

Güloğlu, Bülent; Selim, Bekçioğlu (2001); “İMKB’deki Gelişmelerin Firmaların Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, *ODTÜ 2001 Uluslararası İktisat Kongresi*, Ankara.

Hall, C. Graham; J. Patrick, Hutchinson; Nicos, Michealas (2004); “Determinations of Capital Structures of European SMEs”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5)&(6), June/July, Pages 711-725.

Hatfield, B.Gay; T.W. Louis, Cheng; N. Wallace, Davidson (1994); “The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol.7, Number 3. Pages 1-14.

Haris, Milton; Artur, Raviv (1991); “The Theory of Capital Structure”, *The Journal of Finance*, Vol.XLVI, No.1, March, Pages 297-349.

Jensen, C.Michael; H.William, Meckling (1976); “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Pages 305-360.

Jensen, C. Michael; Smith, Jr.W.Clifford (1985); “Stockholder, Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory”; in E.I. Altman and M.G: Subrahmanyam, e.d., *Recent Advancecy in Corporate Finance*, Irwin, Homewood, IL.

Jensen, C. Micnael; Smith, Jr.W.Clifford (1986); “The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview”, in *The Modern Theory of Corporate Finance*, 2.Edition. Edited by Clifford W.Smith Jr,1990.

Karan, Mehmet Baha (1994); “*Finansal Yönetim*”, Gazi Yayınevi, Ankara.

- Kemsley, Deen; Doron, Nissim (2002); “Valuation of the Debt Tax Shield”, *The Journal of Finance*, Vol.LVII, No.5, October, Pages 2045-2073.
- Kochar, Rahul (1996); “ Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics”, *Strategic Management Journal*, Vol.17.
- Kochar, Rahul (1997); “Strategic Assets, Capital Structure and Firm Performance”, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Vol.10, Number 3, Pages 23-36.
- Kohn, Meir (1994); “*Financial Institutions and Markets*”, McGraw-Hill Cihternational Editions, First Edition, Singapore.
- Kolb, Robert W; Ricardo J., Roriguez (1996); “*Financial Management*”, Blackwell Publishers, Edition 2, Çeviren: Ali İhsan Karacan, SPK Yayınları, No:35, 1. Baskı, Ankara
- Kuş,Pelin (2000); “Simülasyon Uygulamaları”, 05.12.2005
<http://kho.edu.tr/yayinlar/btym/yayinlistesi/yayinlar/yayin2000/235-simulasyonuygulamalari-pelinkus.htm>
- Liesz, J.Thomas (2001); “Why Pecking Order Theory Should be Included in Introductory Finance Courses”, *School of Business & Professional Studies*,14.05.2005
www.mountainplains.org/articles/2001/pedagogy/PECKING%20ORDER%20THEORY.htm - 69k

- Modigliani, Franco; Merton, Miller (1958); “ The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”,The American Economic Review, 48-3, June, çev: Selim Soydemir; “*Finans Teorisinin Temel Makaleleri*”, SPK Yayınları, No:124, 1. Baskı, 1998, Ankara
- Modigliani, Franco; Merton, Miller (1963); “The Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.”, The American Economic Review,53-3, June, Çeviren: Cengiz Erol; “*Finans Teorisinin Temel Makaleleri*”, SPK Yayınları, Yayın No:124, 1. Baskı,Ankara.
- Myers, Stewart C. (1984); “Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance*, vol.39, no:3, July, Pages 575-592
- Myers, Stewart C.; Nicholas S., Majluf (1984); “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, Pages 187-221
- Özdamar, Kazım (1999); “*Paket Programlar ve İstatistiksel Veri Analizi*”, Kaan Kitabevi, 2.Baskı, Cilt 1, Eskişehir, s.513
- Palepu, G.Krishna; L.Victor, Bernard; M.Paul, Healy (1996); “*Business Analysis & Valuation*”, An International Thomson Publishing Company,
- Prasad, Sanjiva; J.Christopher, Green; Victor, Murinde (2001); “Company Financing, Capital Structure and Ovnershhip: A Survey and Implications for Developing Economics”, *Economic Research Paper* No:01/3, Loughborouh University, February.
- Peterson, P. Pamela (1994); “*Financial Management and Analysis*”, McGraw-Hill Company, North America.

- Pinegar, J. Michael: Lisa, Wilbricht (1989); “What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey”, *Financial Management*, Winter.
- Ross, A Stephen; W.Randolph, Weskerfield; Jeffrey, Jaffe (2002); “*Corporate Finance*”, McGraw Hill Company, 6th. Edition.
- Ryen, T.Glen; M.Geraldo, Vasconcellos; J.Richard, Kish (1997); “Capital Structure Decisions: What Have We Learned?”, *Business Horizons*, September-October, Pages 41-50.
- Renckly, R. Thomas (1996); “*Air University Sampling and Surveying Handbook*”, Internet Edition, April.
- Sabal, Jaime (2002); “*Financial Decisions in Emerging Markets*”, Oxford University Press, England.
- Sariaslan Halil (1996); “Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler”, TOBB Genel Yayın No:309, BÖM:35, Ankara.
- Seyidoğlu, Halil (2001); “*Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri*”, Güzem Can Yayınları, Baskı 2, İstanbul.
- Şirvan, Nesrin(2004); “*Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi*”, 15.11.2005
<http://www.iubam.org/rat%C4%B1ng%20arast%C4%B1rma.pdf>
- Smith, W.Clifford (1999); “Raising Capital: Theory and Evidence”, *The New Corporate Finance* içinde, Editör: Chew, Donald H., McGraw-Hill Comp.,2.Baskı, Singapore
- Schlingemann, P. Frederik (1996); “Capital Structure Policy”, *Business Finance 721*, Course Notes Week 7, Autumn.

- Stultz, M.Rene (2000); “Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective”, *Financial Structure Conference Paper*, January.
- TOOB Sanayi Veritabanı Üretim Kodları, ISIC Rev.2.
http://sanayi.tobb.org.tr/tum_kodlar.php, 13.02.2006.
- Turaboğlu, Tuncay (2002); “*Vekalet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması*”, Çukurova Üniversitesi, Yayımlanmamış Doktora tezi, Haziran, Adana.
- Türko, Metin (2002); “*Finansal Yönetim*”, Alfa Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- Weston, J.Fred; F.Eugene, Brigham (1993); “*Essentials of Managerial Finance*”, The Drydon Press, Tenth Edition.
- Wet, W. A. (2004); “The Rol of Asymmetric Information on Investments in Emerging Markets”, *Economic Modelling*, Vol.21, 621-630
- Van Horne, James C. (1995); “*Financial Management and Policy*”, Tenth Edition, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, New Jersey.
- Yılğör, Ayşe Gül (1996); “Risk Sermayesi ve Türkiye Açısından Önemi”, *Hazine Dergisi*, Sayı.1, Ocak, 1996, s. 85-101.
- Yılğör, Ayşe Gül (1998); “İşletme Değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama”, Ankara Üniversitesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara.
- Yılmaz, Figen; “Türkiye’de Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ’LER)”, İktisadi Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, 2003, 02.01.2006
http://www.isbank.com.tr/dosya/ekon-tr_kobiler2004.pdf.

EKLER

EK.1 Anket Formu

Sayın Finans Yöneticisi,

Bu çalışmada, firmaların sermaye yapısı kararlarında ve yeni yatırım projelerini değerlendirmeleri aşamasında genel olarak hangi fon kaynaklarını öncelikli olarak tercih ettiği ve bunu etkileyen faktörler araştırılmaktadır. Firmanızın finansman kaynağına ihtiyacını borç veya özkaynak kalemlerinin öncelikli olarak hangisinden sağlandığı araştırmanın ana konusudur.

Araştırmada, Mersin ve Adana sınırları içerisinde faaliyet gösteren sınai işletmelerin sermaye yapısı kararları ile ilgili bilgi edinmek amaçlanmaktadır. Çalışmanın amacına uygun olarak hazırlanan ankette, 19 soru bulunmaktadır. Ankette, firmaların borç ve özsermaye kullanımına ilişkin kararlarında etkili olan faktörler, kaynak seçim öncelikleri ve mevcut durumun tespit edilmesine yönelik sorular, firmalar arasında sınıflama ve sıralama yapmayı sağlayabilecek sorular ve firmaların genel özelliklerine ilişkin sorular bulunmaktadır.

Ankete verdiğiniz cevaplar tamamen gizli tutulacaktır. Ankette bulunan sorular, firmanızın kimliğini teşhir eder nitelikte değildir. Sorular kolay anlaşılır ve kısa cevaplıdır. Fax ile gönderilen anket formları elinize ulaştıktan sonra iki hafta içerisinde teslim edilmesi gerekmektedir. Araştırmanın sonuçları istediğiniz takdirde tarafınıza bildirilecektir. Firmanızdan elde edeceğimiz bilgiler bilimsel çalışmalara yardımcı olması amacıyla kullanılacaktır. Anket sorularına vereceğiniz samimi cevaplar ve yardımlarınız için teşekkür ederim.

Cevaplama yöntemi için örnek:

Firmanız, yatırım kararlarının finansmanında hangi fon kaynaklarını öncelikli olarak tercih etmektedir?

Hiçbir
Zaman Daima
0 1 2 3 4

- a)
 b)
 c)

İşletme Yüksek Lisans
Emel Yücel
Fax: 03244814345
E-mail: yucelemel@mynet

FİRMALARIN SERMAYE YAPISI KARARLARINA YÖNELİK ANKET
(Borçlar ve Özkaynaklar Arasından Seçim)

1) **Firmanızın sermaye yapısı hakkında hedef olarak belirlenmiş bir borç/özsermaye oranı var mı?**

- a) Evet b) Hayır

2) **Firmanızın borç/özsermaye oranına ilişkin tutumu nasıldır?**

- a) Hedef borç oranı yok.
b) Esnek bir hedef borç oranı var.
c) Katı bir şekilde uygulanan hedef borç oranı var.
d) Diğer.....

3) **Firmanızın yapacağı yatırımlar için gerekli fon kaynağının seçimi kim ya da kimler tarafından yapılmaktadır?**

- a) Firmanın ortakları d) Yönetim kurulu
b) Mali müşavir e) Genel müdür
c) Finansman yöneticisi f) Diğer.....

4) **Firmanız, yatırım kararlarının finansmanında hangi fon kaynaklarını öncelikli olarak tercih etmektedir?**

Hiçbir

Zaman Daima
0 1 2 3 4

- a) İç fon kaynakları (Dağıtılmayan Karlar)
 b) Dış fon kaynakları
 c) İç ve dış fon kaynaklarını karışık olarak kullanmaktadır.
 d) Firmanın o anki kapasitesine bağlıdır.
 e) Fon kaynaklarında tercih önceliği yapılmamaktadır.
 f) Diğer.....

5) **Firmanızın borç kullanma politikasını etkileyen faktörler nelerdir?**

Önemli Çok
Değil Önemli
0 1 2 3 4

- a) Firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması.
 b) Firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanmak istemesi.
 c) Firmanın yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağının olması.
 d) Borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanış şekli.
 e) Finansal sıkıntı ve iflas riski.
 f) Sektörde bulunan firmaların genel borçlanma seviyeleri.
 g) Borç edinmenin getirdiği işlem maliyeti ve harçların etkisi.
 h) Finansal esnekliğin sağlanması.
 ı) Firmanın piyasadaki itibarının korunması.
 i) Piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olması.
 j) Şirket yönetiminin paylaşılmasının etkisi.
 k) Müşteriler, hammadde sağlayıcılar ve kredi sağlayanların hakkımızdaki izlenimi.
 l) Firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği.
 m) Hissedarların gelirleri için ödedikleri kişisel vergi oranının seviyesi.
 n) Diğer.....

6) Firmanız, fon ihtiyacını karşılarken, fon kaynaklarının vadesine yönelik tercihi nasıl olmaktadır ?

Hiçbir
Zaman Daima
0 1 2 3 4

- a) Kısa vadeli borç (<1yıl) kullanımını tercih eder.
 b) Orta vadeli borç (1-3yıl) kullanımını tercih eder.
 c) Uzun vadeli borç (3-5>) kullanımını tercih eder.
 d) Firma, kaynakları ve sorumluluklarına uyumlu politika izler.
 e) Kısa- Orta-Uzun vadeli olarak dengeli politika izler.
 f) Fon kaynağının vadesi önemli değildir.
 g) Diğer.....

7) Firmanız kısa ve uzun vadeli borç kullanımı arasından seçimi hangi faktörlere göre yapmaktadır?

Hiçbir
Zaman Daima
0 1 2 3 4

- a) KSB'un faiz oranı, USB'un faiz oranından düşük olduğu zaman KSB alıriz.
 b) Piyasa faiz oranlarının düşmesi beklendiği durumlarda KSB alıriz.
 c) Yeniden borç sağlama riskini azaltmak için USB kullanıriz.
 d) Dönen varlıkları KSB ile Duran varlıkları USB ile finanse ederiz.
 e) Diğer.....

8) Firmanız için uygun olan borç kullanım miktarını belirlemede hangi faktörler önemlidir?

Önemli Çok
Değil Önemli
0 1 2 3 4

- a) Faizin sağladığı vergi avantajı.
 b) İflasın potansiyel maliyetleri, iflasa yakın olmak veya finansal sıkıntı.
 c) Endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi.
 d) Firmanın kredi değerliliği.
 e) Borç edinmenin getirdiği işlem maliyetlerinin düzeyi.
 f) Yatırımcılarımızın gelirleri için ödedikleri kişisel vergi oranının seviyesi.
 g) Finansal esnekliği sağlamak.
 h) Firmanın satışları ve nakit akımının değişkenliği.
 ı) Müşteri ve hammadde sağlayıcılarımızın güvenini olumsuz etkilememek.
 i) Firmamıza olabilecek ele geçirme saldırılarını önleyecek miktarda borçlanma.
 j) Yüksek borç oranı çalışanlarımızla pazarlıkta bize yardımcı oluyor.
 k) Üst yönetimin çalışmalarını artırmak ve etkinliği sağlamak.
 l) Diğer.....

9) Firmanız, özkaynak kullanımını hangi durumlarda tercih etmektedir?

Önemli Çok
Değil Önemli
0 1 2 3 4

- a) Genişleme politikalarında.
 b) Şirket devralmalarında.
 c) Yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yarattığı durumlarda.
 d) Pazar şartları hisse senedi ihracına uygun olduğu durumlarda.
 e) Özkaynak kullanımından kaçınılıriz.
 f) Diğer.....

10) Firmanız özsermaye maliyeti hesaplıyor mu ? Evet Hayır

Eğer cevabınız evet ise, aşağıdaki yöntemleri hangi sıklıkta kullanıyorsunuz?

Hiçbir
Zaman Daima
0 1 2 3 4

- a) Kar payı iskonto modeli.
 b) Sermaye varlıkları fiyatlama modeli.
 c) Yatırımcı beklentileri.
 d) Diğer

11) Firmanızın yatırım kararlarını değerlendirme aşamasında kullandığı bir yöntem var mı? Evet Hayır

Eğer cevabınız evet ise, aşağıdaki yöntemlerden hangisini kullanıyorsunuz?

Hiçbir
Zaman Daima
0 1 2 3 4

- a) İç karlılık oranı yöntemini kullanırız.
 b) Belirli bir dönemdeki tahmini nakit giriş ve çıkışlarını hesaplarız.
 c) Benzer firmaların sermaye yapısı ve tipik oranları ile karşılaştırırız.
 d) Kişisel değer yargıları ve görüşlere dayanarak karar veririz.
 e) Satışlar ile tahmini bilanço kalemleri arasındaki ilişkiye bakarız.
 f) Net Bugünkü Değer Analizi (Yatırımın sağlayacağı nakit girişi ve çıkışını dengeleme)
 g) Karlılık indeksi
 h) Yatırımın geri ödeme süresine bakarız.

12) Proje değerlendirmelerinizde hangi risk faktörleri etkili olmaktadır?

Önemli Çok
Değil Önemli
0 1 2 3 4

- a) Enflasyon riski.
 b) Faiz oranı riski.
 c) Döviz kuru riski.
 d) Dönemsel (Konjenktürel) dalgalanma riski
 e) Politik riskler.
 f) Finansal sıkıntı riski
 g) Ürün fiyatında olabilecek değişiklik riski.
 h) Kullanılan borcun miktar ve vade yapısına bağlı riskler.
 a) Diğer

13) Firmanız son 3 yıl içerisinde yeni yatırım gerçekleştirdi mi? Evet Hayır

Eğer cevabınız evet ise, yatırımda kullanılan finansman türü hangisidir?

- a) %100 Özkaynak kullanıldı.
b) %100 Yabancı kaynak kullanıldı.
c) %25 Özkaynak, %75 Borç kullanıldı.
d) %50 Özkaynak, %50 Borç kullanımı.
e) %75 Özkaynak, %25 Borç kullanımı.

14) Firmanızın borçlanma oranı (Borç/Özsermaye oranı), bulunduğunuz endüstrinin ortalama borçlanma oranı seviyesinde mi?

- a) Evet b) Hayır

15) Aynı faiz oranı ile daha fazla borçlanmak ister miydiniz?

- a) Evet b) Hayır

16) Firmanızın ihtiyat amacıyla, kullanmaya hazır borç kapasitesi bulundurma politikası var mı?

- a) Evet b) Hayır

17) Firmanızın Top.Borç/Aktif Toplam oranı nedir?

2001.....

2002.....

2003.....

18) Firmanızın Net Kar/Aktif Toplam oranı nedir?

2001.....

2002.....

2003.....

19) Firmanızı tanımlayan sorulardan uygun olanı işaretleyiniz.

Firmanın sahiplik yapısı

- a) Tek kişi şahıs işletmesi
b) Limited şirket
c) Kolektif şirket
d) Komandit şirket
e) Anonim şirket
f) Diğer

Firmanın çalışan sayısı

- a) 1-49 kişi
b) 50-99 kişi
c) 100-149 kişi
d) 150-199 kişi
e) 200 ve üzeri.

Firmanın aktif büyüklüğü

- a) 10 – 50 milyar
b) 50 – 100 milyar
c) 100 – 150 milyar
d) 150 – 200 milyar
e) 200 - üzeri

Firmanın faaliyet dalı

- a) Hazır giyim ve konfeksiyon
b) Tekstil ve hammaddeleri
c) Yaş meyve ve sebze
d) Hububat, bakliyat ve yağlı tohumlar
e) Canlı hayvan ve mamülleri
f) Ağaç mamülleri ve orman ürünleri
g) Demir ve demir dışı metaller
h) Kimyevi maddeler
i) Diğer.....

Satış Gelirleri

- a) <200 milyar
b) 200-400
c) 400-600
d) 600-800
e) 800 ve üzeri.

Firmanın Yönetim yapısı

- a) Firmayı ortakları yönetiyor.
b) Firmanın ortaklardan oluşmayan bir yönetim kurulu var.

Firmanın TSO'na kayıtlı sermaye tutarı

.....TL

TEŞEKKÜRLER
Fax: 03244814345
E-mail: yucelemel@mynet.

EK.2 Güvenilirlik Analizi

RELIABILITY ANALYSIS - SCALE (ALPHA)

Item-total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item- Total Correlation	Alpha if Item Deleted
BİR	85,4796	994,5507	-,1929	,9184
İKİ	85,6787	985,0645	,1014	,9176
ÜÇ	85,2986	975,9650	,1261	,9184
DÖRTA	84,2534	993,8082	-,0765	,9197
DÖRTB	85,1991	963,8511	,2585	,9172
DÖRTC	84,9955	958,8954	,3121	,9167
DÖRTD	85,1086	945,4063	,4651	,9152
DÖRTE	86,0950	964,2864	,2797	,9169
BESA	84,8462	948,5399	,4150	,9157
BESB	85,8462	957,7671	,3451	,9163
BESC	85,0407	936,7029	,5525	,9143
BESD	85,9367	942,4869	,5326	,9146
BESE	85,5701	944,8098	,4600	,9152
BESF	86,1131	953,9008	,4407	,9155
BESG	86,0498	949,1657	,4765	,9152
BESH	85,1312	941,9054	,4904	,9149
BESI	85,0724	919,5766	,6830	,9128
BESII	85,0543	940,0789	,4780	,9150
BESJ	86,2081	942,4565	,5317	,9146
BESK	85,5475	930,3216	,5721	,9140
BESL	85,3891	926,1024	,5933	,9138
BESM	86,6380	962,9865	,4017	,9159
ALTIA	84,7557	970,1764	,1719	,9182
ALTIB	85,5792	947,3994	,4473	,9154
ALTIC	85,9729	953,6720	,3669	,9161
ALTID	85,1584	922,8975	,6067	,9136
ALTIE	85,4208	936,3994	,5169	,9146
ALTIF	86,2760	956,7826	,3458	,9163
YEDIA	84,7738	954,1122	,3463	,9164
YEDIB	85,8100	943,2001	,5097	,9148
YEDIC	86,1584	955,5339	,3969	,9158
YEDID	86,1041	947,9118	,4404	,9154
SEKIZA	85,8100	948,5364	,4327	,9155
SEKIZB	85,9729	946,6629	,4674	,9152
SEKIZC	86,1131	950,6099	,4875	,9151
SEKIZD	85,2805	934,2118	,5848	,9140

SEKIZE	85,6652	952,9783	,3916	,9159
SEKIZF	86,4118	956,0524	,4952	,9153
SEKIZG	85,0317	942,8217	,4736	,9151
SEKIZH	84,8597	932,4848	,5812	,9140
SEKIZI	85,1403	924,4121	,6240	,9134

RELIABILITY ANALYSIS - SCALE (ALPHA)

Item-total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item- Total Correlation	Alpha if Item Deleted
SEKIZII	86,2489	941,3241	,5597	,9144
SEKIZJ	86,5294	951,7866	,5303	,9149
SEKIZK	86,4615	947,9860	,5419	,9147
DOKUZA	84,0814	991,8933	-,0530	,9194
DOKUZB	86,1765	953,1914	,4097	,9157
DOKUZC	85,1267	935,9202	,5119	,9147
DOKUZD	86,5294	967,1957	,3260	,9164
DOKUZE	86,2760	965,5189	,2738	,9169
ONÜÇ	86,2036	989,2993	,0000	,9176
ONÜÇEVT	84,5113	966,4965	,2237	,9175
ONDÖRT	85,6018	994,8771	-,1880	,9184
ONBES	85,4253	990,4637	-,0510	,9179
ONALTI	85,7738	990,7577	-,0546	,9180

Reliability Coefficients

N of Cases = 221,0

N of Items = 54

Alpha = ,9173