

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Eda ORUÇ

FINANSAL HİYERARŞİ TEORİSİNİN İMKB'DE İŞLEM GÖREN İŞLETMELER
ÜZERİNDE TEST EDİLMESİ




Danışman
Doç. Dr. Mehmet ŞEN

İşletme Anabilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2008

Akdeniz Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Eda ORUÇ'un bu çalışması, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Yrd. Doç. Dr. M. Koray ÇETİN 
Üye (Danışmanı) : Doç. Dr. Mehmet SEN 
Üye : Adil Korkmaz 

Tez Konusu: Finansal Hiyerarşi Teorisinin İMKB'de
İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Test Edilmesi

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi 25/06/2008

Mezuniyet Tarihi :.../...../200

Prof. Dr. Nevzat ÇEVİK
Müdür

.....

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
ŞEKİLLER LİSTESİ	iii
TABLolar LİSTESİ	iv
ÖZET	v
SUMMARY	vi
TESTING THE PECKING ORDER THEORY ON THE FIRMS QUOTED AT ISE	vi
ÖNSÖZ	vii
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM:	
SERMAYE YAPISI ve YAPININ OLUŞTURULMASINA İLİŞKİN KARARLAR	2
1.1. Sermaye Yapısı Kavramı.....	2
1.2. Sermaye Yapısı Modelleri.....	4
1.2.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	6
1.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	7
1.2.3. Geleneksel Yaklaşım.....	9
1.2.3.1. Optimal Sermaye Yapısına Ulaşmada İzlenebilecek Yöntemler.....	10
1.2.3.1.1. Faiz ve Vergi Öncesi Kar-Hisse Başına Kar Analizi.....	11
1.2.3.1.2. Nakit Akışı Analizi.....	11
1.2.4. Modigliani – Miller Yaklaşımı.....	12
1.3. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler.....	16
1.3.1. Temel Varsayımlar.....	17
1.3.2. Yönetim ve Ortakların Özellikleri.....	20
1.3.3. İşletmenin Durumu.....	22
1.3.4. Sektörün Durumu.....	23
1.4. Sermaye Yapısına Yönelik Diğer Yaklaşımlar.....	25
1.4.1. Denge Teorisi (TRADE-OFF THEORY).....	25
1.4.2. Temsil Teorisi (AGENCY THEORY).....	28
1.4.2.1. Temsil Grupları ve Temsil Sorunları.....	30
1.4.2.1.1. Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsil Sorunları.....	30
1.4.2.1.2. Borç Verenlerle İlgili Temsil Sorunları.....	31
1.4.2.2. Temsil Maliyetleri.....	32
1.4.2.2.1. İzleme Maliyetleri (Monitoring Cost).....	32
1.4.2.2.2. Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri (Bonding Cost).....	32
1.4.2.2.3. Önlenemeyen Kayıplar (Residual Loss).....	33
1.4.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi (PECKING ORDER THEORY).....	33
2. BÖLÜM:	
FİNANSAL HİYERARŞİ TEORİSİNİN KAVRAMSAL YAPISI	36
2.1. Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	37
2.2. Bilgi Asimetrisi İle Finansal Hiyerarşi Teorisi Arasındaki İlişki.....	40
2.3. Finansal Hiyerarşi Teorisinin İşleyişi.....	45
2.3.1. Finansal Hiyerarşi Teorisinde Borçlanmayı Öncelikli Kılmaya İtebilecek Nedenler.....	46
2.3.2. Borçlanma veya Hisse Senedi İhracına Karşı Piyasanın Tepkisi.....	47
2.4. Finansal Hiyerarşi Teorisinin Açıklanmasında Kaldıraç İle Bazı Finansal Değişkenlerin İlişkisi.....	48
2.4.1. Karlılık.....	48
2.4.2. İşletme Büyüklüğü.....	49
2.4.3. Büyüme Fırsatları.....	51
2.4.4. Maddi Duran Varlıklar.....	52
2.4.5. Kar Payı Dağıtımı.....	52

2.4.6.	Finansal Açık/Finansal Fazlalık	53
2.4.7.	Piyasa Değeri/Defter Değeri.....	54
2.5.	Finansal Hiyerarşi Teorisine Yönelik Yapılan Çalışmalar.....	54
3.	BÖLÜM:	
	FİNANSAL HİYERARŞİ TEORİSİNİN TEST EDİLMESİ.....	61
3.1.	Araştırmanın Amacı	61
3.2.	Araştırmanın Sınırlılıkları ve Veri Seti	61
3.3.	Araştırma Yöntemi	64
3.4.	Araştırmada Kullanılan Değişkenler	67
3.5.	Analizlerden Elde Edilen Bulgular.....	67
3.5.1.	Kaldıraç İle Karlılık Arasındaki İlişki.....	67
3.5.2.	Kaldıraç İle Cari Oran Arasındaki İlişki.....	68
3.5.3.	Kaldıraç İle Maddi Duran Varlık Oranı Arasındaki İlişki	68
3.5.4.	Kaldıraç İle İşletme Büyüklüğü Arasındaki İlişki.....	69
3.5.5.	Kaldıraç İle İşletme Büyümesi Arasındaki İlişkisi.....	69
	SONUÇ	71
	KAYNAKÇA.....	73
	EKLER	81
	EK:1 İşletmeler İçin Kurulan Modelin Anlamlılığını Gösteren F Testi Sonucu Elde Edilen Değerler	81
	EK:2 İşletmeler İçin Elde Edilen t Testi Değerleri.....	83
	EK:3 İşletmelerin Regresyon Sonucu Elde Edilen Beta Değerleri	85
	EK:4 İşletmeler İçin Oluşturulan Çoklu Regresyon Modeli R^2 Değerleri	87
	EK:5 Çoklu Doğrusallık Problemini Değerlendirmek İçin Elde Edilen Collinearity VIF Değerleri.....	89
	EK:6 İşletmeler İçin Elde Edilen Korelasyon Pearson t Değerleri	91
	EK:7 Korelasyon Katsayılarının İlişki Dereceleri.....	93
	Ek:8 Korelasyon Analizi Sonucu İşletmeler İçin Elde Edilen Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin İlişki Düzeyleri.....	94
	Ek:9 Korelasyon Analizi Sonucu Anlamlı Değerlere Sahip Bağımlı Değişken ile Bağımsız Değişkenlerin İlişki Düzeylerinin Sayısı.....	96
	EK:10 Analizde Kullanılan Değişkenlerin Hesaplama Yöntemleri	100
	EK:11 Analizde Kullanılan İşletmelerin Sektör Gruplarına Göre Dağılımı ve İşletme İsimleri	101
	ÖZGEÇMİŞ	104

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 (Kaynak: Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.378,381)	2
Şekil 1.2 Fon Döngüsü (Kaynak: Peterson,1994, s.592).....	4
Şekil 1.3 Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, s.487).....	6
Şekil 1.4 Net Gelir Yaklaşımında Firma Değeri ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, s.488).....	7
Şekil 1.5 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, s.490).....	8
Şekil 1.6 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Firma Değeri ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak:Yücel, 2006, s.13).....	8
Şekil 1.7 Geleneksel Yaklaşımında Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, s.494).....	9
Şekil 1.8 Geleneksel Yaklaşımında Firma Değeri ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, 496)	10
Şekil 1.9 Faiz ve Vergi Öncesi Kar ile Hisse Başına Gelir Arasındaki İlişki (Kaynak: Akgüç, 1998, s.515)	11
Şekil 1.10 Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz sermaye Oranı İlişkileri.....	14
Şekil 1.11Getiri Oranları ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye İlişkisi (Kaynak: Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.412)	14
Şekil 1.12 Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler (Kaynak: Marks H. K., Robbins L. E., Fernandez G., Funkhouser J. P., 2005, s.34)	16
Şekil 1.13 Sermaye Yapısını Dengeleme Teorisi (Kaynak: Brealey and Myers, 2003, s.418)	27
Şekil 2.1 Asimetrik Bilgi Maliyeti ve Fon Kaynakları (Kaynak: Lu, 2007, 25-31).....	41
Şekil 2.2 Asimetrik Bilgi Problemi	42
Şekil 2.3 Finansal Hiyerarşi Davranışı (Kaynak: Remonola, 1990, s.35).....	44

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1 Kaynaklar ve Kullanım Şekilleri (Kaynak: Marks H. K., Robbins L. E., Fernandez G., Funkhouser J. P., 2005, s.44).....	20
Tablo 2.1 Finansal hiyerarşi teorisine yönelik uygulamalar.	59
Tablo 3.1 Veri Setindeki Bulunan Sektörler ve Sektör İçinde Bulunan İşletme Sayıları	63
Tablo 3.2 İşletmelerin Çoklu Regresyon Sonucu $t_{sig} < 0,05$ olan işletme sayıları.....	65
Tablo 3.3 Kaldıraç ile Finansal Değişkenler Arasındaki İlişki Yönü.....	67

ÖZET

Sermaye yapısı kararları, işletmelerin farklı sermaye bileşimlerini oluşturarak belirlediği ve işletmeler için önem taşıyan kararlardır. İşletmeler bu kararları belirlerken, kendilerini ve başka işletmeleri etkileyen içsel ve dışsal faktörleri göz önünde tutarlar. Çalışmada sermaye yapısının oluşumunu açıklamaya dönük yaklaşımlardan biri olarak finansal hiyerarşi teorisi ele alınmıştır.

Yapılan çalışmada, işletmelerin kaynak bulmak için öncelikle iç finansmanı daha sonra borçla finansmanı ve en son seçenek olarak da hisse senedi ihracı ile finansmanı kullanacağını savunan finansal hiyerarşi teorisi, bu teorinin işleyişi ve finansal hiyerarşi teorisini incelemek için kaldıraç ile çeşitli finansal değişkenlerin aralarındaki ilişki değerlendirilmiştir.

İşletmelerin hedef borç oranının olmadığını belirten finansal hiyerarşi teorisinde, işletmelerin dış finansmana yönelmek durumunda kaldıkları zaman önceliği hisse senedi ihracı ile finansmana kıyasla borçla finansmana verdikleri öne sürülür.

Analiz kısmında Türk işletmelerin finansal hiyerarşi teorisine uygun davranıp davranmadığı incelenmiş ve elde edilen sonuçlara göre, Türk işletmelerinin genel olarak finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Modigliani-Miller Yaklaşımı, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Denge Teorisi, Temsil Teorisi, Kaldıraç, Asimetrik Bilgi

SUMMARY

TESTING THE PECKING ORDER THEORY ON THE FIRMS QUOTED AT ISE

The capital structure decisions are determined by the combinations of different capital, and these decisions are very important for a firm. The firms put in internal and external factors. In this study, the pecking order theory has been explained .

In this context, we have analysed the pecking order theory which sustains that firms follow a hierarchy of financial decisions when establishing its capital structure. Initially, firms prefer internal financing and firms need external financing, the sequence would be the issuing of debt, before opting for issuing stock. The implementation of the pecking order theory and the relationship leverage and financial variables have been evaluated. In the pecking order theory which implies that firms have no target leverage ratio, initially firms issue debt when they have to use outside financing.

In the part of analysis, the behaviour of Turkish Firms capital structure is suitable or not to the pecking order theory has been analysed, and according to the obtained results, the capital structure decisions of Turkish firms are not compatible with the pecking order theory has been found.

KEYWORDS: Capital Structure, Modigliani-Miller Theory, Pecking Order Theory, Trade-Off Theory, Agency Theory, Leverage, Asymmetric Information

ÖNSÖZ

Sermaye yapısı kararlarını oluşturmada ortaya çıkan yeni yaklaşımlardan olan finansal hiyerarşi teorisinin Türk işletmelerine uygunluğunu araştırmaya yönelik yapmış olduğum bu çalışmamda verdiği destek, yaptığı rehberlik ve sağladığı katkılarından dolayı değerli tez danışmanım Doç. Dr. Mehmet şEN'e ve tez dönemi boyunca her türlü konuda desteğini hissettiğim çalışma arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunarım.

Her zaman maddi ve manevi destek sağlayarak yanımda olan ve her konuda özveriyle beni destekleyen, iyi ki varlar dediğim sevgili ailemin değerli yeleri annem Fehime ORUÇ'a, babam Erdoğdu ORUÇ'a ve ablam Esra ORUÇ'a sonsuz teşekkürler ederim.

GİRİŞ

İşletmelerin sermaye yapısı kararları işletmeler için geçmişte ve günümüzde önem taşıyan kararlar arasında yer almıştır. İşletmelerin optimal sermaye yapısına ulaşmaya çalışması, piyasa değerlerini maksimize etme çabaları finans literatüründe üzerinde çalışmalar yapılan konulardandır. Sermaye yapısı ile ilgili gerek mevcut yaklaşımlar gerekse yeni yaklaşımlar farklı görüşlerin oluşmasına yol açmıştır.

Sermaye yapısına yönelik yaklaşımlar olan Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımı yaygın olarak araştırılan yaklaşımlardır. Günümüzde bu yaklaşımlara yeni yaklaşımlarda eklenmiştir. Bunlar, Denge Teorisi, Temsil Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorisi olarak adlandırılan yaklaşımlardır.

Bu çalışmada işletmelerin sermaye yapılarına dair verdikleri kararlarında, finansal hiyerarşi teorisine yakın bir davranış sergileyip sergilemediği araştırılmıştır. Birinci bölümde, Sermaye yapısı yaklaşımları olan Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımı kapsamında sermaye yapısı kararlarının piyasa değeri ile ilişkisi açıklanmıştır. Daha sonra sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler ele alınmıştır. Birinci bölümün son aşamasında yeni yaklaşımlar olan Denge Teorisi, Temsil Teorisi ve Finansal hiyerarşi teorisine yer verilmiştir.

İkinci bölümde çalışmanın ana amacını oluşturun finansal hiyerarşi teorisinin açıklanması, teorisin işleyişi ve finansal hiyerarşi teorisinin açıklanmasında finansal değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesi ele alınmıştır.

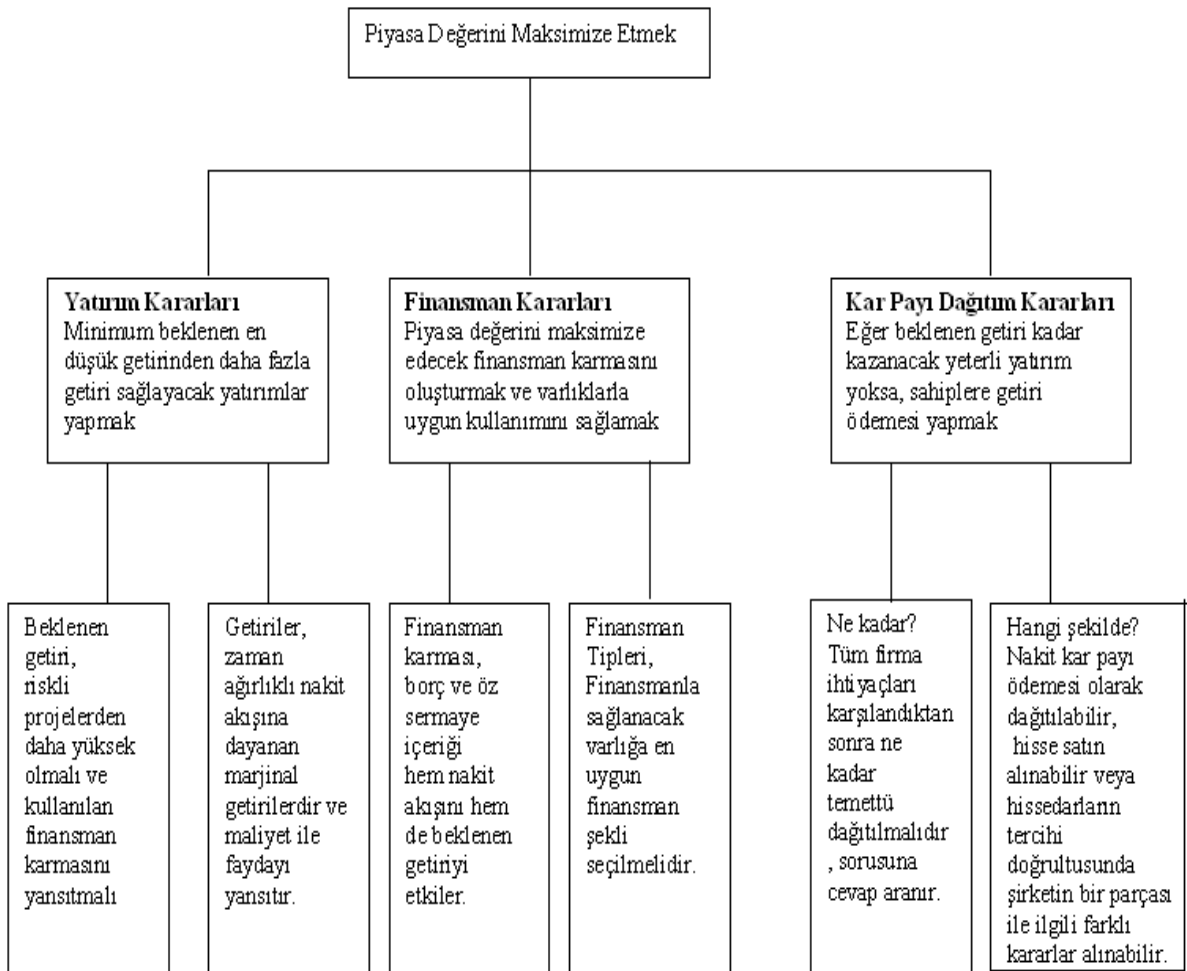
Üçüncü bölümde, İMKB’de kesintisiz işlem gören Türk işletmelerinin finansal hiyerarşi teorisine yakın davranıp davranmadığını açıklamaya yönelik istatistiksel analizler yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar ışığında Türk işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında izledikleri yol açıklanmaya çalışılmıştır.

1. BÖLÜM:

SERMAYE YAPISI ve YAPININ OLUŞTURULMASINA İLİŞKİN KARARLAR

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Piyasa değerini maksimize etme amacını güden bir işletme, bunun için üç konuya önem vermektedir. Bu konular yatırım kararları, kar dağıtım kararları ve finansman kararlarıdır. Bu kararlar doğrultusunda işletme piyasa değerini yükseltebilir veya düşürebilir. Gelecekte bir bütün olarak hangi noktada olmak istediğini yani amacını belirlemiş olan işletmenin bu amaç doğrultusunda finansal planlarını yapması gerekir (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.378,381).



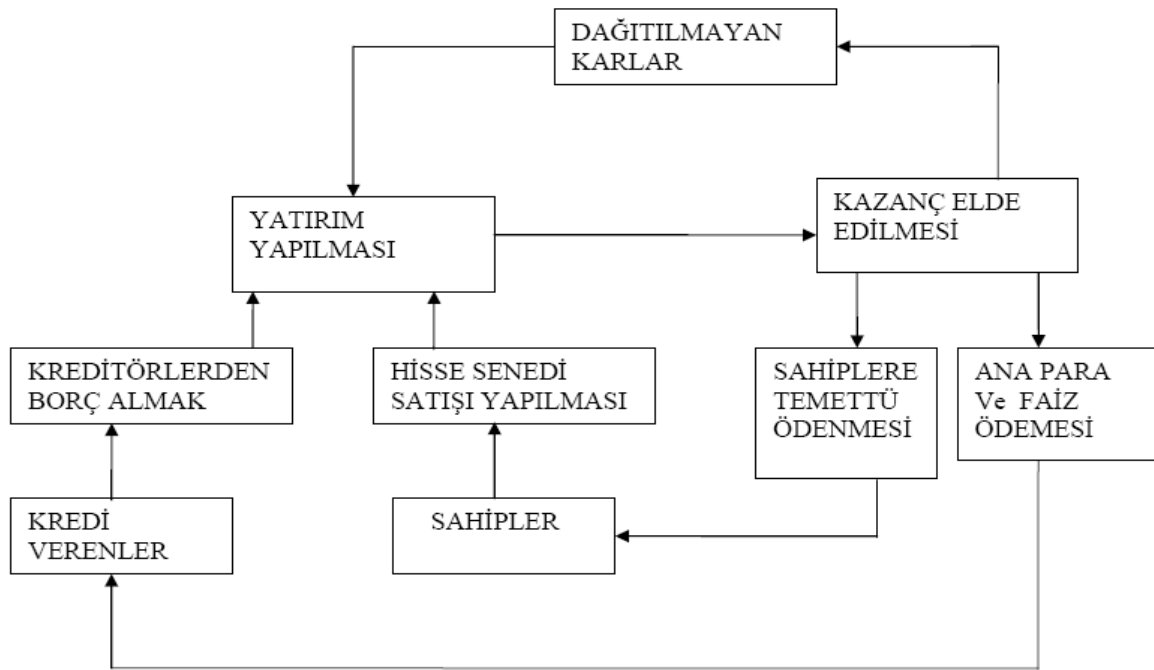
Şekil 1.1 (Kaynak: Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.378,381)

Finansal planlama ile gelecek dönem veya dönemlerde işletmenin gereksinim duyacağı fonların tutarı ile ihtiyaç süresi belirlenir (Akgüç, 1998, s.481). Finansman planlarının oluşturulması ve ihtiyaç duyulan kaynakların belirlenmesi, finans yöneticisinin iş planını net bir şekilde tamamlamasından sonra yapılmaktadır. Böylelikle işletmenin ne kadar fon gereksinimi olduğu, fonların nasıl dağıtılacağı ve bu fona ne zaman ihtiyaç duyulacağı açıklık kazanır. Bu bağlamda her işletme için sermaye yapısı kavramını tanımlamak kritik bir karardır. Yatırım projelerini hayata geçirmek adına ihtiyaç duyulan fon gereksinimini karşılamak için kaynak bulunacak olması basit bir döngü ile şematize edilebilir. Şekil 1.2. bu döngüyü göstermektedir.

Bir işletme, gereksinim duyduğu fonları iki kaynaktan karşılar: (1) Yabancı kaynak (2) Öz sermaye. “Yabancı kaynak (borç), işletme dışından sağlandığı halde; öz sermaye işletme tarafından yaratılacağı gibi (dağıtılmamış karlar, yedek akçeler vb.) işletme dışından da (sermaye artışı, yeni ortaklar alınışı, birikim sahiplerine pay senedi, katılma intifa senedi satışı vb.) sağlanabilir” (Akgüç, 1998, s.481).

Sermaye yapısı kavramı, borcun ve öz kaynağın miktarını ve işletme faaliyetlerinde kullanılacak fonların çeşitlerini içermektedir (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005, s.22). Sermaye yapısı, öz sermaye ve borç arasındaki ilişkiyi açıklayan bir kavramdır. Geniş anlamda, sermaye yapısı kavramı bir firmanın menkul kıymet, özel plasman, banka borcu, ticari borç, finansal kiralama sözleşmeleri, yönetim ve işçilerin ertelenmiş tazminatları, iş ve ürün garantileri ve diğer yükümlülükleri içerir (Büyüktortop, 2007, s.3).

İşletmeler sermaye yapılarını oluştururken hangi kaynaktan gereksinimlerini karşılayacakları konusuna önem verirler. Çünkü finans yöneticisinin amacı işletmenin piyasa değerini maksimize etmek ve işletme ihtiyaçlarını en iyi şekilde karşılayacak sermaye yapısını ortaya koymaktadır.



Şekil 1.2 Fon Döngüsü (Kaynak: Peterson,1994, s.592)

İşletme yatırım yapmak için gerekli fon ihtiyacını, yabancı kaynak kullanarak veya hisse senedi satışı ile hissedarlardan karşılama yoluna gidebilir. Yatırım sonucu elde edilen getiri dağıtılmayan karlara aktarılarak tekrar yatırım ihtiyaçları için değerlendirilebilir. Bu getiri ayrıca hissedarlara temettü ödemesi yapılmasında veya yabancı kaynak kullanımı varsa faiz ödemesi yapılmasında da kullanılabilir (Peterson, 1994, s.592).

İşletme, sermaye yapısına dair kararlarında, hissedarların ve yönetimin büyüme fırsatlarından doğacak çıkarlar ile öz kaynak yeterliliği ve borcun geri ödenmesinde ortaya çıkabilecek riskler arasında denge kurmalıdır. Sermaye yapısı kavramının analiz edilmesi sürecinde, sermaye yapısı şekil 1.12.'de belirtilen faktörlerle de etkileşim içinde olmaktadır.

1.2. Sermaye Yapısı Modelleri

İşletmeler sermaye yapısını belirlerken yabancı kaynak ve öz sermaye arasındaki dengeyi, sermaye maliyetini ve işletmenin piyasa değerini dikkate alarak oluşturmaktadırlar. “Borç ve öz sermaye unsurlarının ayrı ayrı maliyetleri minimize edildiğinde toplam sermaye maliyeti de minimize olmakta ve bu pazara yansiyarak işletmenin hisse senetlerini maksimize etmekte, dolayısıyla işletme piyasa değeri maksimize edilmektedir” (Okka, 2005, s.371). Bu noktada sermaye maliyeti ve piyasa değeri ilişkisini ele alan dört temel yaklaşım mevcuttur.

Bu yaklaşımlar;

- 1-Net Gelir Yaklaşımı
- 2-Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- 3-Geleneksel Yaklaşım
- 4-Modigliani-Miller Yaklaşımı

Yukarıda belirtilen yaklaşımlar borç maliyeti, öz sermaye maliyeti, ağırlıklı ortalama maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkileri inceler. Yaklaşımların daha iyi algılanabilmesi için öz sermaye maliyeti, yabancı kaynak maliyeti ve ortalama sermaye maliyeti kavramlarının açıklanması gerekmektedir.

Öz sermaye maliyeti, bir işletmenin piyasa değerinin değişmemesi için, işletmenin yatırım projelerinin öz sermaye ile finanse edilen bölümü üzerinden elde etmesi gerekli asgari karlılık oranı olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 1998, s.450). İşletmenin sahip olduğu iş riski ve sermaye yapısı, öz sermaye maliyetini etkileyen faktörlerdir. Sermaye yapısı içinde borç kullanma düzeyinin artması öz sermaye maliyetini artırmaktadır. Risk olasılığı da öz sermaye maliyetinin borç maliyetine oranla daha yüksek olmasına neden olmaktadır (Yücel, 2006, s.6).

Yabancı kaynak maliyeti, kaynağın işletmeye sağladığı para girişi ile bunun gelecek dönemlerde faiz ve anapara taksiti olarak işletmeden gerektireceği para çıkışını eşitleyen iskonto oranıdır. Yabancı kaynak maliyetine vergi etkisi dahil edilmemiş ise faiz ödemelerinin vergi matrahından düşülmesi gerekmektedir. Eğer vergi etkisi dahil edilmemiş ise borçlanma maliyeti değişmeyecektir (Ceylan, 2000, s.175).

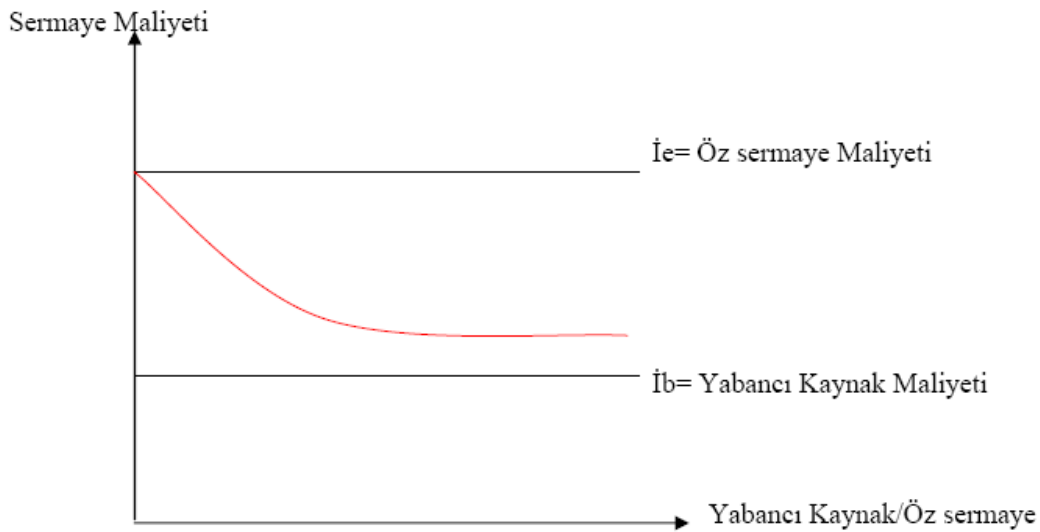
Ortalama sermaye maliyeti, işletmenin kullanmış olduğu çeşitli fon kaynaklarının (yabancı kaynak, öz sermaye, imtiyazlı hisse senedi vb.) ağırlıklı ortalama maliyetidir. İşletmeler ortalama sermaye maliyetini, ortalama projelerde iskonto oranı olarak, daha riskli projelerde ise iskonto oranı tasarlamaya yarayan bir gösterge olarak kullanmaktadır (Brealey, Myers, Marcus, 1999, s.410).

Sermaye yapısına ilişkin verilen yaklaşımlar, yukarıda açıklanan öz sermaye maliyeti, yabancı kaynak maliyeti ve ortalama sermaye maliyeti kavramları ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi dikkate almaktadır. Piyasa değeri, işletmenin geleceğine dayanan bir ölçüttür.

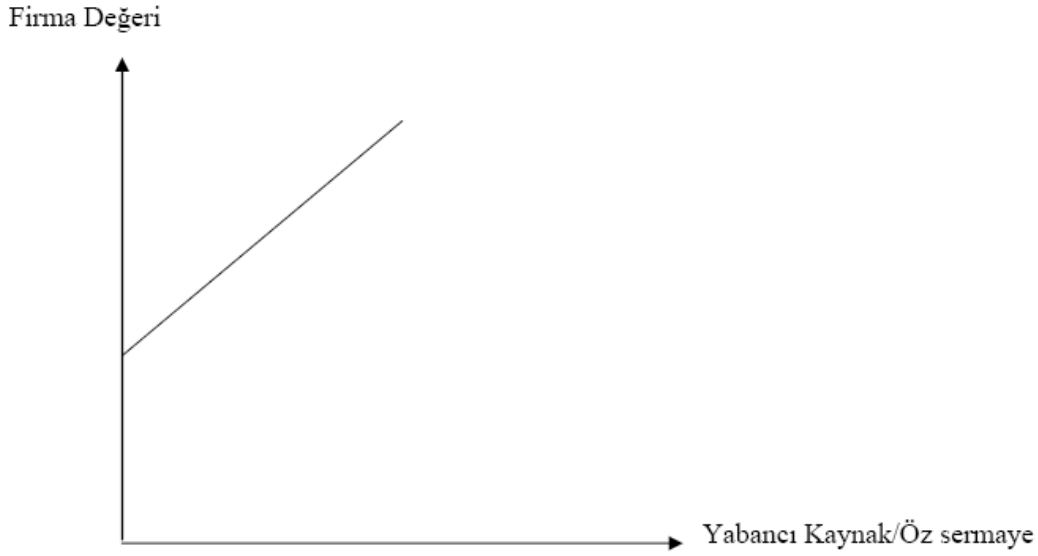
Hissedarların gelecekte elde etmeyi bekledikleri kar payları ile ilişkilidir (Brealey, Myers, Marcus, 1999, s.344).

1.2.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, işletmelerin borç/öz sermaye kullanım oranlarının, ortalama sermaye maliyetini ve işletmenin piyasa değerini etkileyeceğini savunan bir yaklaşımdır. Net gelir yaklaşımına göre, bir işletmenin değerlendirilmesinde kaldıraç faktörünün etkisi mevcuttur (Akgüç, 1995, s.486-488; Ceylan, 2000, s.485). Net gelir yaklaşımının temel varsayımı, işletmenin sermaye yapısı çeşitlendirmelerinin tümü için öz sermaye maliyeti ile borçlanma maliyetinin sabit olduğudur (Ceylan, 2000, s.485-486). “Bu varsayım ile bağlantılı olarak riski düşük fakat maliyeti fazla olan öz kaynak kullanımına kıyasla riski yüksek fakat maliyeti düşük olan borçla finansmanın, toplam kaynaklar içerisindeki ağırlığının artması, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşmesine, işletmenin de cari değerinin artmasına neden olmaktadır” (Büyüktortop, 2007, s.8-10).



Şekil 1.3 Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi
(Kaynak: Akgüç, 1998, s.487)

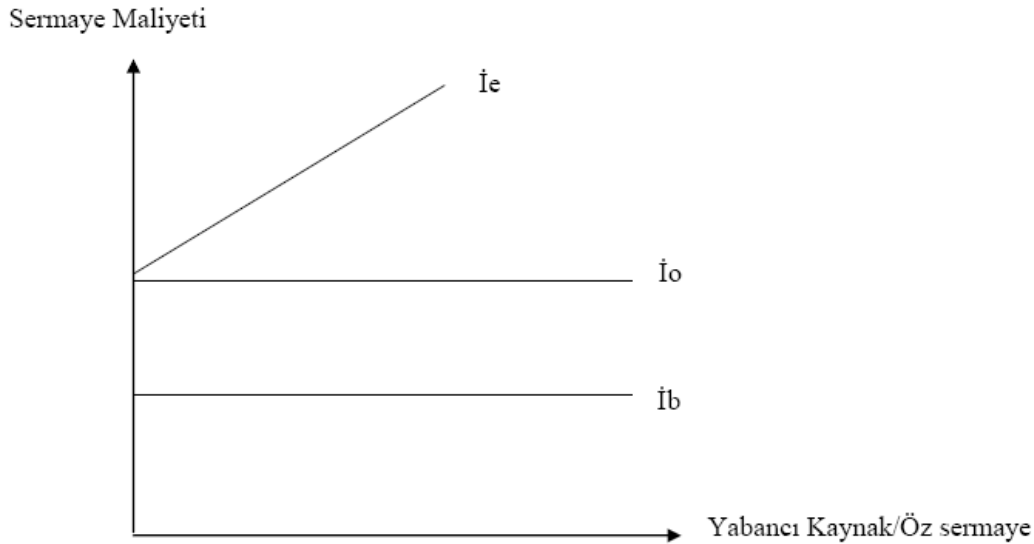


Şekil 1.4 Net Gelir Yaklaşımında Firma Değeri ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, s.488)

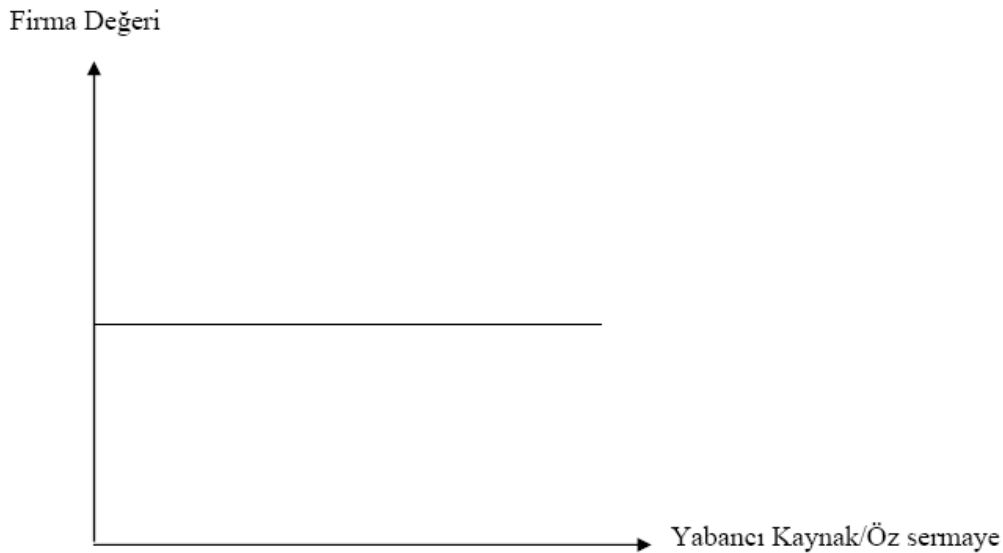
Net gelir yaklaşımının farklı sermaye yapıları için, öz sermaye ve yabancı kaynak maliyetinin sabit kalacağı varsayımına karşı görüşler de vardır. Çünkü, toplam kaynak kullanımı içinde borçlanmaya aşırı gidilmesi finansal açıdan bir risk getirecektir. Artan bu risk karşısında ortaklar ve borç kullandıranlar yüksek getiri beklentisi içine gireceklerdir. Bu nedenle işletmenin borç yükünün artması hem öz sermaye maliyetini hem de yabancı kaynak maliyetini artırmaktadır (Akgüç, 1998, s.488).

1.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre işletmenin toplam sermaye maliyeti, işletmenin sermaye yapısından bağımsızdır ve sermaye yapısındaki borç/öz sermaye oranı ne olursa olsun sabittir. Bu varsayım sonucu olarak da “bir firmanın sermaye yapısındaki değişiklik, firma piyasa değerini ve ortalama sermaye maliyetini etkilememektedir.” görüşü ortaya çıkmaktadır (Akgüç, 1998, s.489).



Şekil 1.5 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, s.490)



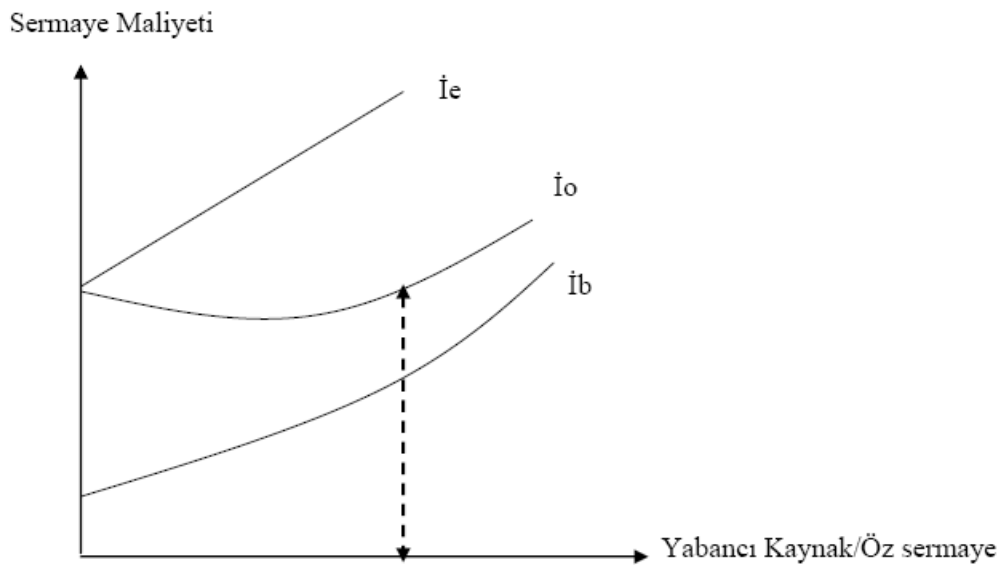
Şekil 1.6 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Firma Değeri ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Yücel, 2006, s.13)

Şekil 1.5.'de görüleceği gibi tüm sermaye yapısı kombinasyonlarında ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır. İşletmenin finansman şekli riskli hale geldikçe, riski karşılamak adına öz sermaye kapitalizasyon oranı yükselmektedir. İşletme, piyasa değerini düşürmemek için ortaklara daha fazla kar payı dağıtmaktadır. Bu da öz kaynak maliyetini artırmaktadır. Yabancı kaynağın görünmeyen maliyeti de öz kaynak maliyetinin artmasına neden olacaktır (Ceylan, 2000, s.45). İşletme yabancı kaynak kullanımını arttırarak ortalama sermaye maliyetini düşüremez duruma gelmektedir. Ayrıca bu yaklaşımın ortaya koyduğu sonuçlardan biri, firmalar için tek bir optimal sermaye yapısını olmayışıdır. Sermaye yapısını değiştirmekle sermaye maliyetini azaltmak ve işletmenin piyasa değerini arttırmak söz konusu olmadığı için tüm sermaye yapıları optimal olarak nitelendirilmektedir. Şekil 1.6.'da

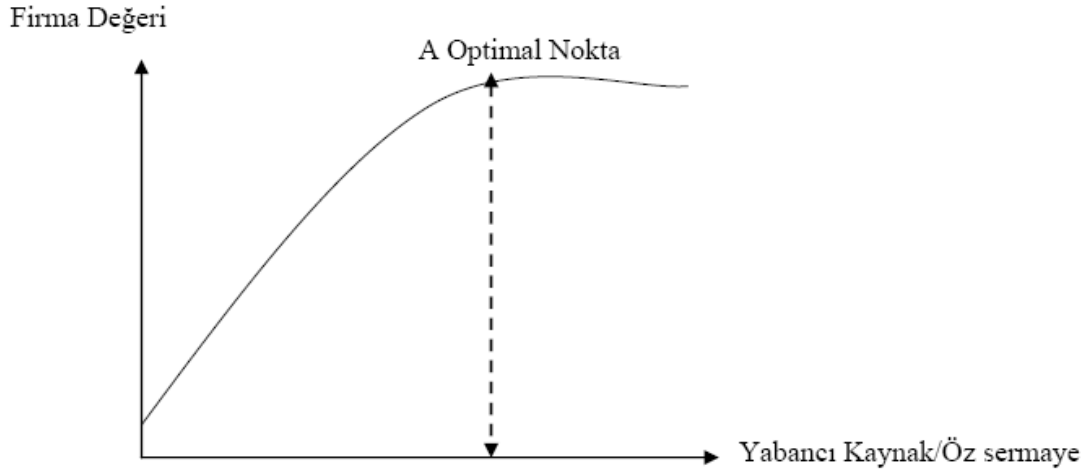
görülebileceği gibi yabancı kaynak/öz sermaye oranları değişse de işletme firma değeri değişmemektedir.

1.2.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre, bir işletme için tek bir optimum sermaye yapısı vardır. İşletme, sermaye yapısı ile oynayarak ortalama sermaye maliyetini azaltabilir ve piyasa değerini arttırabilir (Brigham, Weston, Besley, 2005, s.647). Geleneksel yaklaşım da, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, borç sermaye maliyeti hem vergiden düşülebildiği için hem de ortaklar yüksek risk derecesinde daha yüksek oranda getiri beklediklerinden, öz sermaye maliyeti yabancı sermaye maliyetinden yüksektir. Bu sebeple işletme daha çok yabancı kaynak kullanarak öz sermaye maliyetini düşürebilir ve işletmenin gelecekteki nakit akımları bu sermaye maliyeti ile iskontoaya tutulacağı için, işletmenin piyasa değeri artmış olacaktır. Optimal nokta aşıldıktan sonra risklilik sebebiyle hem borç sermaye sahipleri hem de öz sermaye sahipleri daha fazla getiri talep edecekleri için toplam sermaye maliyeti yükselir ve işletmenin piyasa değeri düşer (Okka, 2005, s.373-374).



Şekil 1.7 Geleneksel Yaklaşımda Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, s.494)



Şekil 1.8 Geleneksel Yaklaşımında Firma Değeri ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye Oranı İlişkisi (Kaynak: Akgüç, 1998, 496)

Şekil 1.8.'de gösterildiği gibi optimal noktaya kadar artan işletme piyasa değeri (firma değeri) borçlanmanın devam etmesi üzerine düşüşe geçmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de bu noktadan sonra artmaktadır. Aşırı borçlanmaya devam eden işletmeler bu kararın getirdiği yükleri de karşılamak durumunda kalırlar. Borç verenlerin artan risk karşısında istedikleri ek güvenceler, faiz oranlarında yapılan artışlarda borçlanma maliyetini artırmaktadır.

Geleneksel yaklaşımda kabul gören optimal sermaye yapısı, işletmenin toplam değerinin en yüksek, ortalama sermaye maliyetinin ise en düşük olduğu sermaye yapısıdır (Ceylan, 2000, s.180). Optimal sermaye yapısında işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatları en yüksek seviyeye ulaşmaktadır.

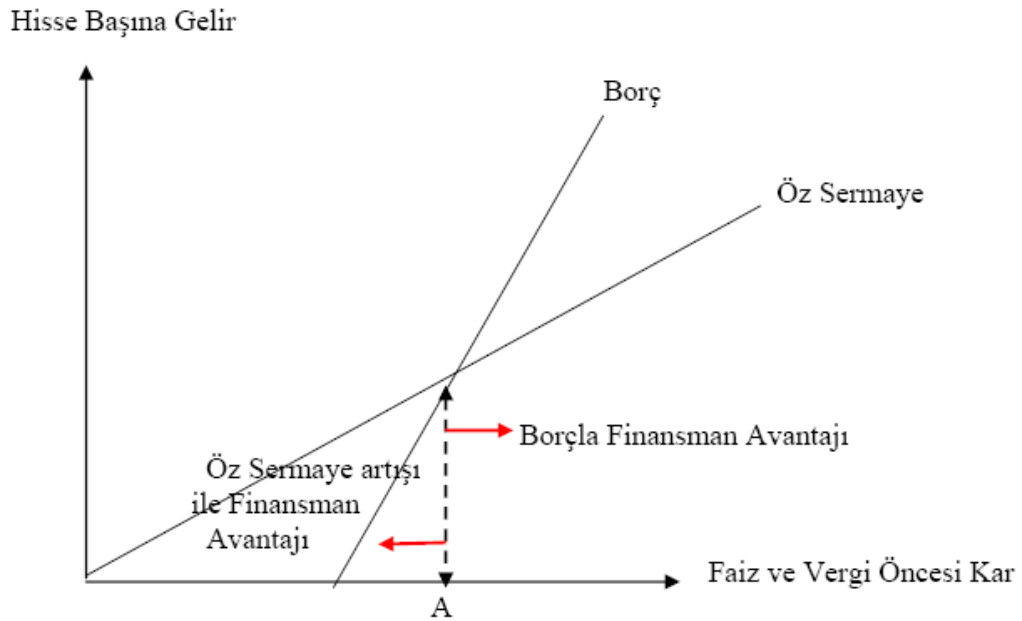
1.2.3.1. Optimal Sermaye Yapısına Ulaşmada İzlenebilecek Yöntemler

Finans yöneticileri arasında işletme için faydalı olacaklarına inandıkları borç politikaları ile ilgili görüş ayrılıkları yaşanırken, optimal sermaye yapısının oluşturulmasının gerektiği konusunda bir fikir birliği vardır. Optimal sermaye yapısına ulaşmak için uygulanabilecek yöntemler şu şekildedir;

- 1-Faiz ve Vergi Öncesi Kar-Hisse Başına Kar Analizi
- 2-Nakit Akışı Analizi

1.2.3.1.1. Faiz ve Vergi Öncesi Kar-Hisse Başına Kar Analizi

İşletmelerde sermaye yapısı oluşturulurken borçlanma ile hisse başına gelir arasındaki ilişkiyi bu yöntemle analiz edilmektedir. İstenilen durum hisse senedi değerini maksimize eden sermaye yapısının oluşturulmasıdır.



Şekil 1.9 Faiz ve Vergi Öncesi Kar ile Hisse Başına Gelir Arasındaki İlişki (Kaynak: Akgüç, 1998, s.515)

Yukarıdaki şekil 1.9.'da borçla finansmanın ve öz kaynak ile finansmanın avantajlı olduğu durumlar gösterilmektedir. Bu grafikte A noktasındaki miktar kadar Faiz ve vergi öncesi kar elde edilmesi durumunda borçla finansman hisse başına gelir yaratma açısından daha avantajlıdır. Bu noktanın altında ise öz kaynak ile finansman borçla finansmana kıyasla daha avantajlıdır (Akgüç, 1998, s.516).

1.2.3.1.2. Nakit Akışı Analizi

Nakit akışı analizi, İşletmenin fon ihtiyaçlarını karşılamak için kullandığı kaynaklar karşılığında yüklendiği yükümlülükleri karşılayacak nakit olanaklarının olup olmadığını analiz eder. İşletmenin borç tutarı arttıkça anapara ve faiz ödemeleri yada kar payı ödemeleri gibi yükümlülüklerinin olması, işletmenin yeterli nakdi olmaması durumunda mali açıdan zor duruma düşmesine neden olur. Bu nedenle işletmeler optimal sermaye yapılarını oluştururken gelecekte bekledikleri nakit girişleri ve çıkışları arasındaki dengeyi iyi kurmalıdırlar.

İşletmeler tarafından hazırlanacak nakit akım tabloları ile nakdin giriş ve çıkış zamanları ve tutarları belirlenmelidir. Böylelikle işletme finansman tercihleri açısından yükleneceği riskleri bilerek sermaye yapısını oluşturur (Ceylan, 2000, s.70-71; Akgüç, 1998, s.518-520).

1.2.4. Modigliani – Miller Yaklaşımı

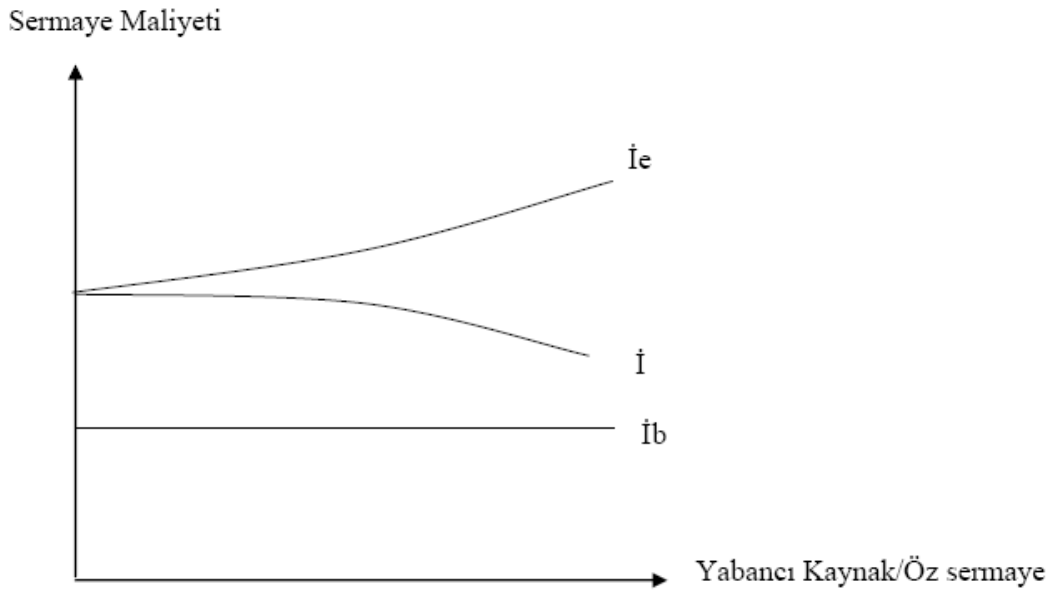
Modigliani Miller yaklaşımı, işletmelerin sermaye yapısı ile sermaye maliyetleri arasındaki ilişki için Net Faaliyet Geliri yaklaşımı ile benzer görüşleri savunmaktadır. Bu görüş, işletmelerin sermaye yapısı ile sermaye maliyetlerinin birbirinden bağımsız olduğu şeklindedir. Daha açık bir deyişle, bir işletmenin sermaye yapısını değiştirerek, o işletmenin sermaye maliyetini ve işletme piyasa değerini etkileme olanağı yoktur (Akgüç, 1998, s.497; Okka, 2005, s.374).

Modigliani Miller yaklaşımın dayandığı bazı varsayımlar mevcuttur. Bu varsayımlar aşağıda belirtilmektedir: (Akgüç, 1998, s.497; Berk, 2005, s. 310-312; Ceylan, 2000, s.190-191; Okka, 2005, s.374-375).

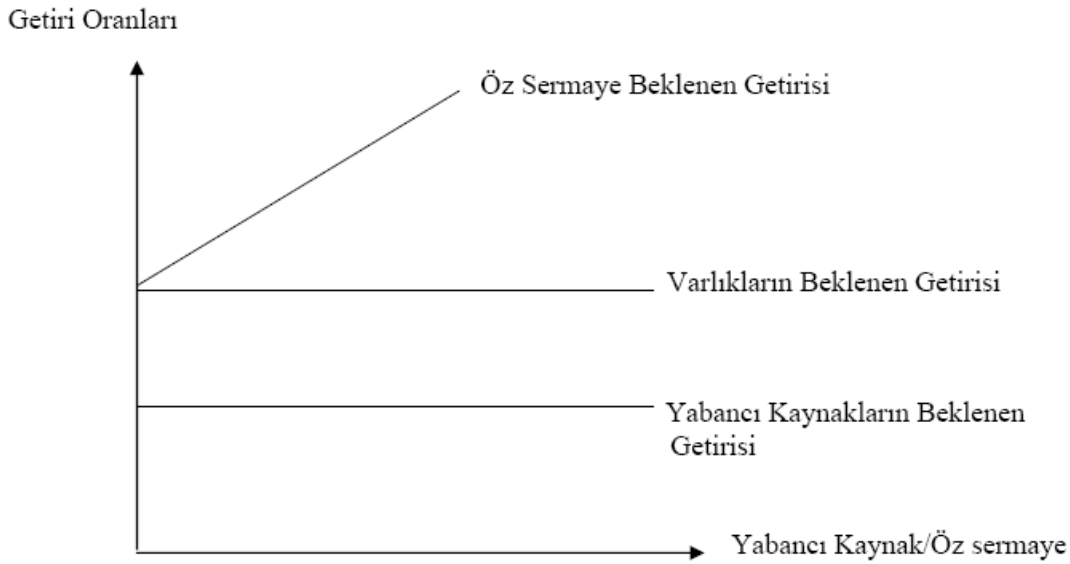
- Sermaye piyasası etkin bir piyasadır ve piyasalar tam rekabet koşulları altında çalışmaktadır. Kısaca, yatırımcıların piyasa ile ilgili bilgilere ulaşma konusunda sıkıntıları yoktur. Tüm bilgiler herhangi bir karşılık ödenmeksizin birikim sahiplerine kolaylıkla sağlanmaktadır. İşlem maliyetleri sıfırdır. Yatırımcıların davranışları ise rasyonel olarak gerçekleşmektedir.
- İşletmeler eşit şartlarda faaliyet göstermektedir ve eş risk gruplarına dahildir. Eş risk gruplarında bulunan işletmelerin, gelecek için beklenen gelirlere ulaşma olasılıkları yani iş riskleri de eşittir.
- Gelecek dönemlerde elde edilmesi beklenen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı değerleri ile şimdiki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılım değerleri aynıdır.
- Bütün alıcılar ve satıcılar aynı faiz oranından borç alabilir ve borç verebilir.
- Yeni hisse senedi çıkarımına ilişkin ihraç masrafları yoktur. Hisse senedi alım-satım işlemleri için herhangi bir gider oluşmamaktadır.
- Gelirler üzerinden ödenen vergiler dahil edilmemektedir. (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.)

Bu varsayımlar ile hareket eden Modigliani Miller yaklaşımına göre bazı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Elde edilen bu sonuçlar şu şekilde açıklanmaktadır;

- 1- Bir işletmenin piyasa değeri ve sermaye maliyeti, işletmenin sermaye yapısından etkilenmemektedir. Bu değerler sermaye yapısından bağımsızdır. İşletmenin piyasa değeri, işletmenin girdiği risk grubuna göre saptanan iskonto oranı ile indirgenmesine eşittir. Aynı risk grubu altında bulunan işletmeler, finansman ihtiyaçlarını hangi kaynakla giderirlerse giderecekler işletme piyasa değeri bir değişikliğe uğramaz. Fakat işletmelerin biri öz kaynak diğeri ise kısmen öz kaynak kısmen yabancı kaynak ile finansman ihtiyaçlarını giderirlerse tam rekabet piyasasında aynı risk grubundaki bu iki işletmenin piyasa değeri aynı olacaktır. Bu duruma arbitraj işlemi neden olmaktadır. Modigliani Miller yaklaşımı sermaye piyasalarında arbitraj işleminin varlığını kabul eder. Arbitraj işlemi, bir menkul değer aynı anda farklı pazarlarda alınıp satılması durumunda ortaya çıkan fiyat farklılığından yararlanılmasıdır. Diğer bir deyişle, işletmenin sahip olduğu farklı sermaye yapısı nedeniyle, fiyat farklılaşması oluşur ve bu durum tam rekabet piyasasında arbitraj sürecini başlatarak fiyatları yeniden dengeye getirir. Bu işlemler devam ettiği için kısa bir süre sonra piyasalarda fiyatlar eşitlenir ve arbitraj imkanı ortadan kalkar. İşletme değerinin sermaye yapısından etkilenmeyeceğine ilişkin sonuç Modigliani Miller'in I. Önermesi olarak veya borcun ilintisizliği olarak adlandırılmaktadır (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.408). İşletmenin borç politikası hissedarlar açısından bir önem arz etmemektedir. Hissedarlar açısından öz sermaye ile finanse edilmiş bir işletme ek fon ihtiyacını borçlanarak gidermeye karar verdiğinde o işletme ile ilgili fikirleri değişikliğe uğramaz (Okka, 2005, s.374-375).
- 2- .Modigliani Miller'in II. Önermesi olarak kabul gören görüş, işletmenin borç öz sermaye oranı arttıkça ortakların bekledikleri getirinin de artacağı şeklindedir. Bir işletmenin borçlanma miktarı arttıkça, yükleneceği finansman riski de artar. Bu durumda öz sermaye maliyeti de artar. Artan riskle beraber ortaklar yüksek bir kar payı beklentisi içine girerler. Bu durumda ucuz yabancı kaynak kullanmanın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisi öz sermaye maliyetinin artışı ile azalır.



Şekil 1.10 Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/Öz sermaye Oranı İlişkileri



Şekil 1.11 Getiri Oranları ile Yabancı Kaynak/Öz Sermaye İlişkisi (Kaynak: Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.412)

Diğer bir deyişle borç ihracının görünür ve görünmeyen maliyeti vardır. Görünen maliyeti, işletmenin borç karşılığında ödemeyi kabul ettiği faiz miktarı şeklindedir. İşletme varlıklarının kazancı, yüklenilen faiz ödemelerinden fazla olduğu sürece borç pay senedi sahiplerine yarar sağlamaktadır. Bununla beraber borç hissedarlara bir risk de getirmektedir ve bu risk karşılığında hissedarların getiri beklentileri artmaktadır. Görünmeyen maliyet de bu şekilde karşımıza çıkmaktadır. Borç kullanmanın getirdiği avantaj, risk artışı ile beraber öz sermaye maliyetini de arttırır. Azalan ortalama sermaye maliyeti bu durumda eski seviyesine geri dönmektedir (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.410-411).

3. Modigliani-Miller görüşüne göre, yatırım kararlarının oluşturulmasında kullanılan iskonto oranı veya yatırım kararından beklenen asgari karlılık oranı, yatırımı karşılamak için kullanılan finansman şekline bağımsızdır. Yatırım projesi ister yabancı kaynak ister öz kaynak ile finanse edilsin finansman tercihinin, yatırım kararı üzerine bir etkisi yoktur.

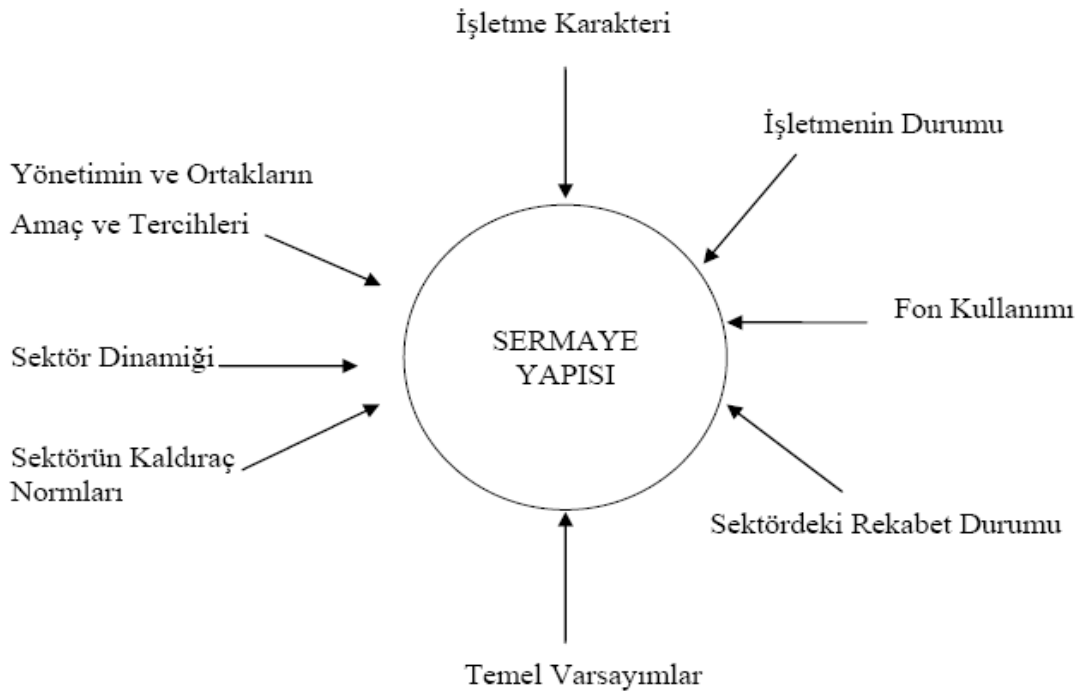
Modigliani-Miller yaklaşımına göre ortaya çıkan varsayımlar ve bu varsayımlar sonucu ortaya çıkan görüşlere karşı eleştirilerde olmuştur. Bu eleştiriler aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır;

- Bir işletmenin iflas etme olasılığı ortaya çıktığında Modigliani-Miller yaklaşımına göre iflasın herhangi bir maliyeti olmamaktadır. İşletmenin varlıklarını piyasa değerinden satabileceği görüşü sunulmaktadır. Fakat işletmelerin iflas etme olasılığının olması, iflasın oluşturacağı giderler ve değer kayıpları, birikim sahipleri arasında yüksek oranda yabancı kaynak kullanan işletmelerin popülaritesini azaltmaktadır. İflas durumunda ise ortaya iflas maliyetleri çıkmaktadır ve işletme varlıkları normal değerlerinin altında paraya çevrilerek değer kaybına uğramaktadır. İflas sonucu oluşacak kayıplarda artış bekleyişi de işletmenin değeri ve sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yapmaktadır.
- Modigliani-Miller Yaklaşımına yöneltilen eleştirilerden bir diğeri sermaye piyasasının etkinliği ile ilgilidir. Modigliani-Miller yaklaşımında sunulan, sermaye piyasalarının etkin olduğu düşüncesine karşın sermaye piyasalarının etkin olmadığı ve kredi maliyetlerinin küçük işletmeler için, büyük işletmelere oranla daha yüksek olmasına yol açtığı görüşü ileri sürülmüştür. Bu görüşün geçerli olduğu kabul edildiğinde, yabancı kaynak kullanımı fazla olan bir işletme, hiç yabancı kaynak kullanmayan ya da daha az kullanan bir işletmeye kıyasla daha yüksek bir değere sahip olacaktır.
- Sermaye piyasasında, arbitrajı sınırlayan kurumsal etmenler vardır. Sermaye piyasasında önemli ölçüde kaynak sağlayan kurumsal tasarrufları toplayan kuruluşlar hemen arbitraj işlemine girmezler. Bu tarz kurumların portföylerinde hareketsizliğe yol açan ve arbitrajı geciktiren nedenler vardır (Bürokratik nedenler gibi.).
- Menkul kıymet alım satım işlemlerinin oluşturduğu maliyetlerde arbitrajı sınırlamaktadır. Arbitraj, sağlanan fayda işlemin gerçekleşmesi için yapılan maliyetleri aştığı sürece yapılabilir.

Modigliani-Miller yaklaşımında vergi indirimi yani borç kullanmanın sağladığı vergi tasarrufu dikkate alınmamaktadır (Kula, 2001, s.1). M&M, 1963 yılında yaptıkları yeni çalışmalarında ise vergi etkisini göz önüne almışlardır.

1.3. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin finans yöneticileri, sermaye yapısını oluştururken, kararlarını etkileyen faktörler ortaya çıkmaktadır. İşletmelerin sermaye yapılarını oluştururken ne kadar öz kaynak ne kadar borç kullanması gerektiği sektörden sektöre değişmektedir. Hatta aynı sektör içinde faaliyet gösteren işletmelerin bile sermaye yapıları çevresel ve işletmenin kendinden doğan faktörler nedeniyle farklılık göstermektedir.



Şekil 1.12 Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler (Kaynak: Marks H. K., Robbins L. E., Fernandez G., Funkhouser J. P., 2005, s.34)

Sermaye yapısı oluşturulurken, şekil 1.12.'de karşımıza çıkan faktörler etkili olmaktadır (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.26). Sermaye yapısını etkileyecek faktörler dört ana başlık altında bu bölümde açıklanmaya çalışılacaktır. Bu başlıklar aşağıdaki şekilde belirlenmiştir; (1) temel varsayımlar, (2) yönetimin ve ortakların etkisi, (3) işletmenin durumu ve (4) sektörün durumu bulunmaktadır. Ana başlıklardan ilki olan temel varsayımların içerisinde, en az maliyetli sermaye arayışına, proaktif yapılı

davranmaya, zamanlama ve esneklik kavramına ve fon kullanımı ile kaynaklar arasındaki uyuma odaklanılmaktadır. İkinci ana başlık olan yönetimin ve ortakların etkisi ise, yönetici ve ortakların amaçlarını ve yönetici ve ortakların tutumunu incelemektedir. İşletmenin durumu üçüncü ana başlıktır ve işletme varlıklarının yapısı, işletme satışlarının durumu, işletme büyüme hızı ve işletmeye borç verenlerin tutumunu içerir. Son başlıkta sektör durumu olarak, sektör dinamiği, sektör kaldıraç normları, sektörün rekabet durumu ve yasal düzenlemelerin etkisi açıklanmıştır (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.380-385; Akgüç, 1998, s.501-511).

1.3.1. Temel Varsayımlar

Finansman kararları aşamasında, sermaye yapısı analizi sürecinde işletmeler temel olarak bazı ilkeleri göz önünde bulundurmaktadır. Bu ilkeler işletmelerin beklentileri ve işletmelerin kaynak seçimi temelinde oluşturulmuştur.

- En az maliyetli sermaye yapısı arayışı

Yöneticiler ve ortaklar, işletmenin finansman kaynakları arasından seçim yaparken, işletme sermaye yapısı maliyetini minimize etme ve piyasa değerini maksimize etme arayışı içindedirler. İşletmenin zayıf ve güçlü yapısına bağlı olarak fon kaynağı tercihleri farklılık gösterdiği gibi, maliyetlerde farklılaşmaktadır (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.379-381).

Sermaye yapısı maliyetini minimize etmek isterken, iki ana finansman kaynağı olan öz sermayenin ve yabancı kaynağın yarar ve sakıncalarına dikkat etmek ve bu kaynaklardan hangi oranlarda faydalanacağını belirlemek gerekir. Çünkü işletmeyi finanse etme şekli borç ve öz sermaye maliyetini ve sermaye yapısı maliyetini etkilemektedir (Tevfik, 2005). Bu bağlamda, işletmenin piyasa değerinin değişmemesi için, işletmenin projelerini öz sermayesi ile finanse ettiği kısım üzerinden elde etmesi gereken asgari karlılık oranı olarak daha önce belirttiğimiz öz sermaye ile kaynağın işletmeye sağladığı para girişi ile gelecek dönemlerde bu para girişi nedeniyle işletmenin gerçekleştireceği faiz ve anapara taksiti olan para çıkışını eşitleyen iskonto oranı, şeklinde tanımladığımız borç maliyeti önem kazanır. Yabancı kaynak ile finansmanda ortaya çıkan borç faizlerinin vergi matrahından düşülme imkanının

olması nedeniyle kaynak maliyeti hesaplanırken vergiden sonraki maliyetin dikkate alınması uygun olmaktadır (Akgüç, 1998, s.3).

- Proaktif Yapılı Davranabilmek

Ortaklar ve yöneticiler, işletmenin sermaye yapısı kararlarında ve büyüme hazırlığına dair kararlarında proaktif davranmalıdır. İşletmeler sermaye arayışlarını, fona ihtiyaç duydukları anda değil, fon bulabilme diğer bir deyişle kaynak yaratabilme imkanları olduğu sürelerde yapmalıdırlar. Çünkü işletmeler fon ihtiyacı olmadığı zamanlarda daha rahat kaynak yaratabilirken, fon ihtiyacı duydukları zamanlarda fon yaratamama riski ile karşılaşabileceklerini unutmamalıdırlar (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005, s.380-385).

- Esneklik ve Zamanlama

Esneklik, işletme varlıklarının artışıyla veya azalışıyla ilişkili olarak fonların ayarlanabilmesidir (Berk, 1995, s.598). Diğer bir deyişle esneklik, işletmenin varlıklarında artış meydana geldiğinde kaynakların artması, işletme varlıklarında azalış meydana geldiğinde kaynakların daralması anlamına gelir. Finansmanı esnek olan işletme, elinde atıl kalabilecek fon tutarını minimize ederek, kaynak maliyeti ve işletme karlılığı üzerine olumlu etki etmektedir (Akgüç, 1998, s.504).

İşletmenin fon gereksinimini karşılayacağı kaynaklar arasında kısa vadeli yabancı kaynaklar yüksek esnekliğe sahip kaynaklardır. Bu tür kaynaklar, bulunması ve tekrar kullanılması kolay kaynak türlerindedir. Fakat esneklik ve kaynak ilişkilendirilmesi yapılırken, işletmenin gelecek projeleri de önem taşır. Örneğin, tüm fon gereksinimini borçlanma yolu ile gideren bir işletme, gelecekte ortaya çıkabilecek projeleri borçla finanse etme esnekliğini azaltmış olacaktır. Özellikle geleceklere dair çok fazla belirsizlik yaşayan işletmelerin finansman tercihlerinde daha az yabancı kaynak kullanımı öncelikli olabilir. Böylelikle ani karar anlarında esnek davranabilme imkanına sahip olurlar (Tevfik, 2005).

Finansmanda esnekliği koruyan bir sermaye yapısı belirleyen işletme, en uygun kararı verdiğini düşünse dahi bu kararını zamanlamayı da dikkate alacak şekilde oluşturmalıdır. Zamanlama, işletmenin ihtiyaç duydukları kaynakları elverişli koşullarda sağlama imkanını sunar. İşletmenin, enflasyonist bir ortamda bulunması veya bulunmaması, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri takip etmesi, kısa

sürekli finansman bonoları yada hisse senedi ve tahvil çıkarılmasını bu piyasaların elverişli olduğu zamanlarda yapması uygun olmaktadır (Akgüç, 1998, s.504). Sermaye yapısıyla ilgili karar verme aşamasında olan bir işletme, menkul kıymet ihracının zamanlamasını iyi belirlemelidir. Sürekli bir değişim içinde olan finansman giderleri üzerinde menkul kıymet ihracının etkisi olmaktadır (Tevfik, 2005). Çünkü işletmenin yatırım harcamaları nedeniyle oluşacak nakit çıkışları ile bu çıkışları karşılayacak ihraç gelirleri arasında bir gecikme yaşanmamalıdır (Berk, 1995, s.560). Özellikle enflasyonist ortamlarda yaşanan gecikmeler nedeniyle yatırım harcamalarının çok artması nedeniyle uygun finansman kaynaklarının bulunamama riski vardır (Tevfik, 2005).

- Fon Kullanımı ve Kaynaklar Arasında uygunluk

İşletmeler, yatırımlarının veya varlıklarının ömürlerini yatırım yada varlık için kullanılan kaynağın süresi ve uygunluğu ile karşılaştırılırlar (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.382-386). Uygunluk, işletmenin duran varlıklarının uzun veya devamlı kaynaklarla, dönen varlıklarının süreklilik göstermeyen kısmının ise kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesidir. Kaynaklar ve fonların kullanım uygunluğuna dair örnekler tablo 1.1.'de gösterilmektedir.

Tablo 1.1 Kaynaklar ve Kullanım Şekilleri (Kaynak: Marks H. K., Robbins L. E., Fernandez G., Funkhouser J. P., 2005, s.44)

Kaynaklar ve Kullanım Şekilleri		
Fonun Kullanımı	Fonun Kaynağı	Değerlendirme
1-Dizüstü bilgisayar ve Yazılım programı Satın alınması	1-Vadeli Borç veya kiralama	1-Eğer bilgisayarların ekonomik ömrü 24 ay ise, 24 ay için kiralama veya ödünç almanın amortismanı incelenir.
2-Satış yapılması için Stok hazırlanması	2-Kısa vadeli kredi kullanımı, Uzun vadeli kredi kullanımı	2-Finansman stok gereksinimine göre değişmektedir.
3-Yeni bir tesis inşasının yapılması	3- Satın alma veya Kiralama	3- Amortisman, tesisin faydalı ömrüne bağlıdır.

Uzun süreli kaynaklarla finanse edilen duran varlıklar ve dönen varlıkların süreklilik gösteren kısmının bu şekilde finansmanı nakit akışı ile ilgilidir. Eğer duran varlıklar kısa süreli kaynaklarla finanse edilirse, sabit varlıklar henüz nakit girişi yaratmadan kısa süre içinde ödemeler nedeniyle nakit çıkışları oluşacaktır. Böyle bir durum işletme için mali sorunları da beraberinde getirir.

Faaliyetleri mevsimlik dalgalanmalardan etkilenen endüstriyel ve ticari işletmeler ve inşaat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler gibi dönen varlıkları önemli yer tutan işletmeler açısından kısa vadeli yabancı kaynaklarla finansman ihtiyacı yüksektir. Ayrıca stok ve alacaklar kısa vadeli kaynaklarla finanse edildiğinde, işletmeye bu varlıklardaki azalış geri ödeme için fon sağlar (Akgüç, 1998, s.507).

1.3.2. Yönetim ve Ortakların Özellikleri

Bir işletmenin finans yöneticisinden, işletmenin ihtiyaç duyduğu varlıklara yönelik olarak kaynak ihtiyacının belirlenmesi ve bu ihtiyacın en iyi şekilde nasıl finanse edileceğinin belirlenmesi, gerekli finansmanın nereden, nasıl ve ne zaman karşılanacağına dair kararların alınması beklenir. Bu kararların oluşturulmasında yönetimin ve mevcut ortakların etkisi olmaktadır. İşletmelerde farklı amaçları hedef alan veya farklı tutumlar içinde olan yönetim ve ortakların kararları doğrultusunda finansman kaynaklarının planlanması şekillenmektedir.

İşletme yöneticilerinin tutumlarını etkileyen iki parametre mevcuttur. Bunlardan biri risk diğeri kontrolü elde tutma isteğidir. Yönetim ve ortaklardan kimileri daha muhafazakar davranıp emniyeti yüksek sermaye yapısı oluşturmaya çalışırken, kimileri ise büyük riskleri göz alır (Akgüç, 1998, s. 511).

Eğer işletme yatırım alanlarında kullanmak için sermaye artırımına gittiğinde tutucu bir sermaye yapısını tercih ediyorsa başka bir deyişle öz sermaye kullanarak kaldıraç oranını düşük tutmayı benimsiyorsa, pazar fırsatlarını kaçırabilir ve işletme darbe alabilir. Böyle bir durumda pazarda daha az aktif olan bir oyuncu haline gelir. Diğer yandan fazla saldırgan olan ve aşırı kaldıraç uygulayan işletmeler planların doğru gitmediği zamanlarda başarısızlıklarla ve düşük finansal performansla karşılaşma riskini üstlenmiş olurlar (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.378,381).

Sermaye yapısı kararlarında, finansal kaldıraç ve risk ilişkisi önemlidir. Yüksek kaldıraç oranına sahip işletmelerin geliri düşüşe geçtiğinde, işletme borçtan doğan sorumluluklarını yerine getirememesi riski ile karşılaşabilir. Yeterli gelire sahip olmayan işletmeler, faiz ödemelerini yapabilmek adına farklı yollardan gelir elde etme arayışı içine girerler. Böyle bir durumda işletme varlıklarını azaltarak diğer bir deyişle bina veya ekipman satışları ile, borcu yeni borç alarak kapatma yolu ile veya hisse senedi ihracı yolu ile yeni gelir yaratma çabalarına girerler (Peterson, 1994, s.596).

İşletmeden işletmeye değişen risk tercihleri işletmenin büyük veya küçük oluşu ile de ilişkilidir. Küçük işletmeler için işletme varlığını sürdürmek önem taşır. Dolayısıyla varlıklarını gelecekte tehlikeye atacak riskli sermaye yapısı oluşturmaktan çekinirler ve tutucu bir politika izleyebilirler (Akgüç, 1998, s.502). İşletmelerin kar payı dağıtma veya dağıtmama kararları da, sermaye yapısı tercihlerini etkilemektedir.

İşletme yöneticilerinin tutumunu etkileyen diğer bir parametre, kontrolü elde tutma isteğidir. Sermaye yapısını oluştururken borçlanma yoluna gidildiğinde kontrol etkisi ortaya ya hiç çıkmamaktadır ya da etkisini çok nadir göstermektedir. Borç veren kreditorler verdikleri borç karşılığında sözleşmeye ekleyecekleri bazı maddeler ile yönetimde söz hakkı elde edebilirler. Fon ihtiyacı, hisse senedi ihracı yoluyla giderildiği durumlarda, işletmeye yeni ortaklar katılmaktadır. Yeni ortaklar şirket kontrolünü etkilerler (Berk, 1995, s.304).

Sermaye yapısı oluşturulurken hissedarların ve yönetimin amaçlarının etkili olduğunu belirtmiştik. Amaç ne olursa olsun sermaye yapısı etkilenir. İstihdam yaratma, büyüme, dinsel amaçları karşılama veya hissedarların tüketimine yönelik nakit akışı yaratma gibi sosyal misyon içeren veya içermeyen farklı amaçlara sahip firmaların sermaye yapıları da farklılık göstermektedir (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.378,381).

1.3.3. İşletmenin Durumu

İşletmenin durumu, borç ve öz sermaye bileşimi ile ilgili doğru karar verme sürecinde önem taşımaktadır. Sermaye artırımı kararında işletmenin durumuna dair belirleyici parametreler vardır. Yönetimin kalitesi ve güçlülüğü, işletmenin nakit akışı yaratma kabiliyeti, nakit akışı değişkenliği, rekabetteki gücü, iş performansının dışa yansımaları, beklenmeyen fırsatlara karşı finansal esneklikleri ve stratejik planları belirleyici rol oynamaktadır (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.378,381).

Bunların dışında işletme varlıklarının yapısı, işletme satışlarının durumu, işletme büyüme hızı ve kreditorlerin tutumları sermaye yapısı kararlarını daha yoğun etkilemektedir.

İşletmenin satışlarının durumu da sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerden biridir. Satışların büyüme hızı ve satışların düzenli olup olmadığı karar aşamasındaki finans yöneticisini yönlendirebilir. Satışları büyüme eğiliminde olan bir işletmenin nakit girişleri de artma eğiliminde olmaktadır. Satışları artan işletmeler sabit faiz ödeyerek, yabancı kaynak kullanımına gittiği takdirde hisse başına kazançları arttırır diğer bir deyişle özsermaye sahiplerine sağlanacak getiri artar (Ceylan, 2000, s.194). Satışlar büyüme eğiliminin tam tersi azalabilir veya durağan kalabilir. Bu tarz belirsizliği yaşayan bir işletmenin kaynak tercihini öz kaynağa yönlendirmesi daha uygun olur (Yücel, 2006, s.6). Satışların düzenli olması veya dalgalanma yaşaması sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olmaktadır. Satışları düzenli olan işletmenin getirileri de düzenli olmaktadır. Bu bağlamda işletme sorumluluklarını yerine getireceği için piyasada güven oluşturur. Kullandığı yabancı kaynaklar karşılığında anapara ve faiz ödemesi yüklenen işletme bu yükümlülükleri daha kolay yerine getirecektir (Akgüç, 1998, s.194).

Satışları değişkenlik gösteren işletmeler karşılama gereken ödemeleri yapmakta zorlanabilirler. Kazançları değişiklik gösteren bu işletmeler öz kaynakla finansmana yönelmek durumunda kalırlar. İşletmenin büyüme hızı sermaye yapısını etkileyen diğer faktörlerden birisidir. Büyüme hızını arttırmak isteyen bir işletme öz sermayesini

kuvvetlendirmelidir. Sürekli bir kaynak niteliğinde olan öz sermayesi kuvvetli işletmeler, yeni ve büyük yatırımlara girişerek hızlı bir şekilde büyümek isteyebilir. Halka pay senedi satarak veya yeni ortakları işletme bünyesine katarak fon gereksinimini karşılayabilir (Akgüç, 1998, s.511).

İşletmeler gereksinimlerini yabancı kaynak ile karşılamaya karar verdiklerinde, kredi verenlerin veya verecek olan kreditorlerin işletmeye davranışlarının önemi ortaya çıkar. Bir işletmenin nakit durumu, kar sağlama potansiyeli, geçmişte yükümlülüklerini yerine getirme, yönetim kabiliyeti kredi verenler açısından değerliliği ölçen etmenlerdendir (Akgüç,1998,s.195, s.511).

1.3.4. Sektörün Durumu

Sektör kaldıraç normları, sektörde bulunan işletmelerin borç/öz kaynak oranları ile belirtilen bir ölçüttür. İşletme bilançosu üzerindeki borçları ile şirket öz sermayesini karşılaştıran bu oran için yapılan tanımlamalardan biri toplam borçlar içerisinde yer alacak borç kategorileri ile ilgili olurken başka bir tanımlama işletmenin fon gereksinimini karşılamak için kullandığı borç miktarına odaklanmaktadır (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.33). Sektörün içinde bulunduğu evre, yerleşmiş gelenek ve görenekler kaldıraç oranını etkilemektedir. Sektörün sahip olduğu gelenek ve görenekler faaliyet gösterdiği alana göre değişir. Sektörde yerleşmiş gelenek ve görenekler, duran varlıkların öz sermaye ile finanse edilmesi veya belli bir borçlanma oranına kadar borç kullanılması şeklinde olabilir. Örneğin, sektörde yabancı kaynak kullanımı garip algılanıyorsa, işletme özkaynak kullanımına yönelir. Temettü ödemeleri için de geçerli olan bu durum, 1000 TL kar payı dağıtılmasını uygun gören bir sektörde 1.500 TL kar payı dağıtan bir işletmenin sorgulanmasına neden olabilir (Akgüç, 1998, s.508).

Sektörün içinde bulunduğu evrenin finansal kaldıraç tercihlerini etkilediği kabul edilir. Sektörün başlangıç aşamalarında fon ihtiyacını öz sermaye ile gidermesi olağan karşılanan bir durumdur. Başarısızlık riski yüksek olan başlangıç evrelerinde muhafazakar tercihler öncelikli gelir. Sektörün büyüme dönemlerinde, gereksinim duyduğu fonlara finansal esnekliğe sahip olmasından dolayı erişimi kolay ve hızlı olur. Sektörün olgunluk döneminde , işletme yatırımlar için gerekecek fonları kendi öz kaynağından elde etmeye diğer bir deyişle oto finansmana yöneldikleri için kaldıraç oranı genelde düşme eğilimindedir. Sektörün gerileme

döneminde, finansal yapı daralma ihtimali göz önüne alınarak oluşturulmalıdır (Akgüç, 1998, s.508).

Sektörde yaşanan rekabetin şiddeti, işletmelerin sermaye yapısı bileşenlerinin ağırlıklarını etkilemektedir. Rekabetin güçlü olarak yaşandığı sektörlerde, rakip sayısının fazla olması ve taleplerdeki değişimlerin etkisi olarak ortaya çıkabilecek satışların azalması işletmeyi güçlü kılmak adına öz sermaye ile finansmana yönlendirmektedir. Böylelikle işletme riskten kaçınarak, emniyetli bir strateji uygulanır. Rekabetin zayıf olarak hissedildiği sektörlerde yabancı kaynak kullanımı tercih edilebilir (Akgüç, 1998, s.507-508).

Sektörde işletmeler sermaye yapılarını oluştururken kullandıkları borçla finansman karşılığında sorumluluk altına girmektedirler. Rekabet ortamında bulunan işletmeler bu sorumlulukları yerine getirebilmek için daha fazla getiri yaratmaya çalışırlar. Bu getiriyi oluştururken teknolojik gelişmelerden, mevsimlik hareketlerden ve dönemsel dalgalanmalardan dolayı ortaya çıkan etkilere maruz kalmaktadırlar. Bunların etkisi ile işletme düşük yada yüksek performans gösterir. Çevresel karakterlerden biri olarak teknolojinin değişmesi ve bu değişimin sektör tarafından sindirilmesi sermaye yapısı oluşumunu etkiler (Marks, Robbins, Fernandez and Funkhouser, 2005 ,s.31-35). Mevsimlik hareketler satışların artıp azalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla böyle durumlarda kısa süreli finansman tercihi işletmeyi hem riskten korur hem de finansal esnekliği beraberinde getirir.

Sektörde yaşanan dönemsel dalgalanmalar , sektörde üretimi yapılan ürün çeşidine göre farklılık göstermektedir. Örneğin, konjonktür dalgalanmaların çok fazla etkilenmeyen sektörlerde bulunan dayanıksız tüketim malları gelir esnekliği düşük mallardır. Gelir esnekliği yüksek mallar olan bir sektörde ise dalgalanmaların etkisi yüksek olacağı için risk ve esneklik önem verilmesi gereken iki parametredir. Bu nedenle dalgalanmalara karşı duyarlılığı fazla olan sektörler muhafazakar bir tutum ile öz sermaye kullanımını tercih edebilirler.

Sektörlerde uygulanan farklı yasal düzenlemeler finansman tercihlerinde değişik öncelikleri beraberinde getirir. Bankalar tarafından verilen krediler, işletmelerin faaliyet göstermek istedikleri veya gösterdikleri sektöre göre değişen uygulamaları vardır. Örneğin bazı sektörleri canlandırmak veya özendirmek amacıyla teşvik politikaları uygulanırken, bazı sektörlerle karşı yaşanan yoğun talebi engellemek adına sınırlamalar getirilmektedir (Akgüç, 1998, s.507-512).

1.4. Sermaye Yapısına Yönelik Diğer Yaklaşımlar

1.4.1. Denge Teorisi (TRADE-OFF THEORY)

Modigliani&Miller (1958) 'ın sermaye yapısı teorisinden bu yana işletmelerin borç ve öz kaynak kullanımından oluşan optimal sermaye yapısı kararı kritik bir karar olmuştur (Vasiliou, 2005). İşletmeler, sermaye yapısını oluştururken borç veya öz sermaye kullanımından doğan avantajları ve dezavantajları göz önüne almaktadır. Borç kullanımının ortaya çıkardığı avantajlar, vergi tasarrufu ve temsil maliyetinde azalma şeklinde olurken dezavantaj olarak finansal sıkıntıyı beraberinde getirmesidir. Diğer yandan öz sermaye kullanımı firmayı güçlü kılarken, yüksek maliyetlerin ortaya çıkmasına neden olur.

Denge teorisi, borç kullanımının olumlu ve olumsuz etkileri arasında denge kurulmasını açıklayan bir yaklaşımdır. Denge teorisinin odaklandığı kavramlar şu şekildedir; (Harris and Chaplinsky, 2006).

- 1- Borçla finansmandan doğan vergi tasarrufu
- 2- Finansal sıkıntı
- 3- Borcun temsil maliyeti
- 4- Öz sermayenin temsil maliyeti
- 5- Menkul kıymet ihracının sinyal etkisi yaratması

Daha geniş olarak denge teorisi, borç kullanımından doğan vergi tasarrufu ve temsil maliyetindeki düşüş ile iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurulmasıdır (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.425). Myers(1977) tarafından ortaya atılan iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri ile Jensen ve Meckling (1976) tarafından ifade edilen temsil maliyetleri kavramları denge teorisinde önemli yer tutar. Menkul kıymet ihracı ise sinyal etkisi yaratarak eksik bilgi sahibi olan yatırımcılara yeni bilgiler aktarılmasına yol açar (Harris and Chaplinsky, 2006). Böylece, işletmelerin geleceği hakkında sahip olunan bilgilerin yanında daha kapsamlı bilgiler ile ilgili ipucu veren bir etki yaratılmış olur (Vasiliou, 2005).

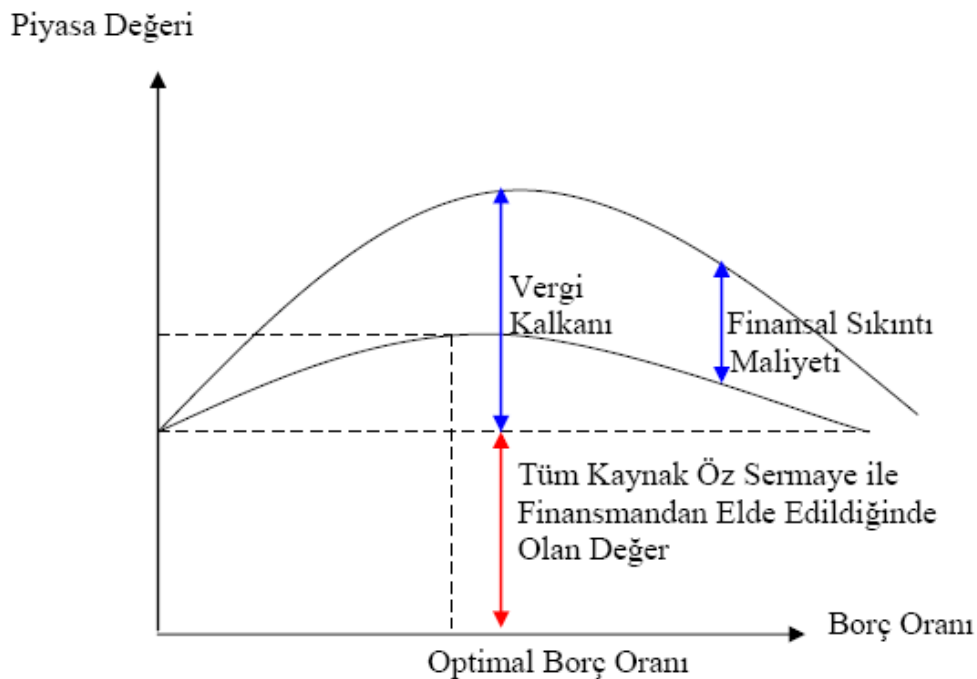
Temsil maliyeti, yöneticiler ile hissedarlar veya hissedarlar ile kredi verenler arasında yaşanan çıkar çatışmalarından ortaya çıkan maliyetlerdir (Brigham, Weston and Besley, 2005, s.21). Temsil maliyetinde, yönetim ve hissedarlar arasında yaşanan ilişki sonucu oluşan maliyetler, öz sermayenin temsil maliyeti olarak adlandırılır. Hissedarlar ile borç verenler

arasındaki ilişkiden doğan maliyetler ise borcun temsil maliyeti olarak nitelendirilir (Vasiliou, 2005). Temsil maliyeti, yöneticilerin işletmenin piyasa değerini maksimize etme çabaları olmadığı zaman veya hissedarların yöneticileri kontrol etmek istedikleri ve çalışmalarını etkiledikleri durumda yöneticiler ile hissedarlar arasındaki ilişkiden doğan bir maliyet olarak oluşabilirken, diğer yandan daha çok finansman tercihlerinde ortaya çıkmaktadır (Brealey and Myers, 2003, s.8). Öz sermaye temsil maliyetinin ortaya çıkmasında, yöneticiler ile hissedarlar arasında yaşanan bilgi asimetrisinin etkisi hissedilmektedir. Hissedarlar işletme açısından fayda getirecek yatırım fırsatlarından tam haberdar olamamakla beraber, yönetimde kontrol baskısı uygulayarak kendi menfaatlerini ön planda tutmak suretiyle temsil maliyetlerinin oluşmasına neden olurlar (Vasiliou, 2005).

İşletme faaliyetlerinin karlı olduğu elverişli koşullarda, işletmeye borç verenler ile hissedarlar işletmeyi zenginleştirmek veya kazancını arttırmak bundan dolayı da borç verenlerin geri ödemelerinin yapılması ve hissedarların getirilerinin artması sonuçlarında fikir birliğine varabilirler. Fakat işletmenin yaşadığı zor dönemlerde borç verenler vermiş oldukları kredileri geri alabilmeyi hedeflerken, hissedarlar düşüşe geçen piyasa değeri ve karlar nedeniyle ortaya çıkabilecek getiri azalmasına odaklanmaktadırlar (Brealey and Myers, 2003, s.8).

Finansal sıkıntı maliyetleri, işletmenin yapmayı taahhüt ettiği yükümlülükleri yerine getiremediği zaman karşılaşılan güçlükler sonucu ortaya çıkan maliyetlerdir (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.417). Finansal sıkıntı maliyetleri, işletmelerin ödemelerinde zorluk yaşadığı dönemlerde finansal bir baskı yaratır. İşletme, kredi verenlerin taleplerini karşılamak için geri getirisi hızlı olan bir proje beklentisi içine girer. Finans yöneticisi böyle durumlarda ortakların servetini azaltıcı bir projeye yönelebilir veya karlı olan projeden vazgeçebilir. Bu tarz durumlarda işletme üzerinde finansal baskıyı hisseder. Finansal sıkıntı maliyetleri, müşteriler veya tedarikçilerin işletmeye karşı tutumları ile de ilişkilidir. Sıkıntılı bir dönem geçiren işletme ürünlerine karşı talep olmayabilir ve müşteriler o ürünün gerektirdiği garanti, kurulum, bakım ve onarım gibi hizmetleri alamama düşüncesi ile satışların azalmasına neden olabilirler. Bu grup maliyetler, öz sermaye temsil maliyeti ile borcun temsil maliyetinin yanında üçüncü bir temsil maliyeti olarak belirtilebilen işletmenin diğer işletmelerle ve müşterilerle ilişkisinden doğan maliyetlerdir. Satışlar ile müşteri güveni doğru orantılı bir ilişki içindedir ve güveni azalmış bir müşterinin talebi de azalmaktadır. Eğer aşırı borçlanma güveni sarsarsa, işletme satışları ve faaliyetlerin verimliliği azalır. Diğer yandan tedarikçiler, kredi verenlere karşı ağır sorumlulukları olan işletmelere ürün tedarikini

gerçekleştirmeyebilirler (Haris and Chaplinsky, 2006). Tüm bunlara dayanarak finansal sıkıntı ile sermaye yapısı arasında basit bir ilişki açığa çıkar. Şekil 1.4.'de görüldüğü gibi, optimum borç tutarından sonra işletme borçlanmaya devam ederse finansal sıkıntı maliyetleri önem kazanmakta ve işletmenin piyasa değeri düşmektedir. Fazla borçla finansman, işletmelerin yükümlülüklerini arttırır ve sabit ödemeler getirir. Bu durum finansal sıkıntı maliyetlerini ve daha sonra iflas ortamını oluşturur. İflas ise beraberinde iflas maliyetlerini diğer bir deyişle işletmenin iflas durumunda ortaya çıkacak mahkeme masraflarını ve avukatlık ücretleri gibi maliyetleri ortaya çıkarır (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.417).



Şekil 1.13 Sermaye Yapısını Dengeleme Teorisi (Kaynak: Brealey and Myers, 2003, s.418)

Yukarıda şekil 1.13.'de, bir işletme fon ihtiyacının tümünü öz sermaye yoluyla karşıladığı zaman ki işletme piyasa değeri ile borçlanmaya gidildiğinde borç vergi tasarrufu eklenmesi ve finansal sıkıntı maliyetlerinin düşülmesi sonucu ortaya çıkan piyasa değeri karşılaştırılmaktadır. Optimal borçlanma noktasına kadar vergi tasarrufunun etkisi ile işletmenin piyasa değeri artmaktadır. Optimal noktadan sonra her ek borçlanma ile beraber finansal sıkıntı artacaktır (Brealey and Myers, 2003, s.124).

Finansal sıkıntı maliyetleri, direk ve endirek olarak ikiye ayrılan maliyetlerdir. Direk maliyetler, hukuki süreçlerin beraberinde ortaya çıkan maliyetlerden oluşur. White (1983) ve Weiss (1990)'a göre işletmenin piyasa değerlerinin yaklaşık %3'ü finansal sıkıntıdan doğan direk maliyetlerdir (Aktaran: Dimitriou Vasiliou). Endirek maliyetler ise satışların azalmasından doğan, yetersiz servis ve güven kaybı nedeniyle oluşan maliyetlerdir. Tahmin

edilmesi zor olan bu maliyetlerdir. Altman'a (1984) göre işletme piyasa değerinin %20'sinden fazlası finansal sıkıntıdan doğan hem direk hem de en direk maliyetlerdir (Vasiliou, 2005).

Sermaye yapısı oluşturulurken denge teorisine göre finans yöneticisi seçtiği borç oranı ile işletmenin piyasa değerini maksimize etme amacını güder (Brealey and Myers, 2003, s.125). Denge teorisinde işletme optimum sermaye yapısına ulaşmak için borçla finansmanın faydası ile maliyetler arasındaki dengeyi iyi kurmalıdır (Önal, Karadeniz ve Kandır, 2007).

İşletmeler açısından denge teorisinin uygulanmasında borç tercihi işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. İşletmelerin varlıklarının dağılımı hedef borç oranlarını etkiler. Bu bağlamda, duran varlıkları ağırlıklı olan ve vergilendirilebilir karı yüksek olan işletmeler hedef borç oranlarını yüksek tutmayı tercih ederken, duran varlıkları nispeten az ve karı düşük işletmeler öz kaynak finansmanını tercih ederek daha tutucu bir sermaye yapısı oluştururlar (Brealey and Myers, 2003, s.135-136). Örneğin maddi olmayan varlıkları, ağırlıklı olan işletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörlerde düşük hedef borç oranlarına eğilimi olması beklenir (Peterson, 1994, s.623). Fakat maddi varlıkları çok az olan ve muhafazakar bir sermaye yapısı oluşturması beklenen işletmeler, yüksek kredi değerliliğine ve kara sahip olduklarından herhangi bir finansal sıkıntı yaşamadan borç oranlarını yüksek tutarak vergi tasarrufu sağlayabilirler veya maddi olmayan varlıkları yoğun olsa dahi borçlanmaya ağırlık vermeden karlı bir işletme olabilirler. Denge teorisine göre yüksek karlar yüksek borç oranları ile elde edilirler. Bazı durumlarda denge teorisi zayıf kalmaktadır. Çünkü düşük borç oranı ile yüksek kar elde eden işletmelerin durumunu açıklayamamaktadır (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.425-426).

1.4.2. Temsil Teorisi (AGENCY THEORY)

Jensen ve Meckling (1976) tarafından ortaya konan ve "bir işletme sahibi veya girişimci, işletmesinin bir kısmını dışarıdaki yatırımcıya satarsa ne olur?" sorusuna yanıt arayan temsil teorisi, işletme davranışlarının insan doğasına bağlı olarak etkilendiğini ve değiştiğini belirten bir teoridir. Bu teoriye göre, yöneticiler, hissedarlar, tedarikçiler, müşteriler ve diğer gruplar (çalışanlar gibi) arasında yapılan anlaşmalarla ortaya çıkan ilişkiler mevcuttur. Temsil teorisi, temsil yetkisi veren ile temsilci arasındaki ilişkileri ve bu ilişkilerin işletmenin piyasa değeri üzerindeki etkilerini açıklamaya çalışmaktadır (Chambers, Lacey, 1999, s.17-18).

Temsil teorisi, işletmenin sahiplerinin ve hissedarlarının farklı hedeflerinin olması ve bu hedeflere yönelmeleri sonucu ortaya çıkan temsil maliyetleri olarak adlandırılan maliyetleri içeren bir teori olarak geliştirilmiştir. Temsil teorisi, faaliyetleri gerçekleştirmek için temsil yetkisi veren ile temsilci arasındaki ilişkiyi kapsar. Bu ilişki sonucu ortaya bazı problemler çıkmaktadır. Bu problemlerden ilki, temsil yetkisi veren ile temsilci arasında hedef ve isteklerin uyuşmamasından doğacak çıkar çatışmalarının yaşanması veya temsilcinin yapacağı işlemlerin zor olması ve maliyetinin temsil yetkisi veren tarafa fazla gelmesidir. İkinci problem ise temsil yetkisi verenin ve temsilcinin riske karşı tutumlarının farklı olmasından doğan risk paylaşımlarında oluşabilecek yaklaşım farklılıklarıdır. Çünkü farklı risk tercihleri farklı davranış tercihlerini beraberinde getirmektedir (Eisenhardt, 1999). Ayrıca tarafların kendi çıkarlarını maksimize etme düşüncesi içinde olduğu kabul edildiğinde temsilcinin her zaman temsil yetkisi verenin çıkarları doğrultusunda çalışmayacağı sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda temsil maliyetleri oluşur. Tablo 1.2.'de genel bir özetinin verildiği temsil teorisi, farklı kontrol mekanizmalarının faydalarına ve maliyetlerine odaklanan bir teoridir (Krishnaswami and Pottier, 2000).

Tablo 1.2 Temsil Teorisine Genel Bir Bakış (Kaynak: Eisenhardt, 1999, s.58)

Ana Fikir	: Temsil ilişkileri, risk paylaşımını ve verimli bilgi akışını yansıtmaktadır. Temsil yetkisi veren ile temsilci arasında etkin bir ilişki oluşturmak.
Bireysel Reaksiyonlar	: Kendi çıkarlarına yönelik davranış sergilemek Sınırlı rasyonel davranışlar göstermek Riskten kaçınan davranışlar göstermek
Organizasyonel Reaksiyonlar	: Temsil ilişkilerinde bilgi asimetrisi yaşanabilir. Amaç farklılığının oluşturduğu çatışmalar yaşanabilir. Faydaya yönelik algılar farklı olabilir.
Sözleşmeyle ilgili Sorunlar	: Ahlaki Tavrılar Risk Paylaşımı Seçimde yaşanan yanlışlıklar
Baskın sorun	: Temsil yetkisi veren ile temsilci arasında farklı amaçlar nedeniyle ortaya çıkan ve farklı risk tercihleri ile de bağlantılı sorunların getirdiği maliyetlerin varlığının olması

1.4.2.1. Temsil Grupları ve Temsil Sorunları

Yönetim, çalışanlar, hissedarlar ve uzun vadeli borç verenler anlamında tahvil sahipleri gibi bir işletme içerisinde değişik aktörler rol almaktadır. Her aktörün kendi çıkarları doğrultusunda elde etmek istedikleri hedeflere yönelik istekleri vardır (Brealey, Myers and Marcus, 1999). Tüm aktörler kendi refahlarını maksimize etmek ister. Bu nedenle ortaya temsilcilerden kaynaklanan temsil sorunları çıkmaktadır. Aşağıdaki bölümde temsil grupları ve bu temsil gruplarından kaynaklanan temsil problemleri açıklanacaktır.

1.4.2.1.1. Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsil Sorunları

Kar ve riski kendine ait olmaksızın belli gereksinimleri karşılamak adına mal ve hizmet üreten bir işletmeyi çalıştırma sorumluluğunu yüklenen yöneticiler temsil gruplarından biri olarak işletme içinde temsilci konumunda olmaktadır (Budak ve Budak, 2004, s.16).

Temsilci sıfatıyla işletme içinde ücret karşılığı faaliyet gösteren yönetici, bazen kendi çıkarları ile işletme çıkarlarının ters düştüğü durumlarla karşılaşabilir. Böyle durumlarda kendi çıkarlarını maksimize etme düşüncesine sahip olan yönetici iyi bir temsilci olamayacağı ve bir temsil maliyetine yol açacağı belirtilmektedir (Jensen and Meckling ,1976).

Yöneticiler ile ilişkili temsil sorunlarından biri “kaytarma ve kandırma”dır. Yöneticiler yeterli performans göstermeyerek, kendisine temsil yetkisi verenlerin servetini azaltmaktadırlar (McLarney and Rhyno, 2000). Yöneticiler işletmenin mali tabloları ile oynayarak, varolan bilgileri kendilerinin daha iyi performans gösterdiğine inandırmak için farklı yansıtıp, piyasadan bilgi saklayabilirler. Bu tarz tutuma sahip yöneticiler bir temsil maliyeti oluştururlar. Yöneticiler kendi çıkarlarını koruyabilmek adına karlı yatırım projelerinden ve bu projelerin risklerinden kaçınan tavırlar sergileyebilirler. Riskten kaçınan yöneticiler karlı, getirisi yüksek projeler yerine karı düşük ama güvencesi yüksek yatırım projelerini tercih ederek konumlarını tehlikeye atmamaktadırlar. Böylelikle iflas etme olasılığını da hesaba katarak faydası yüksek yatırım tercihlerinden vazgeçebilirler. Yöneticilerin riske karşı tutumları işletmenin finansman tercihlerinde de etkili olmaktadır. Otofinsanman, borçlanma ve hisse senedi ihracı gibi fon kaynakları arasından seçim yapacak yöneticiler, kendi risk anlayışlarına göre tercih yaparlar.

Bir işletme yatırımlarının finansmanında kullanmak için kaynak ihtiyacı duyduğunda ya otofinansman yolunu ya borçlanma yolunu ya da yatırımcılara hisse senedi satışı yolunu tercih eder (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.115). Hisse senetleri, anonim ortaklıklar ile sermayesi hisselerle bölünmüş komandit ortaklıklarda, her bir payı temsil ve ifade etmeye yarayan finansal varlıklardır. Sahiplik aracı olan hisse senetleri, temsil kabiliyeti olan menkul kıymetlerdendir (Sarıkamış ,2000, s.37-38). Hisse senedi, hisse sahiplerine diğer bir deyişle hissedarlara işletmenin ortağı olmasından dolayı işletmeyi yönetme hakkı vermektedir (Peterson, 1994, s.94) Hissedarlar yatırım yaptıkları hisse senedinden bir verim diğer bir deyişle mümkün olduğu kadar çok kar payı elde etmek isterler. Bu nedenle de yöneticilerin bu doğrultuda hareket etmeleri beklenir (Sarıkamış ,2000, s.49). Bu durumda ortaya çıkan temsil probleminin kaynağı sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının ayrı olması ve hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmasının oluşmasıdır. Özellikle kar payı ödemek yerine yatırım projelerini ağırlıklı olarak otofinansman yoluyla finanse etmek isteyen yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkar çatışmaları yaşanmaktadır (Jensen, 1977). Çünkü taraflardan herhangi birinin refahını arttırıcı eylemler diğer tarafın refahının azalmasına neden olmaktadır.

1.4.2.1.2. Borç Verenlerle İlgili Temsil Sorunları

Borç verenler işletmenin fon gereksinimini karşılamak adına işletmeye borç veren kreditorler olabileceği gibi, işletmenin uzun bir vade ile çıkardığı, ana para ve faiz ödemelerini içeren senetleri satın alan tahvil sahipleri de olabilir. Temsil sorunları, bazı durumlarda borç verenler ile yöneticiler arasında yaşanabilirken bazı durumlarda da borç verenler ile hissedarlar arasında yaşanmaktadır. Borç verenler ile hissedarlar arasında yaşanan temsil sorununun temelini optimum olmayan yatırım kararlarının tercih edilmesi oluşturmaktadır. Optimum olmayan yatırım kararları, riskli yatırım projelerinin tercih edilmesi veya karlı yatırım projelerinden vazgeçilmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu tip durumlarda borç verenler riskli projelerden ve karlı projelerden kaçınma sonucu ortaya çıkabilecek durumlara karşı borcun maliyetine beklentilerini yansıtır. Bu durumda da borcun temsil maliyeti artmış olur. Borç verenler ile yöneticiler arasında yaşanan temsil sorunu ise işletmenin yükümlülüklerini yerine getiremediği zaman ortaya çıkan bir sorundur. İşletme borç verenlere anapara ve faiz ödemesi yapamadığı zaman işletmenin tasfiyesine kadar gidebilecek sorunlarla karşılaşmaktadır (Peterson, 1994, s.16-22; Sarıkamış ,2000, s.50).

1.4.2.2. Temsil Maliyetleri

Bir işletmede temsil grupları arasında yaşanan çıkar çatışmaları sonucu temsil maliyetleri oluşmaktadır (Peterson, 1994, s.15). Temsil maliyeti, iki veya daha fazla taraf arasında düzgün bir iş birliği oluşturulamadığında ortaya çıkar. Bu maliyetler, izleme maliyetleri, tazmin edici- garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri ve önlenemeyen kayıplardan oluşmaktadır (Jensen and Meckling, 1977). Bu maliyetler aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır.

1.4.2.2.1. İzleme Maliyetleri (Monitoring Cost)

Temsil sorununu ortadan kaldırmak için, Alchian ve Demsetz (1972)'de gözlem ve ödüllendirmeyi içeren ve çalışanları yönlendirebilecek bir izleme faaliyetinin gerekliliğini belirtmişlerdir. Bir işletmede hissedarlar işletme faaliyetleri ile ilgili bilgi sahibi olmak ve yönetimi takip edebilmek için yönetimden performans raporları hazırlanmasını talep edebilir. İzleme faaliyetleri de beraberinde bir izleme maliyeti oluşturmaktadır. İzleme maliyetleri temsilcilerin izlenmesi veya hareket alanlarının sınırlandırılması sonucu ortaya çıkan maliyetlerdir. Temsilcinin vermiş olduğu kararları ve çalışmalarının kontrol ve takibi için işletmeler bu maliyetlere katlanmaktadır (Peterson, 1994, s.21)

1.4.2.2.2. Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri (Bonding Cost)

Tazmin edici- garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri, temsilcilerin temsil yetkisi verenlere en yüksek kar miktarını sağlamaya yönelik faaliyetlerde bulunacaklarına dair güvence vermelerinden kaynaklanan maliyetlerdir. Örneğin yöneticinin işinden ayrılmayacağına dair verdiği taahhüt veya ayrıldığı zaman doğan zararı karşılamayı kabul etmesi tazmin edici- garanti sağlayıcı bir maliyet altına girmelerine neden olur. Temsil yetkisi verenler, yapılan bu sözleşmeler nedeniyle yükümlülük altına giren temsilciyi daha az takip etme ihtiyacı duyacaklardır. Bu nedenle izleme maliyetlerinde düşüş görülmektedir (Peterson, 1994, s.21).

1.4.2.2.3. Önlenemeyen Kayıplar (Residual Loss)

İzleme maliyetleri ve Tazmin edici-garanti sağlayıcı sözleşme maliyetleri temsil tarafları açısından katlanılan maliyetler olsa dahi bazı durumlarda işletmenin çıkar grupları arasında yaşanan çatışmalar başka maliyetlere de neden olmaktadır. Bu maliyetler işletme taraflarının taleplerinin ve önceliklerinin farklı olması ve optimal veya karlı olduğu düşünülen projelerin başarılı bir şekilde yürütülememesinin işletmeye yüklediği maliyetlerdir (Peterson, ,1994, s.21).

Temsil yetkisi verenlerin, temsil sorununu çözmek adına katlandıkları izleme maliyetleri ve önlenemeyen kayıplar veya taraflar arasında garanti sağlayıcı sözleşmelerin yapılması her zaman yeterli gelmeyebilir. Çünkü bir işletmenin ilgi grupları diye söyleyebileceğimiz hissedarlar, yöneticiler ve borç verenler farklı bilgilendirme seviyelerine sahip oldukları için bu tarz çözümler yeterli gelmez. Farklı bilgilendirme seviyesi nedeniyle, yöneticinin diğer çıkar gruplarından gizli davranış ve uygulamalarla kendi çıkarlarını maksimize etmesi durumunda ahlaki tehlike ile karşılaşılır. Aynı şekilde taraflardan daha fazla bilgiye sahip yöneticinin seçimleri kendi çıkarları doğrultusunda olduğu zaman ters seçim gibi bir temsil sorunu ortaya çıkar. Diğer bir temsil problemi ise işletme takibine önem veren ve bunun için bir izleme maliyetine katlanan hissedarlar ile izleme işlemi ile ilgisi olmayan hissedarlar arasında yaşanır. İzleme işlemini yaptıran hissedarlar sayesinde diğer yatırımcılar hazıra konmuş olurlar ve bu durum hazıra konanlar problemi (Free Rider Problem) olarak adlandırılır (Peterson, ,1994, s.21; Jensen and Meckling, 1976).

1.4.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi (PECKING ORDER THEORY)

Sermaye yapısı yaklaşımlarına alternatif olarak Myers ve Majluf (1984) “pecking order theory” olarak adlandırılan finansal hiyerarşi teorisini geliştirmişlerdir. Finansal hiyerarşi teorisinin temel açıklaması asimetrik bilgi kavramı ile başlamaktadır. Yöneticiler ve yatırımcılar arasında bilgiye sahip olma açısından farklılıklar vardır. Bilgiye sahip olma açısından eşit değildirler (Brealey and Myers, 2003, s.137). Yatırımcılar, işletme içerisindeki kişilerden daha az bilgiye sahiptir ve hisse senetleri piyasa tarafından yanlış değerlendirilebilir (Önal, Karadeniz ve Kandır, 2007). Ortaya çıkan asimetrik bilgi diğer bir deyişle bilgi farklılığı, iç ve dış finansman kaynağı seçimini ve yeni borç veya hisse senedi ihracı tercihini etkilemektedir.

Finansal hiyerarşi teorisinde borç ve öz kaynak seçimine ilişkin hedef bir bileşim oranı yoktur. Finansal hiyerarşi teorisine göre kaynak sıralaması şu şekilde olmaktadır; işletme önce iç fonları, sonra borç kullanmayı ve en son olarak hisse senedi ihracını tercih etmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, karı yüksek olan işletmeler, iç kaynaklarına duydukları güven nedeniyle borç oranlarını daha düşük belirlemektedirler. Çünkü dış kaynak kullanımına ihtiyaç duymamaktadırlar (Copeland and Weston, 1988, s.519). Diğer yandan daha düşük kara sahip işletmeler iç kaynaklardan ihtiyaçlarını karşılayamayacakları için dış kaynaklardan borçlanmaya yönelirler (Brealey, Myers and Marcus, 1999, s.426-427).

Finansal hiyerarşi teorisinde karlı firmalar daha az borç kullanımına giderler ve yeni projeler için ihtiyaç duyulan fonu borç kullanımından veya hisse senedi ihracından karşılamazlar. Yeni hisse senedi ihracındaki isteksizlik yönetim ve hissedarlar arasında yaşanan asimetric bilgiye bağlı olmaktadır (Medeiros and Daher, 2005). Karlı işletmeler iyi yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek için sık sık optimal seviyeden daha aşağıda borç oranı kullanmayı tercih ederler. Böylelikle yarattıkları finansal fazlalıkları değerlendirmiş olurlar. Gerekğinde hisse senedi ihracı yerine bu finansal fazlalığı kullanırlar (Vasiliou , 2005).

Karlılık ile borç oranları arasındaki ters orantılı olan ilişkiyi açıklayan finansal hiyerarşi teorisinin, sermaye yapısının oluşumuna ilişkin açıklamalarını şu şekilde sıralayabiliriz; (Brealey and Myers, 1991, s.446-447);

- 1- İşletmeler dış kaynaklara kıyasla öncelikle iç kaynaklara yönelir.
- 2- İşletmeler, temettü ödeme oranlarını ortaya çıkan ya da çıkabilecek olan yatırım fırsatlarına göre uyarlamaya çalışır.
- 3-Katı temettü politikaları ile karlılıkta ve yatırım fırsatlarında ortaya çıkabilecek beklenmeyen dalgalanmalar nedeniyle yatırım için gereksinim duyulan fon miktarını iç kaynaklar karşılayamayabilir. Böyle bir durumda işletme döner varlıklarında bulunan menkul kıymetleri kullanır.
- 4- Eğer işletme dış fon kullanmak zorunda ise, güvenli olan menkul kıymetlerinin ihracını öncelikle gerçekleştirir diğer bir deyişle borçlanma yoluna gider veya karma menkul kıymetler ile bir borç politikası izleyebilir. Son tercih olarak işletme, hisse senedi ihracı ile fon ihtiyacını gidermelidir..

Bu açıklamalar ışığında işletmeler için herhangi bir hedef borç/öz sermaye oranı yoktur. İç ve dış kaynak olarak belirlenen kaynaklardan işletme tercih sırası izleyerek sermaye

yapısı oluşturulur. Finansal hiyerarşi teorisine dair açıklayıcı bilgiler ikinci bölümde detaylandırılarak verilecektir.

2. BÖLÜM: FİNANSAL HİYERARŞİ TEORİSİNİN KAVRAMSAL YAPISI

Literatür incelendiğinde, işletme finansı teorisinin temelleri Modigliani Miller'in 1958 yılında yapmış oldukları sermaye yapısının ilintisizliği görüşü ile başladığı görülmektedir.

İşletmelerin, faaliyetlerini nasıl finanse ettikleri ve nasıl finanse etmeleri gerektiği diğer bir deyişle bazı işletmelerin niye daha çok borçlandığı, bazı işletmelerin ise niye farklı finansman yolları aradığını veya finansman tercihlerini etkileyen faktörler M&M teorisi ile açıklanmaya çalışılmış olsa da, teorinin etkinlikten uzak gerçek piyasa koşullarında verimsiz kalması, bu teorinin ortaya attığı görüşlere karşı neden sorularının oluşmasına ve bu sorular doğrultusunda yeni yaklaşımların gelişmesine ortam hazırlamıştır.

Farklı borç tiplerinin risk karakterleri ve işletme varlıklarının yapısı, yüksek borç oranlarında ortaya çıkan finansal baskının varlığı ve temsili içeren maliyetlerin oluşturduğu kayıpların yaşanması işletme için spesifik bir optimal sermaye yapısının oluşturulması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Sermaye yapısını açıklamaya yönelik oluşan modern görüşlerin bazıları optimal bir sermaye yapısını savunurken, bazıları optimal bir sermaye yapısının belirlenmesi gerekliliğine inanmamışlardır (Copeland and Weston, 1988, s.442-444; Watson and Wilson, 2002).

Myers (1984) tarafından ortaya konan modern görüşlerden birisi şu şekildedir; borçlanma sonucu oluşan vergi tasarrufu ile iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki denge üzerine kurulan ve “denge teorisi” olarak adlandırılan yaklaşımdır (Frank and Goyal, 2007) Öne sürülen bu teori, optimal sermaye yapısında “denge” kavramını ortaya atar. Bu kavram yüksek borç oranlarında borcun vergi tasarrufu ile ortaya çıkan faydası ile artan temsil ve finansal baskı maliyetleri arasındaki dengeyi yansıtmaktadır.

İşletmelerin büyük çoğunluğu borç kullanmaktadır. Açık olan şey şudur; işletmelerin sadece borç kullanılması veya hiç borç kullanmaması yönündeki tercihleri değer maksimizasyonu yapmaya olanak vermeyebilir. Önemli olan nokta, maliyetler arasında kurulacak denge ile optimal sermaye yapısına ulaşabilmektir (Ghosh and Cai, 2001).

Diğer bir modern sermaye yapısı teorisi, Myers ve Majluf tarafından ortaya çıkarılan finansal hiyerarşi teorisidir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, bir işletmenin sermaye yapısı,

işletmelerin finansal ihtiyaçlarını gidermeye yönelik farklı kaynakların öncelik sırası temel alınarak oluşturulur (Frank and Goyal, 2007).

Finansmanda farklı kaynakların kullanılmasına dair yapılan ilk çalışma Donaldson (1961) tarafından gerçekleştirilmiştir. Donaldson'ın ortaya attığı görüş, işletmelerin öncelikle iç finansmanı tercih etmeleri gerekliliğinin olduğu ve dış finansman tercih etmeleri durumunda borçlanma ve sonra hisse senedi ihracı sırasının takip edilmesi şeklindedir (Saeed, 2007, s.15). Daha sonra Myers ve Majluf tarafından geliştirilen ve “finansal hiyerarşi teorisi” adını alan bu yaklaşım, işletmenin içerisindeki yani yönetim ile yatırımcılar yani işletmenin dışarısında bulunanlar arasındaki asimetrik bilgiye vurgu yapan bir teoridir. Yöneticilerin işletmenin maddi ve maddi olmayan varlıklarına dair değişik bilgilere sahip oluşu, işletmenin finansal yatırım kararları üstünde asimetrik bilginin etkisinin oluşmasına neden olur. Bu durumda yöneticiler iç finansmandan dış finansmana doğru ilerleyen bir finansal sırayı takip etmeyi tercih eder (Saeed, 2007, s.16).

Bilgi asimetrisine bağlı olarak, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar farklılıkları ve potansiyel yeni yatırımcılar ile yöneticilerin farklı beklentilerinin olması gibi nedenler, işletmeyi ilk olarak mevcut kazançlarını borca tercih etmesine yönlendirir (Ghosh and Cai, 2001). İşletmeler ilk olarak mevcut kazançlarını borca tercih ederler. Olağanüstü durumlarda dış kaynak kullanmak zorunda kalırlarsa, risklilik değerlendirmesine göre dış finansmanda öncelikle borçlanma daha sonra en son tercih olarak hisse senedi ihracını gerçekleştirilir. (Frank ve Goyal, 2007)

2.1. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Myers ve Majluf (1984) tarafından sermaye yapısı kararlarını belirlemek için yapılan çalışmalarda finansal hiyerarşi teorisinin varlığı ortaya çıkmıştır. Myers ve Majluf tarafından 1984’de bulunan ve hiyerarşik sıra teorisi olarak literatüre geçen finansal hiyerarşi teorisinin içeriğinde, işletmelerin sermaye yapısını oluşturan kararları ile işletmelerin yatırımlarını karşılamada finansman faydasını dikkate alarak verdiği finansal kararların hiyerarşik olarak alındığını gösteren bir teoridir (Medeiros and Daher, 2005).

Myers ve Majluf (1984), yatırım yapacakları varlıkları olan ve büyüme fırsatlarını değerlendirmek için ek finansman kaynağına ihtiyacı olan işletmeleri analiz etmişlerdir.

Myers ve Majluf'un (1984) vardıkları sonuç şu olmuştur; bilgi asimetrisi nedeniyle yatırımcılar varolan işletme varlıklarını ve yeni yatırım fırsatlarını doğru biçimde değerlendirme şansına sahip değildirlere. Bu nedenle yatırımcılar, işletmeler tarafından yeni yatırımlarını finanse etmek adına çıkarılan hisse senetlerini tam olarak değerleyememektedirler (Myers, 2001).

Finansal hiyerarşi teorisi, yatırımların gerçek değerini bilmemeye bağlı olarak ortaya çıkan hisse senetlerinin yanlış fiyatlandırılmasından doğar. Yanlış fiyatlandırmanın temelinde ise bilgi asimetrisinin varlığı yatmaktadır (Halov N. and Heider F., 2003).

İşletmenin dışındakiler başka bir deyişle potansiyel yatırımcılar, işletme yöneticilerine göre işletme ve işletme beklentileri ile ilgili daha az bilgiye sahiptirler. Yöneticiler bu durumdan faydalanarak yeni yatırımcıların çıkarları doğrultusunda değil kendi çıkarları doğrultusunda hareket edebilirler. Örneğin işletmenin iyi bir yatırım fırsatını değerlendirme ihtimali varsa, yönetici yeni hisse senedi ihraç ederek yatırımdan elde edilecek faydanın bölünmesini istemeyebilir. Ya da tam tersi bir durumda, işletmenin geleceğe dair zayıf bir beklentisi varsa, yöneticiler yeni hisse senedi ihracına gönüllü olabilirler. Yaşanabilecek bu tarz durumlar nedeniyle, yeni yatırımcılar için yeni hisse senedi ihracı bir sinyal etkisini yaratmaktadır. Çünkü bir işletme yeni hisse senedi ihracı yapacağına dair piyasaya bilgi verdiğinde ya da piyasa aktörleri tarafından duyulduğunda hisse senedi fiyatları da düşmeye meyilli olurlar. Bu durumda yeni hisse senedi ihracı ile fon sağlamaya çalışmak oldukça pahalı bir yöntem olarak nitelendirilir (Ghosh and Cai, 2001). Ayrıca, asimetric bilginin varlığı sonucu ortaya çıkan ters seçim faktörü nedeniyle hisse senedi ihracı arzu edilmeyen bir finansman kaynağı haline gelmektedir (Meier ve Tarhan, 2007).

Bir işletmenin , borçlanma ile piyasada yaratacağı sinyal etkisi, işletmenin hisse senedi ihracı ile piyasada yaratacağı sinyal etkisinden daha düşük olmaktadır. Çünkü borcun değeri işletmenin sahip olduğu finansal başarısına daha az duyarlı olurken, hisse senedi değeri işletmenin finansal başarısına karşı duyarlı olmaktadır (Koller, Goedhart and Wessels, 2005, s.479-480).

Myers ve Majluf, eğer bir işletmenin likit olarak finansal kaynakları süreklilik gösteriyorsa yeni hisse senedi ihracı edilmesine gerek olmadığı ve işletmenin yeni yatırımları için gereken finansmanı mevcut nakitlerden sağlaması gerektiği görüşünü savunurlar (Saeed, 2007).

Finansal hiyerarşi teorisi daha basit olarak, işletmelerin kendi nakit akışları ile yatırımlarını ve kar payı ödemelerini karşılayamadıkları zaman işletmelerin dış kaynak ihracına gitmeleri gerektiğini vurgulamaktadır (Medeiros and Daher, 2005).

Bu durumda, finansal kaynaklar bir tercih sırasına konulmaktadır. İşletme bu tercih sırasını baz alarak öncelikle fon ihtiyacını dış kaynaklara kıyasla iç kaynaklardan tedarik etmektedir. Dış kaynaklara yöneldikleri durumlarda borçlanma hisse senedi ihracına göre öncelikle uygulanmaktadır (Leary ve Roberts, 2005).

Finansal hiyerarşi teorisinde, hiyerarşik bir sıra olarak belirtilen önce iç sonra dış finansman tercihi kullanımında , işletme için tanımlanmış bir hedef borç/öz sermaye oranı mevcut değildir. Gerek iç kaynak gerekse dış kaynak kullanım miktarları dinamik bir yapıda oluşmaktadır. (Saeed, 2007)

İşletmeler finansal hiyerarşi teorisine göre, öncelikle tercih ettikleri iç kaynak olarak işletme tarafından yaratılan kaynakları veya dağıtılmayan karları kullanabilirler. Dış kaynaklarla finansmanı tercih etmek durumundaysa, önceliği borçlanmaya veren işletme riski nispeten daha düşük olan tahvil ihracını gerçekleştirirler. Ve işletme hisse senedi ihracını en sona saklayarak, finansman ihtiyacında dağıtılmayan karları ilk tercih olarak, hisse senedi ihracını son tercih olarak kullanır ve teorinin başlangıcında ve sonunda öz sermaye kullanılmış olur.

Dış finansman tercihinde önemli olan en güvenli menkul kıymetin ihracının öncelikle yapılmasıdır. Asimetrik bilginin oluşturduğu maliyetler hisse senedi ihracı için daha yüksek olmaktadır. Yöneticiler işletmenin yatırımcılar tarafından düşük değerlendirildiği zamanlarda borçlanmayı tercih ederler ve işletmenin daha yüksek değerlendirildiği zamanlarda hisse senedi ihraç ederler. Yöneticilerin bu politikayı oluşturmalarında, yatırımcıların hisse senedi ihracına kötü bir haber olarak yaklaşmaları ve hisse senedi ihraç maliyetini yükseltmeleri neden olmuştur. Eğer işletme iç kaynak kullanırsa veya düşük riskli borçlanma yolunu seçerse asimetrik bilgi problemini minimize etmiş olur (Byoun,2002).

2.2. Bilgi Asimetrisi İle Finansal Hiyerarşi Teorisi Arasındaki İlişki

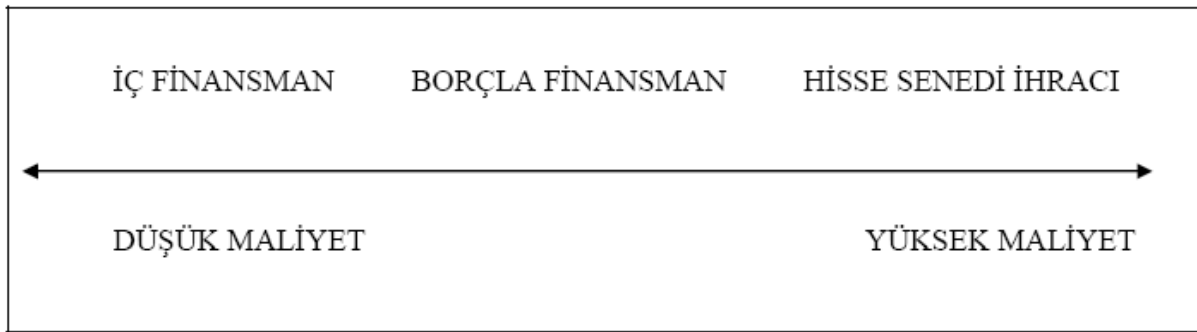
Piyasada var olan tüm aktörlerin bilgiye aynı anda, aynı şartlarda ve aynı oranda ulaşabildikleri piyasalar etkin piyasalardır. M&M bir işletmenin geleceği ile ilgili olarak yatırımcıların ve işletmenin yöneticilerinin aynı bilgiye sahip olduklarını diğer bir deyişle her aktörün simetrik bir bilgiye sahip olduğunu vurgular. Fakat gerçek piyasalarda yatırımcılar ile işletme yöneticilerinin aynı bilgiye, eş düzeyde sahip olmadıkları bilinmektedir (Brigham, 1999, s.242).

Aynı şartlarda aynı bilgiye ulaşılama durumunun ortaya çıktığı piyasalarda bilgi asimetrisinin varlığından söz edilir. Bilgi asimetrisinin söz konusu olduğu piyasalarda yaşanan bilgi akışı problemleri, piyasaların verimini düşüren bir durum oluşturur (Mishkin,1990; Şen, 2006).

İşletmelerin tam etkin piyasalarda faaliyet gösterdiği ve bilgi alışverişinde tarafların işletme ile ilgili tüm konulara hakim olduğu kabul edildiğinde herhangi bir bilgi eksikliği ortaya çıkmayacaktır. Dolayısıyla işletmelerin finansman ihtiyaçlarını gidermek için kaynak temini konusunda bir sorun oluşmamaktadır. İşletmenin iç finansman ya da dış finansman tercihi arasındaki fark çok önemli olmamaktadır. Fakat gerçek piyasalarda durum bu şekilde gerçekleşmediğinden , işletmelerin fon kaynakları tercihi için bir sıralamaya gidilmesi uygun görülür. Bu kaynak sıralaması bilgi maliyetinden en az etkilenecek şekilde bir hiyerarşiyi takip etmektedir (Mira and Gracia, 2003).

Finansal hiyerarşi teorisine göre, iyi olarak nitelendirilen işletmeler, fon gereksinimlerini karşılamak için riskli bir menkul kıymeti ihraç ettiklerinde, yatırımcılar tarafından menkul kıymetler değerinden düşük fiyatlanmaktadır (Koufopoulos, 2006). Çünkü Myers ve Majluf'a göre, işletmeler sahip oldukları fazla bilgiler ile riskli menkul kıymet ihraç ettiklerinden hisse senedini değerinin üstünde fiyatlayabilirler. Yatırımcılar yaşanan asimetric bilgi probleminden kaçmak adına hisse senedi ihracının yapılacağı duyulduğunda işletmenin hisse senedi değerini belirlenen fiyatın altında değerlendirme yolunu seçmektedirler. Yöneticiler, yatırımcılar tarafından yapılmak istenen fiyat indirimi tahmin ederler ve böyle bir durumla karşılaşmamak adına hisse senedi ihracı ile fon sağlayarak kaynak yaratıp yatırım fırsatlarını değerlendirmekten vazgeçebilirler. Yatırım fırsatlarından vazgeçmemek için yöneticiler asimetric bilgi sorunu içermeyen iç kaynakları daha sonra riski düşük olan borç ile finansmanı uygularlar (Fama and French, 2000).

Asimetrik bilgi ile finansman ihtiyacında kullanılacak fon kaynakları arasında asimetrik bilgi maliyeti ve fon kaynaklarının risklilik dereceleri göz önüne alınarak şekil 2.1.'deki ilişki ortaya çıkmaktadır. İç kaynakların kullanımı, dış kaynakların kullanımına kıyasla daha düşük maliyetlidir. Dış kaynak kullanımında ise hisse senedi ihracı daha yüksek bir maliyete sahiptir. Borçlanma durumunda ise hisse senedine kıyasla daha düşük maliyet söz konusudur ve hisse senedi ihracı ile borçlanma arasında bir risk karşılaştırılması yapıldığında, borcun riski daha düşüktür. Hisse senedi ihracında asimetrik bilgi maliyetinin varlığı da en yüksek düzeyde hissedilmektedir.

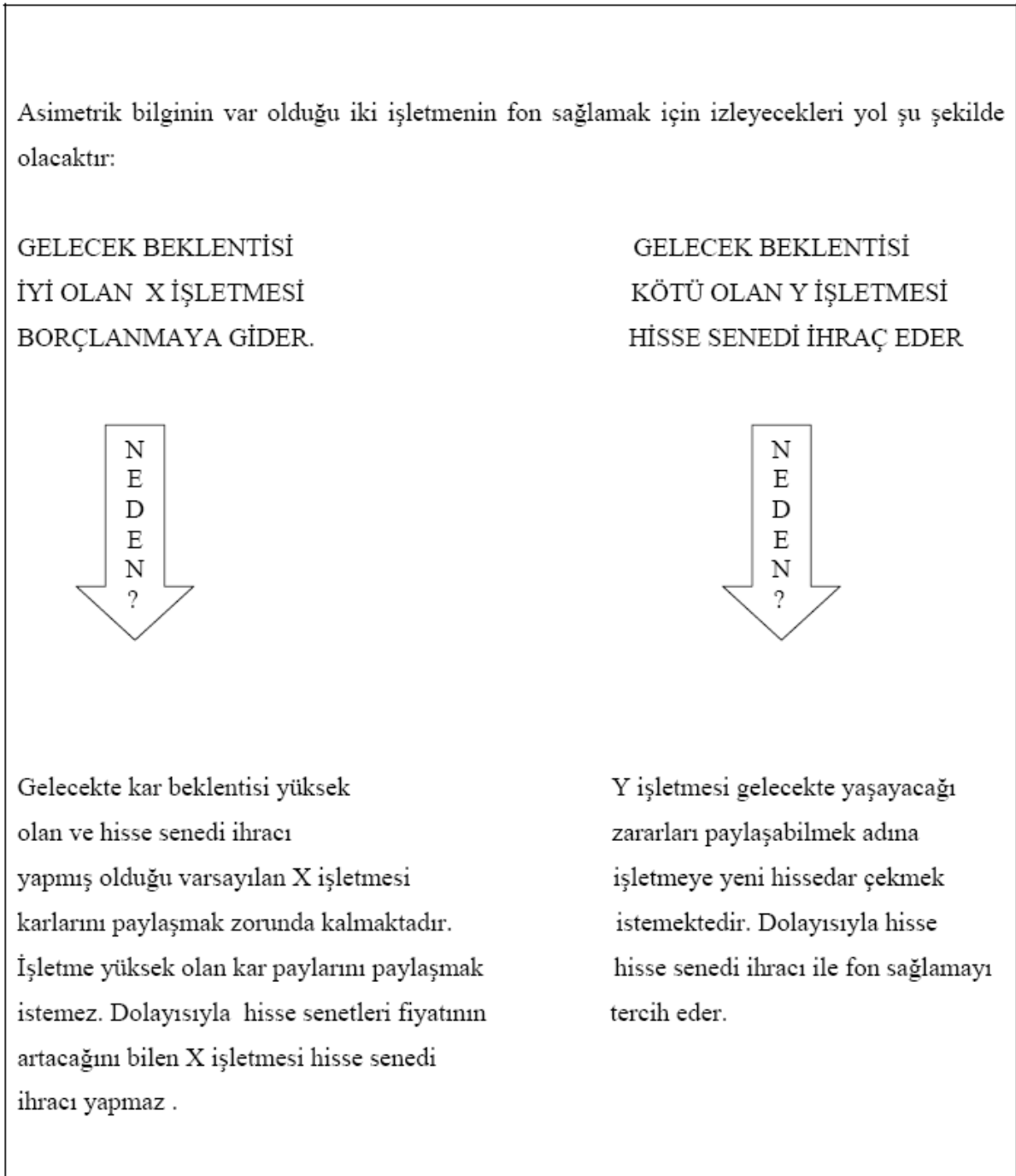


Şekil 2.1 Asimetrik Bilgi Maliyeti ve Fon Kaynakları (Kaynak: Lu, 2007, 25-31)

Şekil 2.1.'de çizginin üst tarafında işletmenin kullanabileceği kaynak tipleri yer alırken, şeklin alt tarafında asimetrik bilginin, kullanılacak olan finansman kaynağı tiplerine göre oluşturduğu sorunun maliyeti gösterilmektedir. Bu durumda asimetrik bilgi maliyetinin varlığı iç finansman ile kaynak yaratıldığı durumlarda sorun teşkil etmezken, hisse senedi ihracı ile kaynak yaratıldığı durumlarda işletmelerin sık karşılaştığı bir maliyet problemi oluşmaktadır (Lu, 2007, s.25-31).

Finansman kaynaklarının sıralanması, bilgiye olan duyarlılıkları nedeniyle değişmektedir. Bilgiye karşı duyarlılığı olmayan iç kaynak, bilgiye karşı duyarlılığı zayıf olan borçlanma ve bilgiye karşı duyarlılığı yüksek olan hisse senedi ihracıdır.

Bu sıralama finansal hiyerarşi ile asimetrik bilgi ilişkisine göre oluşturulmuş olsa da; bazı çalışmalarda hisse senedi ihracı ile kaynak yaratmanın, borçlanma ile kaynak yaratmaya göre baskın olduğu gösterilmektedir. Fama ve French(2002) tarafından yapılan bir çalışma da asimetrik bilgi problemi yaşayan küçük işletmelerin daha çok borç bulma kapasitesi olduğu bilindiği halde hisse senedi ihracıyla fon sağlamayı tercih ettikleri saptanmıştır (Koufopoulos, 2006).



Şekil 2.2 Asimetrik Bilgi Problemi

Asimetrik bilgi beraberinde iki sorunun oluşmasına neden olmaktadır. Bunlardan biri ters seçim problemi bir diğeri ise ahlaki yıpranmadır. Finansal hiyerarşi teorisinin uygulanmasına daha çok sebebiyet veren sorun bu iki problem arasından ters seçim problemidir.

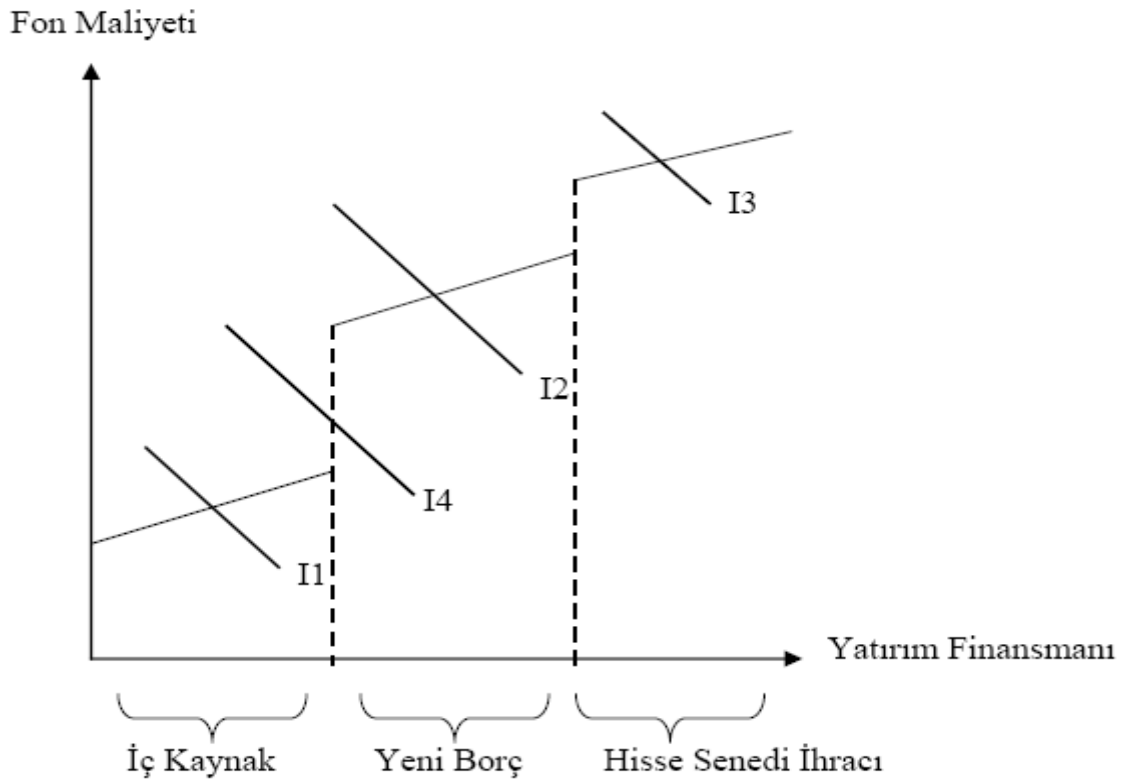
Ters seçim probleminde, borç temin etmeye çalışan en istekli işletmenin, potansiyel kötü borçlu olduğu yani finansman ihtiyacını karşılamak için ödünç aldığı borçlar karşısında yükleneceği sorumlulukları yerine getiremeyecek olan ve borçlarını zamanında

ödeyemeyecek olan işletmelerin olduğu düşüncesi oluşmaktadır. Ters seçim probleminin var olduğu durumlarda, aldığı borcu geri ödeme kapasitesi zayıf olan işletmelere kredi verilmiş olur. Böylece, borcu geri ödeme oranı düşük olan bir işletme, borca karşılık yüksek faiz oranlarını ödemeyi kabul ederek borcu almaya çalışır. Yüksek faiz oranları ile borç almaya istekli olan işletmelerin riskinin en yüksek olduğu kabul edilir (Akerlof,1970).

Akerlof'un 1970 yılında yapmış olduğu çalışmasında borç verecek olan işletmelerin, borç vereceği işletmeler için iyi işletmeler ile kötü işletmeler ayrımını yapamaması sonucu yüksek faiz ile borç vermeye çalışması ve bunu da kötü işletmelerin kabul etmesi nedeniyle iyiyi seçmek isterken kötüye yönelme durumuna "limonlar problemi" olarak adlandırmıştır (Akerlof,1970).

Finansal hiyerarşi teorisini uygulamak isteyen bir işletme, iç kaynaklarını tükettiği zaman finansman kaynağı sağlamak için dış finansmana yönelmek zorunda kalır. İşletme ilk olarak borç kullanmaya istekli bir işletme haline gelmektedir. Borç verebilecek durumda olan işletmeler, borç almak isteyen işletmelerle ilgili simetrik bir bilgiye sahip olmadıkları için ters seçim problemini yaşarlar ve borç vermeye eğilimli olmayabilirler. Bu tür işletmeler borç vermeye istekli olmasalar dahi, finansman kaynağı arayan işletmeler için dış finansman kaynakları arasında maliyeti düşük olan, borçlanma ilk tercih olacaktır.

Sonuç olarak finansal hiyerarşi teorisinde ortaya çıkan asimetric bilgi problemi dış finansmanda, hisse senedine ihraca kıyasla borç kullanımını daha ucuz bir kaynak haline getirmektedir. Şekil 2.3.'de görüldüğü gibi bir yatırımı gerçekleştirmek için, işletmeler öncelikle en ucuz kaynak olarak iç kaynaklarını sonra borçla finansmanı ve son olarak hisse senedi ile finansmanı tercih etmektedirler.



Şekil 2.3 Finansal Hiyerarşi Davranışı (Kaynak: Remonola, 1990, s.35)

İşletmenin yapacağı yatırım düşük bir fonla yapılabilir ise (I1), işletme yatırımın tamamını iç fonları ile yapabilir ve kalan naktini borçlarını kapatmakta kullanabilir. Daha güçlü bir fona ihtiyaç duyan bir yatırım mevcutsa (I2) işletme tüm naktini yatırıma kullanır ve gereken diğer kısım için borç kullanımına başlar. Hala yüksek bir fona gereksinimi olan bir yatırım var ise (I3), işletme iç finansman, borçla finansman ve hisse senedi ihracı ile finansmanı kullanır. Böyle bir durumda dahi işletmelerin hisse senedi ile finansmana yaklaşımları pek yaygın değildir. Yatırımın (I4)'teki gibi olduğu durumlarda, iç finansman ile dış finansman arasındaki maliyet farkı düşüktür. Böyle durumlarda yatırımın finansmanının nakit akışı ile karşılanmasına çalışılır. Yatırımdan beklenen getiri, nakit akışı ile finansman yapıldığı takdirde yeterli bir orandaysa, her borçlanma ile bu oran düşecektir.

2.3. Finansal Hiyerarşi Teorisinin İşleyişi

Optimal sermaye yapısı teorisine karşı ileri sürülen teorilerden biri olan, öncelikle iç kaynakları daha sonra dış kaynak kullanımını ileri süren finansal hiyerarşi teorisinin işleyiş sırası şu şekilde gerçekleşir; (Brealey and Myers, 1991, s.446-448, Myers, 1984);

1. İşletmeler öncelikle iç finansmanı diğer bir deyişle oto finansmanı tercih ederler.
2. İşletmelerin hissedarlara yapacağı kar payı ödemeleri katı bir şekilde devamlılık arz etse de, yani değişkenlik göstermese de , işletmeler yatırım fırsatları karşısında kar payı ödeme oranlarında değişime gidebilirler. Böyle bir durumda işletme elde bulundurduğu nakitleri yatırım fırsatlarında değerlendirerek, kar payı ödeme oranlarını düşürebilir.
3. İşletmenin gerek ödeme yapacağı sabit kar payı miktarları gerekse yatırım politikalarında ve işletme karlılığında gerçekleşen ani dalgalanmalar nedeniyle kullanılacak iç fonlar gerekenden az yada çok olabilir. Eğer ihtiyaç duyulan fon tutarından daha az iç kaynak var ise işletme döner varlıklarında bulunan menkul kıymetleri fon kaynağı olarak kullanabilir.
4. Eğer işletme dışarıdan finansman yoluyla kaynak sağlama yoluna gitmek durumunda ise işletme en güvenli olan menkul kıymet ihracını ilk adımda gerçekleştirir. Diğer bir deyişle dış kaynak kullanmaya başlayacak olan bir işletme öncelikle borçlanmayı gerçekleştirir, sondaki adımda hisse senedine dönüşebilir tahvil ya da karma menkul kıymet kullanımına gidilir ve en son seçenek olarak da işletme hisse senedi ihracını gerçekleştirir. İşletme için kaynak ihtiyacını gidermesi adına belirlenmiş bir hedef borç/öz sermaye oranı yoktur. Dışarıdan finansman seçeneğinde zaten iki tip kaynak bulunurken, işletme için iç finansman kaynağı ile toplamda tercih edebileceği üç tip kaynak mevcuttur.

Finansal hiyerarşi teorisinin, tanımlanmış bir optimal/hedef borç oranı olmadığını belirtmiştik. Borçtan doğan vergi kalkınının çekiciliği veya ortaya çıkabilecek finansal baskı tehdidin oluşabilme ihtimali finansal hiyerarşi teorisinde ön planda tutulmaz. Kullanılacak olan borç oranı, nakit akışlarında oluşabilecek bir dengesizlik veya kar payı ödemeleri ile yatırım fırsatlarında ortaya çıkan bir değişiklik nedeniyle değişime uğrayabilir (Shyam-sunder and Myers, 1999). Yukarıda açıklanan finansal hiyerarşi teorisinin işleyişi, teorinin odaklandığı üç yaklaşımı temel alır. Bunlardan ilki, kar payı

ödemelerinin katı bir biçimde yapılmasıdır. İkinci olarak, öncelikle işletmelerin iç kaynak tercihi ile fon sağlanması, son olarak hisse senedi ihracı ile fon sağlanmasıdır. Sonuncu olarak ise, iç fon kullanan işletme yöneticilerinin, yatırımcılarla muhatap olması engellenir (Brealey and Myers, 1991, s.446-447). Finansal hiyerarşi teorisinin belirlenmiş bir hedef kaldıraç oranının olmaması nedeniyle sermaye yapısı teorilerinden olan denge teorisi ile taban tabana zıt görüşlere sahiptir. Denge teorisinde vergi kalkını olarak yansıtılan borcun yaratacağı avantaj ile temsil maliyeti ve finansal baskının yaratacağı dezavantajlar arasında bir denge kurmak adına hedef borç oranı mevcuttur. Finansal hiyerarşi teorisinde ise tam tersi bir durum vardır ve kesin bir hedef oran yoktur. Her işletme kendi kaldıraç oranını finansal ihtiyaçlarını temel alarak oluşturur. Finansal hiyerarşi davranışı sergileyen işletmeler ilk olarak iç kaynak tükettikleri için borç oranları düşük kalmaktadır. Ama ek nakit ihtiyacı duyulduğunda borçla finansı kullanan işletmelerin borç oranı artacaktır. Bunun yanında borç kapasitesi tükenmiş bir işletme teoriye uygun olarak hisse senedi ihracı yapmak zorundadır. Mevcut projelerin gerektirdiği fon ihtiyacına göre kaldıraç miktarları farklılık göstereceği için, finansal hiyerarşi teorisine bir hedef oran belirlemeye çalışmaz (Ross, Westerfield and Jaffe, 2005, s.450-453).

2.3.1. Finansal Hiyerarşi Teorisinde Borçlanmayı Öncelikli Kılmaya İtebilecek Nedenler

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarını oluştururken, işletmelerin kaynaklar arasında yapacağı seçimi etkileyen nedenler vardır. Bu nedenler işletmenin kendi yapısından kaynaklanabileceği gibi dışsal etkenlerde olabilir. Finansal hiyerarşi teorisine kapsamında ortaya çıkan finansal tercihler iç kaynak ile fon sağlama, borçlanma yolu ile fon sağlama ve hisse senedi ihracı ile fon sağlama şeklindedir. Fon sağlamak için iç kaynağı tükenen işletmelerin hisse senedi ihracına kıyasla borçlanma yolu ile finansmanı tercih etmesine neden olabilecek faktörler aşağıdaki şekilde olabilir;

- Satışların Sürekliliği; Satışlarının sürekliliği devam eden bir işletmenin gerek işletmenin sahip olduğu düzenli satışlarından kaynaklanan güveni gerekse piyasanın işletmeye güveninin olması işletmenin finansman ihtiyacını gidermek için önceliği borç kullanımına vermesine neden olur. Düzenli satışlarından doğacak olan düzenli getirilere sahip olacak işletme borcun işletmeye yükleyeceği sabit yükümlülükleri yerine getirmede sıkıntı çekmeyecektir. Dolayısıyla satışlardaki düzenlilik borç kullanımı ile doğru orantılıdır.

- Varlıkların Yapısı; Borç veren işletmeler için bir işletmenin varlıklarının büyüklüğü ve yapısı bir güven göstergesi olarak algılanmaktadır. Dolayısıyla borç almak isteyen bir işletme maddi varlıklarını teminat göstermek suretiyle kolaylıkla borçlanabilir.

- Vergiler; Borç kullanımında işletmelerin ödemekle yükümlü oldukları faiz giderleri vergi matrahından düşülebilir olması nedeniyle işletmeler için önem arz eder. Dolayısıyla borç kullanan bir işletme vergi avantajından yararlanacaktır. Dolayısıyla borçlanmayı hisse senedi ihracına göre öncelikle tercih eder.

- Kontrol; İşletmelerin yeni hisse senedi ihrac etmesi durumunda, işletmeye katılacak yeni hissedarlar nedeniyle kontrol bölünebilir. Fakat borç kullanımında yönetimin kaybedilme riski yoktur. Diğer yandan işletmenin borç kullanması işletme adına aşırı bir risk getiriyorsa ve işletmenin alacağı borçların sorumluluğunu yerine getiremeyeceği anlaşılıyorsa, işletme hisse senedi ihracını tercih etmek durumunda kalmaktadır.

- İşletmenin içsel Durumu; İşletmenin asimetric bilgi problemi nedeniyle sadece kendisinin bildiği içsel koşulları da önemlidir. Örneğin işletmenin gelecek ile ilgili olumlu beklentileri mevcutsa fakat bu gerçekleşmeyen durumlarla ilgili beklenti işletme hisse senedi fiyatlarına yansımamışsa işletme borçlanma ile fon ihtiyacını gidermeyi tercih eder (Brigham, 1999, s.246-250).

- Maliyet; İşletmeler menkul kıymet ihracından doğacak maliyetler nedeniyle diğer bir deyişle ortaya çıkacak işlem maliyetleri nedeniyle hisse senedi ihraç etmek yerine borçlanmayı öncelikle tercih etmektedirler (Fama and French, 2005). Vergi avantajı da dikkate alındığında hisse senedi ihracına kıyasla borçlanma daha ucuz bir kaynaktır.

2.3.2. Borçlanma veya Hisse Senedi İhracına Karşı Piyasanın Tepkisi

Yeni bir borçlanmanın gerçekleşeceğinin duyurulması genellikle piyasa tarafından pozitif bir işaret olarak algılanır. Borçlanmayı yapan işletme, faaliyetlerini gelecekte de gerçekleştirmeye devam edeceğinin bir göstergesi ile piyasa tarafından daha güçlü algılanır. Finansal hiyerarşi teorisine göre, işletmeler borç kapasitelerini yükseltmelidir. İşletmeler yatırımlarını fonlamak için, yeterli karları olduğunda bu fonları borç kapasitelerini arttıracak şekilde kullanılmalıdır (Lemmon and Zender, 2004).

Yeni hisse senedi ihracının gerçekleşeceğini duyurulması genellikle piyasa tarafından negatif bir işaret olarak algılanır. Yatırımcılarda ve piyasada, işletme hisse senetlerinin fiyatlarına aşırı değer biçildiği duygusu uyanır. Yeni hisse senedi ihracının yapılacağı duyurulması, işletmenin hisselerinin fazla değerlendirildiği düşüncesi ile düşük fiyatlandırılmaktadır. Bu nedenle hisse senedi ihracı işletmeler tarafından tercih edilen bir finansman kaynağı değildir (Ekeroth and Wahlberg, 2006, s.31-35).

Diğer yandan asimetrik bilgi nedeniyle fon kaynakları arasında eşitlik yoktur. Bunun nedeni bir işletmeye fon sağlamak isteyen yatırımcıların, fon sağlayacakları işletme ile ilgili net bir bilgiye sahip olmamaları nedeni ile yatırımcılar, geleceği kötü olabilecek bir işletmeyi fonlama korkusuna kapılabilirler. Ortaya çıkma ihtimali olan kayıpları karşılamak amacıyla satın alacakları işletmelerin hisse senetlerine fiyat verirlerken bu fiyatın içine bir de prim koyarlar. Bu prim limonlar primi (lemons premium) olarak adlandırılır ve dış fonların maliyetlerinin yüksek olmasının nedenlerinden biri olarak gösterilir (Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, 2002). Borç yada hisse senedi ihracı ile fon bulmak durumunda kalmayan işletmeler, yatırımcılardan fon temin etme yoluna gitmedikleri için yatırımcıların işletme ile ilgili duyacakları şüphe veya endişe ile ilgili problemlerle karşılaşmayacaklardır. Yatırımcıların borç ve hisse senedi ihracı yapan işletmelere karşı fiyatlandırmaları ile ilgili korkuları olduğu halde, bu korku hisse senetleri ile ilgili daha fazla olmaktadır. İşletmeler açısından borçlanma, hisse senedi ihracı ile karşılaştırıldığında nispeten daha düşük riske sahiptir (Ross, Westerfield and Jaffe, 2005, s.450-453).

2.4. Finansal Hiyerarşi Teorisinin Açıklanmasında Kaldıraç İle Bazı Finansal Değişkenlerin İlişkisi

2.4.1. Karlılık

Karlı işletmelerin finansal fazlalıkları da fazla olmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre, işletmeler bu fazlalığı eritmek adına fon ihtiyaçlarını iç kaynaklardan karşılamayı tercih ederler. Karlılık ile kaldıraç arasında finansal hiyerarşi teorisi çerçevesinde negatif bir ilişki mevcuttur. Karlılığı artan işletmeler borç kullanımını azaltma yolunu seçmektedirler (Lu, 2007, s.33). Finansal fazlalığı olan işletmeler dış fonlara gereksinim duymadıkları için düşük borç oranlarına sahip olurken, karları düşük işletmeler yeterli kaynak yaratamadıkları için borçlanmak zorunda kalırlar (Vasiliou, Eriotis and Daskalakis, 2005). Başka bir deyişle,

finansal açığı fazla olan işletmeler borç oranlarını arttırırken, finansal fazlalığı olan işletmeler borç oranlarını azaltırlar (Saeed, 2007). Yapılan çalışmaların çoğunda, karlılık ile kaldıraç arasındaki ilişki negatif yönlü bulunmuştur. Fama ve French (2000) ve Myers (1984) kaldıraç ile karlılık arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Baskin (1989), Friend ve Lang (1988) ve Kester (1986) yaptığı çalışmalarda, karlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin varlığından bahsederler. Rajan ve Zingales (1995) ve Wald (1999), karlılık kaldıraç ilişkisini Japonya, Amerika ve İngiltere’de yaptıkları çalışmalarda incelemişler ve çalışmalarda Finansal hiyerarşi teorisini destekleyen karlılık ve kaldıraç arasında negatif ilişki bulmuşlardır (Vasiliou, Eriotis and Daskalakis, 2005). Karlılığı düşük olan işletmeler, pozitif net bugünkü değeri olan yatırım fırsatları için eğer zayıf nakit akışları varsa dış kaynak kullanımına daha istekli olurlar (Tong and Green, 2005). Finansal hiyerarşi teorisinin kaldıraç ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğu yaklaşımına karşıt görüşlerde vardır. Jensen (1986), karlı işletmelere, borç verenlerin daha fazla borç vermeyi isteyecekleri ve dolayısıyla karlı işletmelerin daha kolay borç bulabileceklerinin bununla bağlantılı olarak karlılık ile borçlanma arasında pozitif bir ilişkinin olacağını belirtmiştir.

Finansal Hiyerarşi yaklaşımına uygun olarak, karlı işletmelerin borç oranlarını düşük tutması, işletmelerin borçlanmanın vergi kalkını avantajından yararlanmak isteyeceği görüşü ile uyuşmamaktadır (Megginson, 1997, s. 338-340).

2.4.2. İşletme Büyüklüğü

Finansal hiyerarşi teorisinin farklı büyüklükteki işletmeler açısından geçerliliği konusunda farklı görüşler mevcuttur. Yapılan bazı araştırmalar teori ile büyük işletmelerin daha uyumlu olduğunu ileri sürerken, bazı araştırmalar teorisinin küçük işletmelere daha uygun olduğunu savunmuştur. Rajan ve Zingales (1995)’de yaptıkları çalışmada büyük işletmelerin daha karışık yapıları olduğu ve bu yüzden asimetrik bilgi probleminden kaynaklanan maliyetlerle karşılaştıkları sonucuna varmışlardır. Bu nedenden dolayı büyük işletmeler daha az dış kaynak kullanmak durumunda kalırlar.

Büyük işletmeler daha kompleks işletmelerdir ve bilgi asimetrisinin oluşturduğu maliyet daha fazladır ve işletmeler için dışarıdan finansmanı arttırmak daha zordur ve iç finansmana yönelirler. Bu nedenle, büyüklük ve kaldıraç arasında negatif bir ilişki vardır (Tong and Green, 2005). Buna karşılık, Frank ve Goyal (2003), finansal hiyerarşi teorisini

kapsamlı bir veri seti ile araştırmıştır ve büyük işletmelerin, küçük işletmelere göre daha fazla finansal hiyerarşi teorisine uygun davranış gösterdiklerini bulmuştur.

Fama ve French (2002) tarafından yapılan çalışmada, büyük işletmelerin daha az değişkenlik yaşadıklarını ve bu nedenle daha yüksek kaldıraç oranlarına sahip oldukları belirtilmiştir. Büyük işletmelerin finansal ve işlevsel olarak güçlü olduğu ve iflasa gitme ihtimallerinin zayıf olduğu düşünülür. Bu tarz işletmelerin bankalar ile uzun ve güçlü ilişkileri mevcuttur. Bu yüzden borç bulma imkanları geniş olmaktadır. Hem asimetrik bilgi, hem de asimetrik bilginin doğurduğu ters seçim problemi nedeniyle hisse senedi ihracı son seçenektir. Küçük işletmeler için bankadan borç bulmak daha zor olmaktadır. İyi yatırım fırsatlarından vazgeçmemek için ve büyümeyi desteklemek için, işletmeler dış finansman kaynağı olarak eğer durumlar uygunsa hisse senedi ihracı yapmaya istekli olabilirler (Chen and Strange, 2005).

Farklı çalışmalarda küçük işletmelerde finansal hiyerarşi teorisinin daha çok uygulandığı ortaya konmaktadır. Berger ve Udell (1995) tarafından yapılan bir çalışma da , asimetrik bilgi probleminin büyük işletmelere göre küçük işletmelerde daha sert yaşandığını belirtmişlerdir. Büyük işletmelerin daha düşük bilgi asimetrisiyle karşılaşması daha düşük hisse senedi ihraç maliyeti demektir ve finansal hiyerarşi teorisi ile negatif bir ilişkiye sahip görünmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre küçük işletmelerde daha fazla asimetrik bilgi potansiyeli mevcuttur (Jong, Verbeek and Verwijmeren, 2007).

Finansal Hiyerarşi teorisinin açıklanmasına yönelik araştırmalarda genelde büyük işletmeler örneklem olarak kullanılmıştır. Finansal hiyerarşi teorisinin temelini oluşturan asimetrik bilgi küçük işletmelerde daha yoğundur. Büyük işletmelerle, küçük ve yeni kurulmuş olan işletmeler karşılaştırıldığında da küçük ve yeni kurulmuş işletmelere yatırım yapacak potansiyel yatırımcının işletmenin geçmişiyle ilgili daha az veriye sahip olması işletme ile ilgili doğru değerlendirme yapmasına engel olur. Dolayısıyla hisse senedi ihracının tercih edilmesi beklenen bir durum değildir. Ayrıca küçük veya yeni kurulmuş işletmelerin başlangıcında işletme sahibi, işin patronu olma duygusu ile işletmeyi kurar. Bundan dolayı işletme sahipleri yönetimdeki kontrolün dağılmasından korktukları için hisse senedi ihracına sıcak bakmazlar. Onun yerine iç kaynaklar tükendikten sonra borçla finansmanı tercih ederler (Paul, Whittam and Wyper, 2007).

Bu açıklamalar doğrultusunda temelde birbirine zıt iki görüş ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan görüşlerden biri Titman ve Wessels'in (1988) ortaya koyduğu büyüklük ve kaldıraç

arasında pozitif bir ilişkinin varlığı ve işletmelerin büyük olmasından dolayı iflas maliyetlerinin meydana gelme olasılıklarının düşük olması, dış kaynak tercihinde önceliği borçla finansmanı tercih ederek finansal hiyerarşiyi takip ederler.

Büyüme, küçük işletmelerde gözlemlenebilen bir özelliktir. Halbuki büyük işletmelerde çoğunlukla sabit kaldığı kabul edilir. Bu nedenle büyük işletmeler borç kullanmaya daha meyillidir. Bu düşünceye iten nedenler şu şekildedir; öncelikle büyük işletmelerin piyasa değeri göreceli olarak sabit kalmaktadır. Bu nedenle çok riskli değildirler. İkinci olarak büyük işletmeler ile ilgili bilgilere kamu da sahip olduğu için bilgi asimetrisi yaşanmaz ve büyük işletmeler borç analistleri için borç verilebilir güvenli işletmelerdir. Üçüncü olarak büyük işletmelerde faaliyet çeşitlendirilmesi olduğu için genelde riskleri daha düşük olmaktadır. Son olarak büyük işletmeler bu nedenlerden dolayı daha düşük faiz oranları ile borç kullanma imkanını yakalayabilirler (Deesomsak, 2004). Bu görüşler Marsh (1982) ve Bennett ve Donnelly (1993) yaptıkları çalışmalarla desteklemiş ve büyük işletmelerin daha fazla borç kullandığını göstermiştir.

Vasiliou (2005)'de Yunan işletmeleri üzerinde yaptığı çalışmada, Yunan işletmelerinin borç oranı ile varlık yapısı ve büyüklüğü pozitif bir ilişki bulunmuştur. Duran maddi varlığı fazla olan Yunan işletmelerinin, küçük işletmelere göre yüksek borç oranları vardır (Tong and Gren, 2005).

2.4.3. Büyüme Fırsatları

Büyüme fırsatları ile kaldıraç arasında karmaşık bir ilişki mevcuttur. Titman ve Wessels (1988) , Chung (1993) ve Barclay (1995) yaptığı çalışmalarda kaldıraç derecesi ile büyüme fırsatları arasında negatif bir ilişki olduğu sonucu çıkmıştır. Fama ve French'in (2002) yapmış olduğu çalışmada, finansal hiyerarşi teorisi büyüme fırsatları ile kaldıraç arasında (özellikle kar payı ödeyen işletmeler için) negatif bir ilişki saptanmıştır. Kester (1986) yaptığı çalışmada ise negatif ilişkiyi destekleyen bir görüş sunmaz. Myers (1984)'in çalışmasında, asimetrik bilgi problemine bağlı olarak işletmelerin hisse senedi ihracı yapacağı duyulduğunda , hisse senedi değerlerinin düşecek olması ve bu durum nedeniyle pozitif net bugünkü değerli projelerin yeni hisse senedi ihracı ile finanse edilemeyeceği öncelikle iç kaynakların tüketilmesi gerektiği, daha sonra borçla finansmanın kullanılması gerektiği savunmuştur. Dolayısıyla Myers (1984)'e göre , kaldıraç ve büyüme fırsatları arasında pozitif bir ilişki vardır.

Önemli büyüme fırsatlarına sahip bir işletme sermaye yapısında daha az borç kullanmayı tercih edebilir. Diğer yandan, gelecekte işletme değeri sabit kalacağı bilinen bir işletmenin nakit akışları tahmin edilebilir niteliktedir ve sermaye ihtiyaçları, büyüme potansiyeli daha fazla olan bir işletmeye göre borç ile kolayca finanse edilebilir.

2.4.4. Maddi Duran Varlıklar

Maddi duran varlıklar, kredi verenlerin kendilerini güvence altına almak istemeleri nedeniyle teminat olarak gösterilmektedir. Böylelikle borç verenler daha kolay olarak borç verme eğilimi içinde olurlar (Lu, 2007). Maddi duran varlıklar ile, borç verenlerin riskini azaltması ve teminat gösterilmesinden dolayı, kaldıraç arasında pozitif yönde bir ilişki mevcuttur. Maddi duran varlıklara sahip olan bir işletmenin borç seviyesi de yüksek olmaktadır (Saeed, 2007).

Bradly, Jarrel ve Kim (1984) , yaptıkları çalışmada borç ile teminat gösterilecek maddi duran varlıklar arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Fama ve French'in belirttiği gibi büyük işletmeler güçlü işletmeler olmakla birlikte büyük işletmelerin fazla maddi duran varlıkları vardır ve bu doğrultuda borç miktarları fazladır (Saeed, 2007). Rajan ve Zingales (1995) ile Frank ve Goyal'de (2003) işletmelerin borç alma kapasitesinin teminat göstereceği varlıklara bağlı olduğunu belirtmişlerdir.

2.4.5. Kar Payı Dağıtımı

Myers'in (1984) belirttiğine göre, finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin niçin kar payı ödediklerine bir açıklama getiremez. Ama işletmeler, bazı nedenlerden dolayı kar payı ödemeyi tercih ettiği durumlarda, finansal hiyerarşi teorisinin bulguları kar payı kararlarını etkiler. Karlı duran varlıkları az olan, fazla bir yatırım beklentisi olmayan ve kaldıraç oranı yüksek olan işletmeler için , hisse senedi ihracı ile yatırımları finanse etmek daha maliyetli olduğundan kar payı ödemeleri çekiciliklerini yitirmiş durumdadırlar.

Böylece, diğer faktörler kontrol altında iken, karlı işletmeler kazançlarından kar payı öderler. Ama ödeme oranı yatırım fırsatları ve kaldıraç ile negatif ilişkilidir. Myers (1984) kısa vadede, bilinmeyen nedenlerden dolayı katı kar payı ödemeleri olduğunu öne sürmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, yatırım beklentisi fazla olan işletmelerin hedef kar payı ödemeleri daha düşüktür (Fama and French, 2002).

Finansal hiyerarşi teorisi, kar payı ödemelerine kesin bir açıklama getirmemektedir. Fakat Baskin (1989) teoriiyi, Lintner (1956) 'in kar payı modeli ile kaldıracı ilişkilendirerek değerlendirmiştir. Linther'e (1956) göre işletmeler uzun dönemde kar payı ödeme oranlarını kazançları ile ilişkilendirmelilerdir. Kısa dönemde yıllar itibariyle düzenli olunmalı ve keskin değişimlerden kaçınılmalıdır. Bu yüzden geçmişte yüksek kar payı ödemelerinin sürdürülmesi şunu göstermektedir; karlı yatırım projeleri için kar payı ödemeleri azaltıldığında, dış finansman tercihi düşük olur. Finansal hiyerarşi teorisinde yüksek kar payı ödeyen işletmelerin bünyesinde daha az finansal fazla olduğunu ve bu yüzden yüksek kaldıraçta sahip olduğunu belirtir. Baskin (1989) geçmiş kar payı ödemeleri ile cari kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığından bahsederek finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.

2.4.6. Finansal Açık/Finansal Fazlalık

Bir işletmenin finansal açığı olduğu durumlarda, işletme dış finansman yollarına yönelmek zorunda kalır. Bu durumda öncelik borç, daha sonra güvenli menkul kıymet ihracı ve son olarak hisse senedi ihracını gerçekleştirerek fon sağlamaktır. Bu durumda finansal açık ile finansal hiyerarşi teorisi arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur (Shyam-Sunders and Myers, 1999). Eğer işletmenin, bu durumun tam tersi olarak, bünyesinde yeterli finansal fazlalığı mevcutsa, pozitif net bugünkü değere sahip tüm yatırımlarını veya finansal ihtiyaçlarını bu fazlalıktan karşılayabilir.

Finansal açığı olan işletmelerin borç oranı yukarı doğru bir artış gösterirken, finansal fazlalığı olan işletmelerde bu oran tam tersi bir eğilim içindedir.

Finansal fazlalık, mevcut nakit ve satılabilir menkul kıymetleri olan ve ayrıca kullanılmamış borç kapasitesi olan işletmelerdir. Yeterli finansal fazlalığı olan işletmeler finansal hiyerarşi teorisine göre borçlanmaya gerek duymazlar veya fon bulmak için asla hisse senedi ihracı yapmazlar. Çünkü finansal fazlalık beraberinde finansal esnekliği de getirmektedir (Megginson, 1997, s. 338-340).

Finansal hiyerarşi teorisi, işletmelere dinamik bir yapıda sermaye yapısı oluşturabilmelerine olanak verir. İşletmeler hedef borç/sermaye oranına sahip olmayarak finansal hiyerarşi teorisi ile sermaye yapısı kararlarında esnek davranabilirler (Copeland and Weston, 1988, s.88). Bir işletmenin sermaye yapısı, o işletmenin iç nakit akışları ve mevcut yatırım fırsatlarından doğan pozitif net bugünkü değerleri tutarlarının bir fonksiyonudur.

Finans yöneticileri, işletmelerin uzun vadede piyasada yer almalarını sağlamak adına işletme sermaye yapısını oluşturmada bir finansal esneklik sağlamaya çalışırlar. Karlı olan işletmeler sahip oldukları finansal fazlalık, finansal esnekliğe ve uzun vadeli bir işletme ömrüne olanak verir (Liesz, 2001).

2.4.7. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Yüksek kaldıraçta sahip olmaları nedeniyle finansal baskı yaşayan işletmelerin hisse senetleri daha düşük değerlendirilmektedir. Çünkü riskin beraberinde getirdiği finansal baskının da fiyatlandırılması gerekir (Fama and French , 1993). Bu nedenle, yüksek kaldıraç oranı ile piyasa değeri/defter değeri düşük olmaktadır. Kaldıraç oranı ile piyasa değeri/ defter değeri oranı negatif ilişki içindedirler. Kaldıraç ile piyasa değeri/ defter değerinin negatif ilişkisinin başka bir nedeni, işletmenin kazançlarına ve değerine kıyasla hisse senedi fiyatları asimetrik bilgi nedeniyle yüksek fiyatlandırılabilirliği için işletmeler hisse senedi ihraç etmek isterler (Rajan and Zingales, 1995). Yüksek piyasa değeri/defter değeri, yüksek büyüme fırsatlarını işaret eder ve böyle durumlarda finansal baskı daha yoğun yaşanabildiği için işletme daha az borç kullanımına yönelir. (Frank and Goyal, 2003) Finansal hiyerarşi teorisi doğrultusunda karlı işletmeler daha az borç kullanmayı tercih ederler. Bu durumda karlı işletmelerin piyasa değerlerinin daha yüksek olması beklenir. (Frank and Goyal, 2003; Rajan and Zingales, 1995).

2.5. Finansal Hiyerarşi Teorisine Yönelik Yapılan Çalışmalar

Finansal hiyerarşi teorisini araştırmaya yönelik yapılan çalışmalar genelde teorisinin iki temel ilkesini açıklamaya yönelik olmuştur. Bu iki temel ilkedeki ilki olarak, işletmelerin yeni yatırımlarının finansmanı için öncelikle dağıtılmayan karlarını, nakitlerini diğer bir deyişle iç kaynaklarını kullandığı yönündedir. İkinci temel ilke ise, dış finansman tercihinde hisse senedi ihracının son seçenek olarak uygulandığının açıklanması ile ilgilidir (Vanacker and Manigart, 2007).

Watson ve Wilson (2002) İngiliz pazarında yaptığı çalışmada ,tanımlayıcı bir model kullanarak, finansal hiyerarşi teorisini desteklemiştir ve yönetimin tek bir elde toplandığı işletmelerin finansal hiyerarşi teorisine olan yakınlığına vurgu yapmıştır.

Shyam-Sunder ve Myers (1999) yaptıkları çalışmada finansal hiyerarşi teorisini finansal açık üzerinden değerlendirmişlerdir. Shyam-Sunder ve Myers (1999) teori ile ilgili 1971 ve 1989 yılları arasında 157 Amerikan işletmesi üzerinde uygulama yapmışlardır. Finansal hiyerarşinin işletmeler tarafından uygulandığı sonucuna varılmıştır.

Mato (1990) İspanyol pazarı üzerinde bir araştırma yapmıştır. Finansal açık üzerinden yaptığı çalışmada İspanyol pazarında finansal hiyerarşi teorisini destekleyen bulgular elde etmiştir. Bulgularında İspanyol işletmeleri hisse senedi ihracına meyilli olmamakla beraber finansman ihtiyaçlarını illa dışarıdan karşılamak zorunda kalırlarsa borca ağırlık vererek kaldıraç oranlarını yüksek tutmaktadırlar (Pardon, Apolinario, Santana, Martel and Sales, 2005).

Lopez-Gracia ve Aybar-Arias (2000) çalışmalarında finansal hiyerarşi teorisini açıklamaya yönelik MANOVA analizini kullanmışlardır. İspanyol piyasasında iç finansmanın önemi ile işletme büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Holmes ve Kent (1991) ve Ang ve Jung (1992) işletmelerin finansal politikalarını belirlemek üzere bir anket çalışması yapmışlardır. Yazarların tümü fon seçiminde bir sıranın takibine dikkat çekmiştir. Holmes ve Kent finansal hiyerarşi teorisinin büyük işletmelere kıyasla orta büyüklükteki işletmelerde diğer bir deyişle KOBİ'lerde daha fazla uygulandığı sonucunu çıkarmıştır.

Chrinko ve Singha (2000)'ya göre teoriden kaynaklanan potansiyel problemler vardır ve bunların açıklanması için Shyam-Sunder ve Myers (1999) testlerini kullanmışlardır. Chrinko ve Singha (2000), Shyam-Sunders ve Myers (1999)'a yaptıkları eleştirilerden biri şudur; Finansal hiyerarşi teorisini açıklamada kullanılan denklemde, finansal açık ve kaldıraç oranına yer verilirken, finansal hiyerarşide önemli bir yere sahip hisse senedi ihracına yer verilmemiş ve değerlendirmeye alınmamıştır. Diğer bir eleştiri ise borçlanmanın değişen iş koşulları ile değişen vergi kurallarına veya bilgi asimetrisinin oluşmasına göre daha maliyetli olabilme ihtimalinin göz ardı edilmesidir. Diğer bir deyişle Finansal hiyerarşi teorisi bir sıra takip edilmesi gerekliliğini ortaya koyduğu için , kaynaklar arasında değişen çevre koşullarını göz ardı edilmesine neden olur. Koşullar yüksek kaldıraç oranları yerine, nedeni ne olursa olsun hisse senedi ihracı yapmaya daha elverişli olabilir. Ayrıca eleştirilerden bir diğeri araştırmalarda zaman değişimi nedeniyle işletmelerin finansman kararlarında daha çok durumsallığa göre karar vermeleri gerektiği yönünde olmuştur.

Chrinko ve Singha'nın bulgularına göre; işletme hisse senedi ihracını düşük paylarda gerçekleştirmeyi düşünüyorsa, yeni borçlanmaya göre öncelik tanınabilir. Bu durumda hiyerarşik sıra bozulmasına rağmen sonuçlar Chringo ve Singha'nın (2000) yaptığı çalışmada kabul edilir çıkmaktadır. Beta basit olarak 1'e yakın bir değer çıkmaktadır. Bu kullanım hisse senedi ihracı kullanım hacmiyle ilişkilidir. Eğer hisse senedi ihracı düşük miktarlarda gerçekleşirse, iç nakit kullanımı veya borçlanma gibi diğer finansman şekillerine göre, hisse senedi ihracının son tercih olarak uygulanmasının bir mantığı kalmamaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine getirilen önemli eleştirilerden biri, Chirinko ve Singha(2000) tarafından getirilmiştir. Bu eleştiri “ hiyerarşik sıra teorisinde zamanlama değil, hisse senedi çıkarım hacmi önemlidir.” şeklinde olmuştur.

Helwege ve Liang (1996), 1983 yılında halka açılmış olan bir grup Amerikan işletmeleri üzerinde finansal hiyerarşi teorisinin uygulanabilirliğini test etmişlerdir. Bu çalışmada , finansal fazlalığı olan işletmelerin, dış piyasadan kaçınarak iç finansman ile fon sağladıkları ve finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca işletmelerin finansal açıklarının büyüklüğü, dış fon elde etme kararları ile ilgili bir tahmin yürütme imkanı vermemektedir. Bunun yanında finansal hiyerarşi teorisinin ilkeleri ile bağlantılı olarak işletmelerin dış finansmandan kaçınmak adına finansal fazlalıklarını erittiklerini bulmuşlardır. Diğer yandan dış fon bulma imkanı daha yüksek olan bazı işletmelerin ise finansal hiyerarşi davranışı sergilemedikleri anlaşılmıştır.

Frank ve Goyal (2003) yılında 768 Amerikan işletmesi üzerinde yatay kesit analizi yaparak 1971 ile 1998 yılları arasında işletmelerin finansman kaynağı tercihlerini incelemişler ve finansal hiyerarşi teorisini finansal açık üzerinden değerlendirmişlerdir. Araştırma sonucunda fon kaynakları arasında iç kaynak yaratmanın baskın olmadığı ve dış finansman tercihlerinde de işletmelerin borçlanmadan çok hisse senedi ihracı ile fon sağladıklarına dikkat çekmiştir. Frank ve Goyal (2003) büyük işletmelerin finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu bir finansman tercihi izlediklerini tespit etmişlerdir. Bilgi asimetrisinin daha yoğun yaşandığı düşünülen küçük işletmelerde finansal hiyerarşi teorisini izleyen bir politikanın uygulanmadığı görülmüştür.

Lemmon ve Zender (2004), 1980 ve 1995 yılları arasını temel alarak Frank ve Goyal'a benzer bir örneklem kullanarak, finansal hiyerarşiyi izleyen işletmelerde, finansal hiyerarşi teorisinin işletmelerin gelecekle ilgili bir haberci niteliğinin olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca hızlı büyüyen işletmelerin borç kapasitelerini daha çabuk

dolduracaklarından, daha kısa sürede dış finansmana yönelmek zorunda kaldıklarını belirtmiştir.

Fama ve French (2002) kar payı ödemeleri ve borç politikaları ile denge teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi arasında bağlantı kurarak açıklama yapmaya çalışmışlardır. Karlı işletmelerin ve yatırım fırsatları olan işletmelerin daha düşük kaldıraç kullandıklarını ve finansal hiyerarşi teorisi ile bağlantılı olarakda yatırım ve kazançlardaki kısa vadeli değişimlerin borç finansmanı ile kapatılabileceğini belirtmişlerdir.

Vanaker ve Manigart (2007) , 1994-2004 dönemi için Belçika işletmeleri üzerinde bir çalışma yapmışlardır. Belçika'da önemli dış finansman kaynaklarından biri bankalardan kredi kullanarak borçlanmadır. Hisse senedi ihracı ile fon kaynağı yaratmak oldukça az tercih edilen bir yöntemdir. Bunun nedeni menkul kıymet piyasasında Belçika işletmelerinin az sayıda var olmasıdır. Yapılan çalışma sonucunda , finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olarak önceliği iç finansmana verdikleri çıkmıştır.

Minton ve Wruck (2001), işletmelerin finansal tutumlarını inceleyen bir araştırma yapmışlardır. Finansal Hiyerarşi teorisi ile bağlantılı olarak, işletmelerin iç fon kullanımına karşı meyilli olduklarını ve bu kullanım oranının yüksekliğine dikkat çekmişlerdir. Dış fon finansmanında ise borçlanmaya meyillidirler. Diğer yandan işletmeler dış fon kullanımını için iç kaynaklarının tükenmesini beklemezler.

Remolona(1990), Almanya, Japonya, İngiltere ve Amerikan işletmeleri üzerinde finansal hiyerarşi teorisini açıklamaya çalışmıştır. Bulduğu sonuçlarda 4 örneğinde finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğunu belirtmiştir.

Baskin(1989), tarafından yapılan çalışmada 1960-1972 yılları arasında 378 işletme üzerinde finansal hiyerarşi teorisinin uygulanabilirliği test edilmiştir. Baskin (1989)'e göre işletmeleri finansal hiyerarşi teorisini uygulamaya yönelten nedenlerden biri, ortaya çıkan işlem maliyetleri ve vergilerdir. Ayrıca işletmeler tarafından yapılan katı temettü ödemeleri de işletmeleri finansal hiyerarşi davranışı sergilemeye yönlendirir. Baskin (1989)'e göre, yüksek olan veya gelecekte yükselmesi beklenen kar payı ödemeleri, bir işletmenin gelecekte ihtiyaç duyacağı nakit miktarının artmasına neden olur. Artan bu ihtiyaç doğrultusunda işletme borçlanmaya gider. Bu doğrultuda Baskin (1989) tarafından kurulan hipotezlerden biri, geçmiş kar payı ödemeleri ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğudur. Finansal

hierarchy theory in which the payment of dividends to investors, rather than the financing of investments, is the primary reason for the existence of the firm. As a result, the firm's leverage ratio increases. Baskin (1989) proposed another hypothesis, which is that the relationship between leverage and profitability is negative. Financial hierarchy theory is supported by the studies in Table 2.1.

Tablo 2.1 Finansal hiyerarşi teorisine yönelik uygulamalar.

UYGULAYANLAR	UYGULANAN YER	ÖRNEKLEM SAYISI	DEĞİŞKENLER	FİNANSAL HİYERARŞİ TEORİSİ İLE UYGUNLUĞU
Shyam-Sunder ve Myers (1999)	Amerikan İşletmeleri	1971 – 1989 yılları arasında 157 tane işletme üzerinde araştırma yapılmıştır.	Kar payı ödemeleri Faiz ve Vergi sonrası faaliyet nakit akışı Sermaye harcamaları Çalışma sermayesindeki değişim Finansal açık Kaldıraç	Finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin finansal davranışlarını mükemmel bir şekilde açıklar.
Helwege ve Liang (1996)	Amerikan İşletmeleri			Sonuçlarda, dışarıdan kaynak bulabilme olasılığı ile iç fon kullanımı arasında farklı bir ilişki çıkmamıştır. Teori ile uygun olarak dış finansmandan kaçınmak için finansal fazlalıklar kullanılmaktadır. Fakat sonuç olarak araştırmada teori ile uygunluk bulunamamıştır.
Baskin (1989)	Fortune 500'den alınan işletmeler üzerinde	1960- 1972 yılları arası 378 işletme	Kaldıraç Karlılık Büyüme Geçmiş kar payı ödemeleri	Teoriyi destekleyen bulgular elde edilmiştir.
Allen (1991)	Avustralya İşletmeleri	48 tane işletme üzerinde anket çalışması yapılmıştır.		Yapılan anket çalışması sonucunda işletmeler finansal hiyerarşi teorisi ile uygun bulunmuştur.
Lemmon ve Zender (2004)	CRSP ve Compustat veri tabanından alınan işletmelere	1971-1999 yıllar arasında örneklem toplamı 49,065 (değişkenlerden elde edilen veri toplamı)	Finansal Açık Piyasa değeri/Defter değeri Maddi duran varlıklar	Sonuçlarda, karlı ve düşük kaldıraçlı işletmelerin iç finansmanı tercih ettikleri ortaya çıkmıştır. Teorinin arkasında ise ters seçim maliyetlerinin varlığı olduğunu belirtmişlerdir.
Frank ve Goyal (2003)	Amerikan İşletmeleri	1971 – 1998 yılları arasında 768 işletme üzerinde araştırma yapılmış.	Finansal açık Kaldıraç oranı	Sonuçlarda, iç finansmanın yeterli olmadığı durumlarda dış finansmana yönelmek durumunda kalındığı

				bulunulmuştur. Borca kıyasla hisse senedi ihracının daha baskın olduğu ileri sürülmüştür. Büyük işletmeler teori ile uyumlu çıkmıştır. Asimetrik bilginin daha fazla olması beklenen küçük işletmeler, teoriyi takip etmemektedirler.
Vanacker ve Manigart (2007)	Belçika İşletmelerine	1997- 2004 yılları arasında 2077 işletme üzerinde araştırma yapılmıştır.		Teoriye uygun olarak, nakli olan işletmeler borçlanma yoluna gitmez. Bulunan sonuçlar teori ile uyumlu çıkmıştır.
Rajan ve Zingales (1995)	G-7 Ülkeleri -ABD -Japonya -Almanya -Fransa -İngiltere -İtalya -Kanada	1987 – 1991 yılları arasında	Kaldıraç Oranı Maddi Duran Varlıklar Satışların Logaritması Pazar değeri/Defter değeri Varlıkların getirisi	Teoriye uygun olarak kaldıraç ile maddi duran varlıklar arasında pozitif bir ilişki vardır. Teoriye uygun olarak kaldıraç ile karlılık arasında negatif yönlü ilişki vardır. (Almanya hariç)
Deesomsak (2004)	Asya Pasifik Ülkeleri -Tailand -Malezya -Singapur -Avustralya	1993 – 2001 yılları arası 1527 tane örneklem üzerinde araştırma yapılmıştır.	Kaldıraç oranı Büyüme Oranı Karlılık Borç Dışı Vergi Kalkanı Büyüklik Hisse senedi Fiyatları Getiride değişkenlik Oranı Likidite	Teoriye uygun olarak, karlılık ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmuştur. Teoriye uygun olarak kaldıraç ile büyüme oranı arasında negatif ilişki bulunmuştur. Teoriye uygun olarak kaldıraç ile likidite arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

3. BÖLÜM: FİNANSAL HİYERARŞİ TEORİSİNİN TEST EDİLMESİ

3.1. Araştırmanın Amacı

İşletmeler sermaye yapılarını oluşturma aşamasında farklı sermaye yapısı teorileri ile karşılaşmaktadır. Gerek Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapılarını gerekse farklı ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapılarını oluşturmak önemli konulardan biridir. Bu bağlamda karşımıza çıkan teorilerden biri olan finansal hiyerarşi teorisinin Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerde uygulanabilirliği, bu araştırma ile açıklanmaya çalışılacaktır. Finansal hiyerarşi teorisi kurallarının hangisinin veya hangilerinin Türk işletmelerinde daha geçerli olduğu belirlenecektir. Literatürde yeni bir kavram olarak karşımıza çıkan finansal hiyerarşi teorisinin işletmelerin gerçek dünyasında yer alıp almadığı araştırılacaktır. Çalışmada finansal hiyerarşi teorisinin Türk işletmelerinde uygulanıp uygulanmadığını belirlemeye dönük olarak, çeşitli finansal değişkenler temelinde araştırılması hedeflenmektedir.

3.2. Araştırmanın Sınırlılıkları ve Veri Seti

Araştırma kapsamında kullanılan veriler İstanbul Menkul Kıymet Borsa’sından elde edilmiştir. Çalışmada, 1993 ile 2007 yılları arasında İMKB’de kesintisiz olarak işlem gören işletmeler kullanılmıştır. İşletmelerin tümü imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerdir. Çalışmada kullanılacak olan işletme sayısı 75’dir (Ek; 11).

İşletmelere ait bilgiler yıllık olarak değerlendirilmiş ve işletmelerin yıl sonlarına ait bilanço ve gelir tablolarından elde edilen veriler kullanılmıştır. Veriler İstanbul Menkul Kıymet Borsa’sına ait www.imkb.gov.tr adlı internet sitesinden elde edilmiştir. 13 sektörden elde edilen toplamda 75 işletmeden oluşan bir veri seti vardır. İşletme sayısı 75, gözlemlenen dönem sayısı 15’dir. Kullanılan sektörlerden Gıda, İçki ve Tütün sektöründen 6 işletme, Dokuma, Giyim Eşya ve Deri sektöründen 9 işletme, Kağıt ve Kağıt ürünleri, Basım ve Yayın Sektöründen 4 işletme, Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik sektöründen 15 işletme, Lokanta ve Otel sektöründen 2 işletme, Ulaştırma sektöründen 2 işletme, Metal Ana Sanayi sektöründen 7 işletme, Metal Eşya, Makina ve Gereç Yapımı sektöründen 9 işletme, Orman ürünleri ve

Mobilya sektöründen 2 işletme, Perakende Ticaret sektöründen 1 işletme, Savunma sektöründen 1 işletme, Taş ve Toprağa dayalı Sanayi sektöründen 16 tane işletme ve Toptan Ticaret sektöründen 1 tane işletme analize dahil edilmiştir.

Kullanılan sektörler ve işletme isimleri aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Tablo 3.1 Veri Setindeki Bulunan Sektörler ve Sektör İçinde Bulunan İşletme Sayıları

SEKTÖR TANIMI	İŞLETME SAYISI
GIDA,İÇKİ,TÜTÜN	6
DOKUMA, GİYİM EŞYA VE DERİ	9
KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM YAYIN	4
KİMYA,PETROL,KAUÇUK,PLASTİK ÜRÜNLER	15
LOKANTA VE OTELLER	2
ULAŞTIRMA	2
METAL ANA SANAYİ	7
METAL EŞYA, MAKİNA VE GEREÇ YAPIMI	9
ORMAN ÜRÜNLERİ, MOBİLYA	2
PERAKENDE TİCARET	1
SAVUNMA	1
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	16
TOPTAN TİCARET	1
TOPLAM İŞLETME SAYISI	75

3.3. Araştırma Yöntemi

İşletmelerde uygulanabilecek sermaye yapısı teorilerinden biri olan finansal hiyerarşi teorisinin Türk imalat işletmelerinde uygulanabilir olup olmadığını araştırmak üzere, SPSS paket programı yardımıyla çoklu regresyon analizi ve korelasyon analizi uygulanmıştır.

Çoklu regresyon analizi ile bağımlı değişken olan kaldıraç ile bağımsız değişkenler olan karlılık, cari oran, maddi duran varlık oranı, büyüklük ve büyüme oranı arasındaki anlamlılık ilişkisi matematiksel bir model olarak ortaya konmaya çalışılmıştır.

Kullanılan çoklu regresyon analizi aşağıdaki şekilde modellenmiştir;

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon_1$$

Yukarıda belirtilen çoklu regresyon modelinde eşitlikte bulunan Y_1 bağımlı değişkeni ifade ederken, X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 değişkenleri bağımsız değişkeni ifade etmektedir.

Kullanılan modelde 5 adet bağımsız değişken mevcuttur. Bağımlı değişkende meydana gelecek değişiklikler bağımsız değişkenlere bağlı olarak açıklanmaktadır. Eşitlikte yer alan

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ ve β_5 ifadeleri birer katsayıdır ve ε ise hata terimidir (Özdamar, 1997, 415-419; Nakip, 2003, 310-314).

Araştırmada kullandığımız değişkenlerin ifadeleri şu şekildedir;

Y_1 = Toplam Borç/Toplam Varlık = Kaldıraç Oranı Göstergesi

X_1 = Net Kar/Toplam Varlık = Toplam Varlık Karlılığı

X_2 = Dönen Varlık/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar = Cari Oran

X_3 = Duran Varlık / Toplam Varlık = Varlık Yapısı

X_4 = Net Satışların Doğal Logaritması = İşletmenin Büyüklüğü

X_5 = t yılındaki Toplam Varlık/ t-1 yılındaki Toplam Varlık = İşletme Büyümesi

Çoklu regresyon analizinde veri setimizdeki değerler yıllar itibarıyla ardışık olarak geldiğinden otokorelasyon olup olmadığını test etmek amacıyla Durbin-Watson istatistiği hesaplanmıştır. Bulunan Durbin-Watson değerlerinin bir bölümü rassal çıkarken bir bölümü kararsızlık bölgesinde çıkmıştır. Diğer bir deyişle beklediğimiz Durbin-Watson değerleri ile analizimiz sonucunda çıkan Durbin-Watson değerlerinin bir bölümü otokorelasyonun varlığını işaret etmektedir. Kararsızlık bölgesinde çıkan değerler, küçük örneklerde oluşan otokorelasyonu giderme yöntemi olarak bilinen Theil-Nagar yöntemi ile düzeltilmiştir (Özdamar, 1997, 415-419, Klitz and Bruning, 1993, 250-252).

Oluşturulan çoklu regresyon modeli, analizde kullanılan 75 işletme için teker teker SPSS paket programında işleme sokulmuştur. Her bir işletme için kurulan modelin anlamlı olup olmadığı F testi ile test edilmiştir. Değişkenlerin katsayılarının anlamlı olup olmadığını belirlemek için t istatistiğine bakılmıştır. 75 işletme için kurulan çoklu regresyon modellerinin % 0,09'u diğer bir deyişle 8 tanesinin $F_{sig} > 0,05$ olması nedeniyle anlamsız çıkmıştır. Geri kalan %90,6'sı yani 67 tane İşletme için kurulan çoklu regresyon modeli anlamlıdır. Anlamlı ve anlamsız çıkan modellerin F değerleri Ek:1'de gösterilmiştir. Anlamlı modele sahip işletmelerde uygulanan t testi sonucunda anlamlı çıkan katsayı değerleri Ek:2'de gösterilmiştir. Bu bağlamda anlamlı modeller içinde X1 değişkeninin katsayısının anlamlı olduğu ($p < 0,05$) işletme sayısı 26, X2 değişkeninin katsayısının anlamlı olduğu ($p < 0,05$) işletme sayısı 40, X3 değişkeninin katsayısının anlamlı olduğu ($p < 0,05$) işletme sayısı 33, X4 değişkeninin katsayısının anlamlı olduğu ($p < 0,05$) işletme sayısı 19 ve X5 değişkeninin katsayısının anlamlı olduğu ($p < 0,05$) işletme sayısı 15'dir. Bu değerler ve toplam işletme sayısı içindeki oranlar tablo 3.2.'de gösterilmektedir.

Tablo 3.2 İşletmelerin Çoklu Regresyon Sonucu $t_{sig} < 0,05$ olan işletme sayıları

DEĞİŞKENLER	ANLAMLILAN İŞLETME SAYISI	Toplam içerisinde anlamlı olanların %'si
X1	26	% 34,6
X2	40	% 53,3
X3	33	% 44
X4	19	% 25,3
X5	15	% 20

Anlamlı modellere sahip işletmelerde kaldıraç oranının değişiminin açıklanmasında önemli belirleyicilik katsayılarının (R^2) olduğu gözlenmiştir. Bu katsayılar her bir işletme için kurulan modellerden elde edilerek Ek:4'de gösterilmektedir.

Korelasyon analizi ile bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler açıklanacaktır. Böylelikle korelasyon analizi ile değişkenlerin arasındaki ilişkinin büyüklüğü, yönü ve önemliliği ortaya konularak test edilmiş olur. Korelasyon analizi ile değişkenler arasında pozitif veya negatif yönlü güçlü veya zayıf ilişkiler olabilir. Pozitif yönlü bir ilişkinin olması değişkenlerin aynı yönde artış veya azalış sergileyeceklerini belirtirken, negatif yönlü bir ilişkinin değişkenler arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığını belirtir (Özdamar, 1997, 415-419, Klintz and Bruning, 1993, 250-252).

Analizimizde korelasyon analizini uygulamadan önce oluşturulan hipotez şu şekildedir;

Ho: Bağımlı değişken (y) ile Bağımsız değişken (x_1, x_2, x_3, x_4, x_5) arasında önemli düzeyde bir ilişki yoktur.

H1: Bağımlı değişken (y) ile Bağımsız değişken (x_1, x_2, x_3, x_4, x_5) arasında önemli düzeyde bir ilişki vardır.

Kurulan bu hipotezlerle bağımlı değişken (KAO) ile bağımsız değişkenlerle (KO, CO, VY, BK ve BÜ) arasındaki ilişkinin düzeyi ve yönü araştırılmıştır.

Bu durumu saptamak amacıyla SPSS paket programında 75 işletmeye ayrı ayrı korelasyon analizi uygulanmıştır. Korelasyon analizinden önce değişkenler arasında ortaya çıkabilecek çoklu doğrusallık probleminin olup olmadığını test etmek amacıyla Collinegarit diagnostic testi uygulanmış ve VIF değerleri elde edilmiştir. Çoklu doğrusallık probleminin olmadığını bir göstergesi $VIF < 10$ değerinin elde edilmesidir. 75 işletmenin de VIF değerleri 10'dan küçük bulunmuştur. Ek:5, VIF değerlerini göstermektedir. Çoklu doğrusallık problemi olmayan değişkenler korelasyon analizine sokularak Pearson t testi değerleri elde edilmiştir. Elde edilen pearson t değerleri Ek:6'da gösterilmektedir.

3.4. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenlerin kaldıraç ile beklenen ilişkileri tablo 3.3.'de verilmiştir. Elde edilen analiz sonuçları yorum bölümünde açıklanacaktır. Ayrıca kullanılan bağımsız ve bağımlı değişkenlerin hesaplama yöntemleri, Ek:10'da gösterilmektedir.

Tablo 3.3 Kaldıraç ile Finansal Değişkenler Arasındaki İlişki Yönü

DEğİŞKENLER	KALDIRAÇ İLE BEKLENEN İLİŞKİLERİ	REFERANS
KARLILIK	NEGATİF YÖNDE BİR İLİŞKİ	Rajan ve Zingales, 1995 Titman ve Wessels, 1988
CARİ ORAN	NEGATİF YÖNDE BİR İLİŞKİ	Deesomsak, 2004
MADDİ DURAN VARLIKLAR	POZİTİF YÖNDE BİR İLİŞKİ	Rajan ve Zingales, 1995 Friend ve Lang, 1988
BÜYÜKLÜK	NEGATİF YÖNDE BİR İLİŞKİ	Rajan ve Zingales, 1995
BÜYÜME	POZİTİF YÖNDE BİR İLİŞKİ	Myers, 2001

3.5. Analizlerden Elde Edilen Bulgular

Analiz sonucunda elde edilen bulguların yorumu, analize dahil edilen her bir bağımsız değişken ve bağımlı değişken ilişkisi ayrı ayrı incelenerek yorumlanacaktır.

3.5.1. Kaldıraç İle Karlılık Arasındaki İlişki

Kaldıraç ile karlılık arasında, finansal hiyerarşi teorisine göre negatif yönde bir ilişki beklentisi vardır. Çoklu regresyon analizi sonucu elde edilen bulgularda, 75 işletmeden

anlamli modele sahip olan 67 tanesinin 24'sinde kaldıraç ve karlılık arasında anlamlı bir ilişki vardır ($p < 0,05$). Tüm işletmeler içerisinde % 35,8'si anlamlı bir ilişkinin varlığını işaret eder. Korelasyon analizi sonucunda , karlılık ile kaldıraç arasında önemli bir düzeyde ilişki vardır, hipotezini doğrulayan 24 işletmenin 21 tanesi beklenen yönde diğer bir deyişle negatif yönde, 3 işletme pozitif yönde bir ilişkiye sahiptir. Beklenen yönde elde edilen 21 tane işletmenin ilişkilerin % 34'ü nispeten çok güçlü, % 38'i nispeten güçlü, % 23'ü çok az güçlü, % 0,4'ü güçlü bir ilişki olduğunu işaret eder. Karlılık ile kaldıraç arasında gerek anlamlılık ilişkisinin düşüklüğü gerekse beklenen ilişki düzeyinin düşük olması nedeniyle, Karlılık ve kaldıraç ilişkisi temelinde, Türk işletmelerinin finansal hiyerarşi teorisine uygun davranış sergilemedikleri ortaya çıkmıştır.

3.5.2. Kaldıraç İle Cari Oran Arasındaki İlişki

Kaldıraç İle cari oran arasında finansal hiyerarşi teorisine göre negatif yönde bir ilişki vardır. Çoklu regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgular, 75 işletmenin anlamlı modele sahip olan 67 tanesinin 40'ında kaldıraç ile cari oran arasında sebep sonuç ilişkisi vardır. Tüm işletmeler içerisinde %53,3'ü anlamlı bir ilişkinin varlığını işaret eder. Korelasyon analizi sonucunda, kaldıraç ile cari oran arasında önemli bir ilişki düzeyini doğrulayan 50 işletmenin tümü beklenen yönde diğer bir deyişle teoriye uygun olarak negatif yönde bir ilişkinin varlığını işaret eder. Beklenen yönde ilişkinin olduğu işletmelerin % 26'sı nispeten çok güçlü,% 22'isi çok az güçlü, % 20'si güçlü, %18'i nispeten güçlü, %12'si çok güçlü, % 0,2'si zayıf bir ilişkinin gücünü belirtir. Cari oran ile kaldıraç arasında anlamlılık ilişkisi ve ilişki düzeyinin güçlü ve negatif olması açısından finansal hiyerarşi teorisine düşük bir oranla da olsa yakınlık mevcuttur.

3.5.3. Kaldıraç İle Maddi Duran Varlık Oranı Arasındaki İlişki

Kaldıraç İle maddi duran varlıkların oranı arasında finansal hiyerarşi teorisine göre pozitif yönde bir ilişki vardır. Çoklu regresyon analizi sonucunda, 75 işletmenin anlamlı modele sahip olan 67 tanesinin 33'ünde kaldıraç ile maddi duran varlık oranı arasında sebep sonuç ilişkisi olduğu görülmektedir. Bu sonuç tüm işletmeler içerisinde %44'ünde anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret eder. Korelasyon analizi sonucunda, kaldıraç ile maddi duran varlık oranı arasında önemli bir ilişki düzeyini doğrulayan 36 işletmenin sadece 6 işletmede

beklenen yönde diğer bir deyişle teoriye uygun olarak pozitif yönde bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. 30 tanesi negatif yönde bir ilişki göstermektedir. Beklenen yönde ilişkinin olduğu işletmelerin % 83,4'ü çok az güçlü, % 16,6'sı güçlü bir ilişkiyi gösterir. Maddi duran varlık oranı ile kaldıraç arasında anlamlılık ilişkisi ve ilişki düzeyinin zayıf ve ilişkinin yönünün beklenen yönle aynı olmaması nedeniyle işletmeler finansal hiyerarşi teorisine uygun davranış göstermemektedirler.

3.5.4. Kaldıraç İle İşletme Büyüklüğü Arasındaki İlişki

Kaldıraç ile işletme büyüklüğü arasında finansal hiyerarşi teorisine göre negatif yönde bir ilişki vardır. İşletme büyüklüğü arttıkça işletmenin kaldıraç oranı azalma eğiliminde olur. Çoklu regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgulara göre, 75 işletmenin anlamlı modele sahip olan 67 tanesinden 19'unda kaldıraç ile işletme büyüklüğü arasında sebep sonuç ilişkisi vardır. Bu sonuç, tüm işletmeler içerisinde %25,3'ü anlamlı bir ilişkinin varlığını işaret eder. Korelasyon analizi sonucunda, kaldıraç ile işletme büyüklüğü arasında önemli bir ilişki düzeyini doğrulayan 36 işletmenin 28 tanesinde beklenen yönde diğer bir deyişle teoriye uygun olarak negatif yönde bir ilişkinin olduğu görülmüştür. 8 işletmede pozitif yönde bir ilişki mevcuttur. Beklenen yönde ilişkinin olduğu işletmelerin % 32,1'inde nispeten çok güçlü, % 28,5'unda güçlü, % 25'inde çok az güçlü, % 10,7'sinde nispeten güçlü, %0,3'ünde çok zayıf bir ilişki gözlenmektedir. İşletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında anlamlılık ilişkisi düşük orandadır ve ilişki düzeyinin negatif olanların düşük olması nedeniyle, ele alınan işletmelerde finansal hiyerarşi teorisine yakınlık olmadığı görülmektedir.

3.5.5. Kaldıraç İle İşletme Büyümesi Arasındaki İlişkisi

Kaldıraç ile işletme büyümesi arasında finansal hiyerarşi teorisine göre pozitif yönde bir ilişki vardır. Çoklu regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgular, 75 işletmenin anlamlı modele sahip olan 67 tanesinden 15'inde kaldıraç ile cari oran arasında sebep sonuç ilişkisi vardır. Bu sonuç, tüm işletmeler içerisinde %20'sinde anlamlı bir ilişkinin varlığına işaret eder. Korelasyon analizi sonucunda, kaldıraç ile işletme büyümesi arasında önemli bir ilişki düzeyini doğrulayan 18 işletmenin 15 tanesinde beklenen yönde diğer bir deyişle teoriye uygun olarak pozitif yönde bir ilişkinin varlığı görülmüştür. 3 işletmede negatif yönde bir ilişki bulunmuştur. Beklenen yönde ilişki yönüne sahip işletmelerin % 40'ı çok az güçlü, %

26,6'sı nispeten güçlü, % 20'si güçlü, % 0,6'sının nispeten çok güçlü, % 0,6'sının çok zayıf bir ilişki sergilediği görülmüştür. İşletme büyümesi ile kaldıraç arasında anlamlılık ilişkisi düşük orandadır ve ilişki düzeyinin pozitif olanların düşük seviyede olması nedeniyle ele alınan işletmelerin karlılık açısından finansal hiyerarşi teorisine yakınlık sergilemediği görülmektedir.

SONUÇ

Bu araştırmada İstanbul Menkul Kıymet Borsasında işlem gören şletmelerinin finansal hiyerarşi teorisine uygun bir sermaye yapısı davranışı sergileyip sergilemedikleri incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda şletmelerin kaldıraç oranları ile şletmelerin karlılık oranları, cari oranları, varlık yapıları, büyüklükleri ve büyüme oranları arasında ilişkiler araştırılmıştır.

İlk bölümde sermaye yapısı ve sermaye yapısı kararları ile ilgili olarak literatür çalışması yapılmıştır. Finans literatüründe, şletmelerin sermaye yapısı kararlarını oluştururken bazı faktörlerin etkisinde kaldığı belirtilmiştir. Çalışmada bu faktörler dört ana başlık altında toplanmıştır. Bu faktörlerin sermaye yapısı tercihine yönelik etkileri açıklanmıştır.

İkinci bölümde Türk şletmelerinde uygunluğu araştırılan finansal hiyerarşi teorisinin içeriği ve uygulanışı araştırılmıştır. Finansal hiyerarşi teorisi, şletmelerin sermaye yapılarını oluştururken izledikleri kaynak tercihi sırasına vurgu yapmaktadır. Bu tercih sırasında önceliği iç kaynaklara, daha sonra borç ihracına ve en son da hisse senedi ihracına veren finansal hiyerarşi teorisi sermaye yapısı kararlarını oluşturmada yeni ortaya çıkan yaklaşımlardandır. Bu yeni yaklaşımın temelinde yatan nedenlerden olan bilgi asimetrisi ve finansal hiyerarşi teorisinin işleyişi bu bölümde incelenmiştir. Ayrıca finansal hiyerarşi teorisinde dış finansman kullanımında hisse senedi ihracına kıyasla borç ihracının nedenlerini açıklamaya yönelik kaldıraç oranları ile bazı finansal değişkenler arasındaki ilişkiler araştırılmış ve kaldıraç ile ilişkileri temelinde finansal hiyerarşi teorisini destekleyip desteklemediği araştırılmıştır.

Üçüncü bölümde yapılan istatistiksel analizlerle Türk şletmeleri üzerinden elde edilen oranlar karşılaştırılarak ilişkilendirilmiş ve yorumlanmıştır. Yapılan analiz sonucunda Türk şletmelerinin kaldıraç ile karlılık, kaldıraç ile cari oran, kaldıraç ile varlık yapısı, kaldıraç ile büyüklük ve kaldıraç ile büyüme oranı ilişkileri finansal hiyerarşi teorisinin beklentisine göre zayıf kalmıştır

Finansal hiyerarşi teorisine göre şletmelerin borçlanma tercihleri karlılıkları ile ters yönlü bir ilişki içinde olması gerekir. Analiz sonucunda negatif yönlü ilişkiye sahip olan şletmeler olmasına rağmen toplam içinde zayıf kalmışlardır. Borçlanma tercihi ile cari oran

arasında finansal hiyerarşi teorisine göre beklentimiz negatif olması şeklindedir. Önemli düzeyde kaldıraç ve cari oran ilişkisini kabul eden 50 işletmede bu ilişki negatif yönlüdür. Borçlanma ve maddi duran varlık yapısı arasındaki ilişki pozitif olması gerekirken ağırlık negatif çıkmış ve bu ilişki temelinde de finansal hiyerarşi teorisine yakın davranış sergilemedikleri kanısına varılmıştır. Kaldıraç ve büyüklük ile kaldıraç ve büyüme arasındaki ilişkide tüm işletmeler içinde zayıf kaldığı için finansal hiyerarşi teorisini bu ilişkiler temelinde de uygulanmadığı görülmektedir.

KAYNAKÇA

Akerlof G. A., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, No:3, (1970), 488-500.

Akgüç Ö., *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998.

Alchian A., Harold D., "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, Vol. 62, No. 1, (1972), 777-795.

Allen D. E., "The pecking order hypothesis: Australian evidence", *Applied Financial Economics*", No:3, (1993), 101-112.

Ang J. S., Jung M., "Financial Management Practices Among South Korean Firms", *Pacific-Basin Capital Markets Research*, No:3, (1992), 159-184.

Barclay M.J. and Smith Jr. C.W., "The Maturity Structure of Corporate Debt," *Journal of Finance*, Vol: 50, (1995), 609-631.

Baskin J., "An Empirical Investigation Of The Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, No:18, (1989), 26-35.

Bennett M., Donnelly R., "The Determinants of Capital Structure: Some UK Evidence", *British Accounting Review*, Vol:25, No:1, (1993), 43-60.

Berger A., Udell G., "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business*. Vol:68, (1995), 351-381.

Berk N., *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1995.

Bradley M., Jarrell G. A., Kim E. H., "On the Existence of An Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, Vol:39, (1984), 857-880.

Brealey A. R., Myers S. C., Marcus J. A., *İşletme Finansının Temelleri*, (Çeviren: Ü. Bozkurt, T. Arıkan, H.Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1999.

Brealey A. R., Myers S. C., *Principles of Corporate Finance*, Fourth Edition, McGraw-Hill Inc., USA, 1991.

- Brealey R. A., Myers C. S., Financing and Risk Management, McGraw-Hill, Newyork, 2003.
- Brigham F. E., Finans Yönetiminin Temelleri Cilt:2, (Çeviren: Prof. Dr. Özdemir Akmut, Prof. Dr. Halil Sarıaslan), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları, Ankara, 1999.
- Brigham F. E., Weston J.F., Besley S., Essentials of Managerial Finance, Dylen Press, South Western, 2005.
- Budak G., Budak G., İşletme Yönetimi, Fakülteler Kitabevi, İzmir, 2004.
- Büyüktortop M., Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Uygulama, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Master Tezi, Ankara, 2007.
- Byoun S., “Empirical Analysis of Dynamic Capital Structure: Pecking Order vs. Tradeoff”, Proceedings of the Midwest Business Economics Association, (2002).
- Ceylan A., İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, Bursa, 2000.
- Chambers D. R., Lacey N. J., Modern Corporate Finance Theory and Practice, Addison Wesley Longman, 1999.
- Chen J., Strange R., “ The Determinants of Capital Structure: Evidence From Chinese Listed Companies”, Springer, Vol:38, No:1, (2005), 11-35.
- Chirinko R. S., Singha A. R., “ Testing Statis Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment”, Journal of Financial Economics, No:58, (2000), 417-425.
- Chung K. H., "Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test", Journal of Business Finance and Accounting, (1993), 83-89.
- Copeland T. E., Weston J. F., Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley, Massachusetts, 1988.
- Deesomsak R., Paudyal K., Pescetto G., “The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region”, Journal of Multinational Financial Management, No:14, (2004), 387-405.
- Eisenhardt K. M., “Agency Theory: An Assessment and Review”, Vol:14, No:1, (1999), 57-74.

Ekeroth K., Wahlberg E., Test of Optimal Capital Structure Theory and Pecking Order Theory Using A Binomial Approach-A Study of Swedish Firms, School of Economics and Management Lund University, Master Thesis, Sweden, 2006.

Fama E. F., French K. R., “ Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol:33, (1993), 3-56.

Fama E. F., French K. R., “Financing Decisions: Who Issue Stock?”, *Journal of Financial Economics*, Vol: 76, No:3, (2005), 549-582.

Fama E. F., French K. R., “Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt”, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=199431, (Erişim Tarihi:02/10/2007), No:56, (2002), 1-43.

Frank M. Z., Goyal V. K., “Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670543 (Erişim Tarihi: 15/02/2008), (2007), 1-82.

Frank Z. M., Goyal K. V., “Testing the pecking order theory of capital structure”, *Journal of Financial Economics*, No:67, (2003), 217-248.

Friend I., Lang L. H. P., “An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure”, *Journal of Finance*, Vol:43, 271-281.

Ghosh A., Cai F., “Capital Structure: New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory”, *American Business Review*, No:1, (1999), 32-38.

Halov N., Heider F., “Capital Structure, asymmetric information and risk”, *EFA 2004 MAASTRICHT*, (2005), 1-56.

Harris S. R., Chaplinsky S., “Capital Structure Theory: A Current Perspective”, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=909392, (Erişim Tarihi: 15/10/2007), (2006), 1-14.

Helwege J., Liang N., “Is There a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms”, *Journal of Financial Economics*, No:40, (1996), 429-458.

Holmes S., Kent P., “An Empirical Analysis of The Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises”, *Journal of Small Business Finance*, Vol:1, No:2, (1991), 141-154.

Jensen M. C., Meckling W.H., “ Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol: 38, (1976), 29-58.

Jensen M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review*, Vol. 76, (1986), 323-329

Jong D. A., Verbeek M., Verwijmeren P., “Testing The Pecking Order Theory: The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=959995, (Erişim Tarihi: 19/12/2007), (2007), 1-39.

Kester C. W., “Capital and Ownership Structure: a Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations”, *Financial Management*, Vol. 15, (1986), 5-16.

Kintz B.L., Bruning J.L., İstatistik, (Çeviren: Ali Dönmez), Gündoğan Yayınları, Ankara, 1993.

Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company Inc, N.J., 2005.

Koufopoulos K., “Managerial Compensation and Capital Structure under Asymmetric Information”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967284, (Erişim Tarihi:24/09/2007), (2006), 1-27.

Krishnaswami S., Pottier S., “Agency Theory and Participating Policy Usage Evidence from Stock Life Insurers”, New Orleans, (2000), 1-39.

Kula V., “ İşletmelerin Sermaye Yapısını Açıklamada Finansal Hiyerarşi Teorisi”, *Active*, (Mayıs- Haziran, 2001), 1-11.

Leary M. T., Roberts R. M., “Financial Slack and Tests of the Pecking Order’s Financing Hierarchy”, <http://home.business.utah.edu/finea/CapStrucPOv37.pdf>, (Erişim Tarihi: 21/09/2007), (2005), 1-62.

- Lemmon M. L., Zender J. F., “Debt capacity and tests of capital structure theories”, Working Paper, University of Colorado and University of Washington, (2004), 1-42.
- Liesz J. T., “Why Pecking Order Theory Should Be Included in Introductory Finance Courses?”, *Mountain Plains Journal of Business and Economics*, Vol:2, (2001), 1-10.
- Lintner J., “Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes”, *American Economic Review*, Vol:46, (1956), 97–113.
- Lopez-Gracia J., Aybar-Arias C., “An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies”, *Small Business Economics*, Vol:14, No:1, (2000), 55-63.
- Lu Z., *Determinants of Capital Structure: Evidence on Chinese Companies*, University of Vaasa, Finland Faculty of Business Studies Department of Accounting and Finance Master Thesis, Vaasa, 2007.
- Marks H. K., Robbins L. E., Fernandez G., Funkhouser J. P., *The Handbook of Financing Growth: Strategies and Capital Structure*, Hoboken, N.J. Wiley, 2005.
- Marsh P., “The choice between equity and debt: An empirical study”, *Journal of Finance*, Vol:37, (1982), 121-144.
- McLarney C., Rhyno R. S., “International Joint Venture Negotiations: Using Reciprocating Agency Theory to Examine Behaviour and Relationship Outcomes”, www.citt.management.dal.ca/Files/pdfs/DP-171.pdf, (2000), 1-16.
- Medeiros O. R. D., Daher C. E., “Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure in Brazilian Firms”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=868466, (Erişim Tarihi: 09/10/2007), (2005), 1-14.
- Megginson W., *Corporate Finance Theory*, Pearson Education, 1997.
- Meier I., Tarhan V., “What Can We Learn From Empirical Tests of the Pecking Order Theory?”, <http://neumann.hec.ca/pages/iwan.meier/>, (Erişim Tarihi: 13/01/2008), (2007), 1-46.

Minton B. A., Wruck K. H., “ Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure From Low Leverage Firms.”, AFA 2002 Atlanta; Dice Ctr. Working Paper, No:6, (2001), 1-26.

Mira F. S., Gracia J. L., “Pecking Order Versus Trade Off: An Empirical Approach To The Small And Medium Enterprise Capital Structure”, Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas, (2003), 1-36.

Mishkin F. S., “Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective” NBER Working Papers Series, No:3400, (1990), 1-38.

Moyer R.C., McGuigan J.R., Kretlow W. J., Contemporary Financial Management, 8th Edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, 2001.

Müslümov A., Hasanov M., Özyıldırım C., “Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkisi”, TÜGİAD EKONOMİ ÖDÜLLERİ, 2002, 1-28.

Myers C. S., “Capital Structure”, The Journal of Economic Perspective, No:2, (2001), 81-102

Myers C. S., Majluf S. N., “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, Journal of Financial Economics, Vol:13, No:2, (1984), 187-221.

Myers C. S., “The capital structure puzzle”, The Journal of Finance, Vol: 39, No:3, (1984), 575-592.

Myers C. S., “Determinants of Corporate Borrowing”, Journal of Financial Economics, No:5, (1977), 147-175.

Nakip M., Pazarlama Araştırmaları Teknikler ve (SPSS Destekli) Uygulamalar, Seçkin Yayıncılık San. Ve Tic. A.Ş., Ankara, 2003.

Okka O., Finansal Yönetime Giriş, Nobel Yayın Dağıtım, İstanbul, 2005.

Önal B. Y., Karadeniz E., Kandır Y. S., “Türkiye’de Büyük Sanayi İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, No:2, (2007), 146-165.

Özdamar K., Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi, Anadolu Üniversitesi, Fen Fakültesi Yayınları No:11, Eskişehir, 1997.

Padron Y. G., Apolinario C. M. R., Santana M. O., Martel V. C. M., Sales J. L., “Determinants Factors of Leverage: An Empirical Analysis of Spanish Corporations”, Journal of Risk Finance, Vol:6, No:1, (2005), 60-68.

Paul S., Whittam G., Wyper J., “The Pecking Order Hypothesis: Does It Apply To Start-Up Firms?”, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol:14, (2007), 8-21.

Peterson P. P., Financial Management and Analysis, McGraw-Hill Inc., USA, 1994.

Rajan, R. G., Zingales, L., “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, The Journal of Finance, No:50 (5), (1995), 1421-1460.

Remonola E. M., “Understanding International Differences in Leverage Trends”, Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York, Vol:15, No:1, (1990), 31-43.

Ross A. S., Westerfield W. R., Jaffe J., Corporate Finance Seventh Edition, Mcgraw-Hill International Edition, 2005.

Saeed A., The Determinants of Capital Structure in Energy Sector, Blekinge Institute of Technology School of Management, Master’s Thesis in Business Administration, Sweden, 2007.

Sarıkamış C., Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2000.

Shyam-Sunder, L., Myers, S. C., “Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure”, Journal of Financial Economics, Vol:51, (1999), 219-244.

Şen A., “Asimetrik Bilgi- Finansal Kriz İlişkisi”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Sayı:14, (2006), 1-25.

Tevfik T. A., “Sermaye Yapısı Kararları ve Efektif Vergi Oranın Sıfır Olduğu Firmalarda Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi”, Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, No:14, (2005), 116-134.

Titman, S. and Wessels, R., “The determinants of capital structure choice”, The Journal of Finance, Vol:43, No:1, (1988), 1-19.

Tong G., Green J. C., “Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on the Capital Structure of Chinese Companies”, Taylor and Francis Journals, Vol:37, No:19, (2005), 2179-2189.

Vanacker T., Manigart S., “Incremental Financing Decisions in High Growth Companies: Pecking Order and Debt Capacity Considerations”, Vlerick Leuven Gent Management School Working Papers Series, No:22, (2007), 1-33.

Vasiliou D., “The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Investigation”, Les Cahiers du Pole de’ Etudes des Politiques Sociales et Economiques (PEPSE), No:1, (2005), 1-19.

Vasiliou D., Eriotis N., Daskalakis N., “ The Determinants of Capital Structure: Evidence From The Grek Market”, www.aislabs.aueb.gr/hfaa/ar/Vasiliou.doc , (Erişim Tarihi: 24/09/2007), (2005), 145-159.

Wald J., “How firm characteristics affect capital structure: An international comparison”, Journal of Financial Research, No:22, (1999), 161-187.

Watson R., Wilson N., “Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order”, Journal of Business Finance & Accounting, No.4, (Nisan/Mayıs, 2002), 557-578.

Yücel E., Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Master Tezi, Mersin, 2006.

EKLER

EK:1 İşletmeler İçin Kurulan Modelin Anlamlılığını Gösteren F Testi Sonucu Elde Edilen Değerler

	MODELİN ANLAMLILIĞI	HİPOTEZLER	
		H1 KABUL	H1 RED
Adana	0,01	X	
Afyon	0	X	
Akal	0,004	X	
Aksa	0,002	X	
Aksu	0,016	X	
Alarko	0	X	
Altinyıldız	0	X	
Anadolu	0,007	X	
Arçelik	0,109		X
Aselsan	0,033	X	
Aygaz	0,009	X	
Bagfas	0,002	X	
Banvit	0,005	X	
Beko	0	X	
Bolu	0,008	X	
Brisa	0	X	
Burçelik	0,006	X	
Bursa	0,001	X	
Çelikhalat	0	X	
Çimentaş	0	X	
Çimsa	0,001	X	
Denizli	0	X	
Derimod	0	X	
Deva	0	X	
Ditaş	0,957		X
Döктаş	0,521		X
Eczilaç	0	X	
Edip	0,003	X	
Ege endüstri	0	X	
Ege gübre	0	X	
Ege seramik	0	X	
Ereğli	0,002	X	
Feniş	0	X	
Ford	0,005	X	
Gentaş	0	X	
Goodyear	0	X	
Gübre fabrikası	0	X	
Hektaş	0	X	
Hürriyet	0,014	X	
İntema	0	X	
İzmir	0,067		X
İzocam	0,005	X	
Kartonsan	0	X	
Kelebek	0,011	X	
Kent	0,003	X	

Konya	0,001	X	
Kordsa	0,01	X	
Kütahya	0,036	X	
Lüks	0	X	
Mardin	0	X	
Marmaris Altinyunus	0,077		X
Marshall	0,004	X	
Migros	0,004	X	
Net turizm	0,008	X	
Omluksa	0	X	
Parsan	0	X	
Pektim	0,001	X	
Petrol ofisi	0,008	X	
Pimaş	0	X	
Pınar su	0,001	X	
Pınar süt	0	X	
Sarkuysan	0	X	
Sönmez	0,007	X	
Tat	0,013	X	
Tdd	0,001	X	
Thy	0,516		X
Tire	0	X	
Trakya	0,128		X
Tuborg	0,002	X	
Tüpraş	0	X	
Usaş	0	X	
Uşak	0,023	X	
Ünye	0,001	X	
Vestel	0,542		X
Yünsa	0	X	

Not: 75 işletmenin 67 tane işletme için kurulan çoklu regresyon modeli anlamlı çıkmıştır. 8 işletme (Arçelik, Ditaş, Döktaş, İzmir,Marmaris Altinyunus, THY, Trakya ve Vestel) için kurulan modeller ise anlamsız çıkmışlardır.

EK:2 İşletmeler İçin Elde Edilen t Testi Değerleri

	X1	X2	X3	X4	X5
Adana	0,3160	0,2880	0,2410	0,0980	0,8990
Afyon	0,0150	0,0070	0,0000	0,4470	0,7730
Akal	0,9290	0,7590	0,0020	0,4530	0,2600
Aksa	0,8560	0,0090	0,0010	0,0120	0,9910
Aksu	0,8820	0,5100	0,0880	0,2170	0,2410
Alarko	0,3310	0,0010	0,3220	0,6780	0,5740
Altinyıldız	0,1020	0,3680	0,0020	0,3920	0,6330
Anadolu	0,1180	0,0410	0,3790	0,0090	0,3560
Arçelik	0,6890	0,2090	0,7980	0,2760	0,4480
Aselsan	0,2490	0,8680	0,0360	0,4620	0,4970
Aygaz	0,3720	0,1350	0,1500	0,1900	0,0760
Bagfas	0,0020	0,2890	0,7480	0,6110	0,0000
Banvit	0,0010	0,3280	0,5010	0,3240	0,0140
Beko	0,0090	0,2200	0,7820	0,1770	0,0870
Bolu	0,7660	0,0210	0,7890	0,2700	0,3220
Brisa	0,0390	0,0000	0,0060	0,0020	0,7580
Burçelik	0,0020	0,8090	0,3920	0,7110	0,1330
Bursa	0,3920	0,1660	0,0520	0,2070	0,0220
Çelikhalat	0,1100	0,2210	0,0010	0,6870	0,4830
Çimentaş	0,0040	0,0010	0,9220	0,8870	0,0010
Çimsa	0,0370	0,0020	0,5450	0,0400	0,6030
Denizli	0,5930	0,0010	0,0850	0,0740	0,6550
Derimod	0,0920	0,0050	0,0440	0,9040	0,0250
Deva	0,2040	0,0000	0,3530	0,0420	0,0650
Ditaş	0,5940	0,6430	0,5910	0,8840	0,7300
Döктаş	0,5280	0,4950	0,7880	0,6870	0,2920
Eczilaç	0,0250	0,0640	0,0000	0,9340	0,1490
Edip	0,2620	0,0270	0,2870	0,1370	0,0200
Ege endüstri	0,0000	0,0000	0,0000	0,7680	0,0730
Ege gübre	0,0400	0,3160	0,0000	0,0370	0,9710
Ege seramik	0,6140	0,0120	0,0170	0,0290	0,4110
Ereğli	0,2170	0,1430	0,4910	0,0020	0,9680
Feniş	0,0510	0,0260	0,0000	0,0350	0,4980
Ford	0,0010	0,0580	0,7700	0,7290	0,8780
Gentaş	0,1930	0,0340	0,1020	0,7910	0,2040
Goodyear	0,0010	0,0010	0,0370	0,9980	0,4070
Gübre fabrikası	0,7670	0,0000	0,0000	0,7360	0,6150
Hektaş	0,3290	0,0010	0,0760	0,4180	0,4080
Hürriyet	0,8660	0,0680	0,5180	0,6190	0,2680
İntema	0,3030	0,0010	0,0000	0,0270	0,6180
İzmir	0,0620	0,1390	0,6980	0,0340	0,8830
İzocam	0,0320	0,1430	0,0980	0,6760	0,3000
Kartonsan	0,6760	0,0000	0,1010	0,1750	0,3850
Kelebek	0,0880	0,0070	0,1440	0,5200	0,6990
Kent	0,0500	0,8490	0,4280	0,0470	0,8390
Konya	0,9660	0,0100	0,9990	0,3620	0,1480
Kordsa	0,4570	0,2390	0,0100	0,1200	0,5380
Kütahya	0,1530	0,1070	0,4060	0,9950	0,4030
Lüks	0,0000	0,0420	0,0000	0,0000	0,0000
Mardin	0,2120	0,0090	0,0100	0,1400	0,1160
Marmaris Altinyunus	0,7060	0,2090	0,0580	0,1450	0,0570
Marshall	0,0860	0,0020	0,1340	0,9230	0,0030

Migros	0,7860	0,0210	0,0370	0,2530	0,8290
Net turizm	0,1380	0,3460	0,0070	0,9480	0,8920
Olmuksa	0,2510	0,0110	0,0610	0,7270	0,4790
Parsan	0,0100	0,0400	0,5550	0,0260	0,2310
Petkim	0,0200	0,0010	0,0010	0,1580	0,9290
Petrol ofisi	0,2260	0,0050	0,1170	0,5540	0,0590
Pimaş	0,0000	0,0230	0,0010	0,0030	0,7780
Pınar su	0,0130	0,0360	0,0390	0,3080	0,0030
Pınar süt	0,0020	0,4720	0,0000	0,2810	0,7900
Sarkuysan	0,5640	0,0000	0,0000	0,0010	0,3880
Sönmez	0,1770	0,0370	0,7700	0,1720	0,3720
Tat	0,7190	0,1350	0,1670	0,5970	0,0150
Tdd	0,0050	0,0480	0,0030	0,1290	0,1950
Thy	0,8970	0,1420	0,7470	0,6540	0,5710
Tire	0,7910	0,0000	0,0180	0,0010	0,4620
Trakya	0,0830	0,5200	0,0860	0,7020	0,1000
Tuborg	0,1130	0,0630	0,0570	0,0240	0,0230
Tüpraş	0,0090	0,7390	0,0440	0,5720	0,0340
Usaş	0,1200	0,0000	0,9370	0,4200	0,2340
Uşak	0,5780	0,0780	0,2410	0,0600	0,7290
Ünye	0,0110	0,0020	0,4330	0,3420	0,0220
Vestel	0,8940	0,2520	0,3240	0,2340	0,4170
Yünsa	0,0350	0,0000	0,0000	0,0000	0,0080

EK:3 İşletmelerin Regresyon Sonucu Elde Edilen Beta Değerleri

	BETA DEĞERLERİ				
	BX1	BX2	BX3	BX4	BX5
Adana	-0,588	-0,012	-0,506	-0,035	-0,007
Afyon	-0,380	-0,081	-0,716	-0,013	-0,007
Akal	-0,034	-0,014	-0,547	-0,011	-0,009
Aksa	0,039	-0,054	-0,515	0,033	0,000
Aksu	-0,061	-0,014	-0,518	0,038	-0,129
Alarko	0,155	-0,102	-0,267	-0,005	0,019
Altinyıldız	-0,426	-0,042	-0,941	0,013	0,028
Anadolu	-0,975	-0,083	-0,137	-0,048	-0,004
Arçelik	0,197	-0,090	0,178	-0,025	0,008
Aselsan	-0,752	0,007	-0,732	0,009	-0,008
Aygaz	-0,225	-0,038	-0,222	-0,010	0,024
Bagfas	-0,907	0,028	-0,037	0,004	0,155
Banvit	-0,747	-0,061	-0,171	0,016	0,133
Beko	-1,134	-0,086	0,144	0,012	0,045
Bolu	-0,097	-0,021	-0,026	0,017	0,076
Brisa	-0,261	-0,046	-0,324	-0,016	0,000
Burçelik	-1,046	-0,012	-0,332	0,006	0,088
Bursa	-0,154	-0,020	0,196	-0,017	-0,056
Çelikhalat	-0,801	-0,081	-1,264	0,005	-0,014
Çimentaş	-0,702	-0,078	-0,009	-0,001	0,118
Çimsa	-0,780	-0,070	0,059	-0,029	-0,011
Denizli	0,130	-0,147	-0,457	0,032	-0,015
Derimod	-0,534	-0,288	-0,730	-0,002	0,077
Deva	-0,222	-0,294	-0,417	0,027	0,081
Ditaş	-0,317	0,029	-0,285	-0,005	0,025
Döktaş	-0,062	-0,074	0,077	-0,008	0,032
Eczilaç	-0,675	-0,074	-0,964	0,001	-0,028
Edip	-0,795	-0,096	0,647	-0,059	0,274
Ege endüstri	-0,510	-0,101	-0,854	-0,001	0,021
Ege gübre	-1,012	-0,033	0,956	0,039	0,001
Ege seramik	-0,164	-0,142	-1,255	0,070	0,008
Ereğli	-0,529	0,106	-0,437	-0,070	0,000
Feniş	-1,000	-0,037	-0,995	-0,024	-0,010
Ford	-1,112	-0,110	-0,538	0,004	-7,800
Gentaş	0,194	-0,018	-0,305	0,003	0,046
Goodyear	-1,601	-8,500	-1,401	9,62e	0,007
Gübre fabrikası	-0,089	-0,150	-0,927	0,002	-0,009
Hektaş	-0,190	-0,136	-0,532	-0,013	-0,050
Hürriyet	-0,055	-0,087	0,254	-0,016	0,062
İntema	-0,622	-0,235	-1,033	0,023	0,007
İzmir	-0,554	-0,044	-0,163	0,026	0,001
İzocam	-0,811	-0,040	-0,324	0,008	0,102
Kartonsan	-0,044	-0,026	-0,209	0,008	0,014
Kelebek	-1,405	-0,002	-3,152	0,047	0,113
Kent	-1,207	-0,020	-0,321	-0,071	0,011
Konya	0,007	-0,037	0,000	-0,014	-0,041
Kordsa	-0,358	-0,084	-0,629	0,028	0,026
Kütahya	-0,615	-0,124	-0,533	0,000	0,065

Lüks	-1,481	-0,011	0,858	-0,162	0,277
Mardin	0,112	-0,021	-0,164	-0,009	0,033
Marmaris Altinyunus	-0,116	-0,019	-0,248	0,022	0,020
Marshall	-0,683	-0,075	-0,440	-0,002	0,141
Migros	0,204	-0,460	-0,411	0,014	-0,001
Net turizm	-0,641	0,021	-0,928	0,003	-0,001
Olmuksa	-0,379	-0,064	-0,666	-0,005	-0,032
Parsan	-0,564	-0,107	-0,201	-0,049	0,027
Petkim	-0,273	-0,040	-0,382	-0,007	0,000
Petrol ofisi	-0,339	-0,112	-0,235	0,006	0,010
Pimaş	-0,532	-0,111	-0,484	-0,025	0,003
Pınar su	-1,311	-0,273	-0,900	0,032	0,116
Pınar süt	-1,460	-0,046	-0,788	-0,013	-0,004
Sarkuysan	0,089	-0,115	-0,699	0,030	0,008
Sönmez	-0,422	-0,028	-0,109	-0,036	0,070
Tat	0,108	-0,067	0,480	-0,010	-0,082
Tdd	-0,781	-0,085	-1,063	-0,013	0,006
Thy	0,065	-0,230	-0,136	0,007	0,018
Tire	0,058	-0,084	-0,430	0,054	0,024
Trakya	-0,427	-0,014	-0,228	0,003	0,007
Tuborg	-0,623	-0,236	-0,827	0,057	0,138
Tüpraş	-1,577	-0,045	-0,937	-0,008	0,034
Usaş	0,108	-0,081	0,010	-0,009	-0,008
Uşak	-0,090	-0,107	-0,358	0,035	0,011
Ünye	-0,707	0,000	0,215	-0,013	0,079
Vestel	0,092	0,103	-0,288	-0,012	0,011
Yünsa	-0,341	-0,220	-1,140	0,043	0,097

EK:4 İşletmeler İçin Oluşturulan Çoklu Regresyon Modeli R^2 Değerleri

İŞLETMELER	R^2 DEĞERİ
Adana	0,773
Afyon	0,970
Akal	0,817
Aksa	0,846
Aksu	0,714
Alarko	0,953
Altinyıldız	0,923
Anadolu	0,793
Arçelik	0,583
Aselsan	0,694
Aygaz	0,629
Bagfas	0,842
Banvit	0,806
Beko	0,893
Bolu	0,784
Brisa	0,979
Burçelik	0,795
Bursa	0,854
Çelikhalat	0,891
Çimentaş	0,914
Çimsa	0,866
Denizli	0,923
Derimod	0,914
Deva	0,923
Ditaş	0,097
Döktaş	0,333
Eczilaç	0,934
Edip	0,830
Ege endüstri	0,983
Ege gübre	0,944
Ege seramik	0,904
Ereğli	0,853
Feniş	0,966
Ford	0,807
Gentaş	0,907
Goodyear	0,916
Gübre fabrikası	0,963
Hektaş	0,925
Hürriyet	0,753
İntema	0,911
İzmir	0,632
İzocam	0,804
Kartonsan	0,888
Kelebek	0,767
Kent	0,822
Konya	0,855
Kordsa	0,769
Kütahya	0,686
Lüks	0,985
Mardin	0,943
Marmaris Altinyunus	0,619

Marshall	0,817
Migros	0,818
Net turizm	0,785
Omluksa	0,908
Parsan	0,920
Pektim	0,878
Petrol ofisi	0,781
Pimaş	0,988
Pınar su	0,866
Pınar süt	0,955
Sarkuysan	0,984
Sönmez	0,787
Tat	0,758
Tdd	0,873
Thy	0,336
Tire	0,903
Trakya	0,564
Tuborg	0,841
Tüpraş	0,887
Usaş	0,946
Uşak	0,719
Ünye	0,868
Vestel	0,324
Yünsa	0,981

EK:5 Çoklu Doğrusallık Problemini Değerlendirmek İçin Elde Edilen Collinearity VIF Değerleri

İŞLETMELER	Collinearity Statistics VIF				
	X1	X2	X3	X4	X5
Adana	4,578	3,524	3,962	3,164	2,654
Afyon	1,224	4,381	1,787	5,018	1,263
Akal	5,338	1,431	1,307	5,427	1,189
Aksa	7,998	1,135	3,26	4,544	1,196
Aksu	5,393	1,376	2,423	6,168	4,703
Alarko	2,197	3,419	5,909	7,775	4,259
Altınıyıldız	4,532	1,186	2,505	6,846	5,214
Anadolu	1,684	1,732	2,177	2,601	1,394
Arçelik	1,44	2,466	2,814	3,801	1,802
Aselsan	3,015	6,65	1,391	4,961	1,144
Aygaz	2,371	2,368	3,304	3,15	1,123
Bagfas	2,039	1,223	1,78	2,383	1,854
Banvit	2,707	3,7	2,933	5,194	3,867
Beko	7,154	2,721	10,473	2,368	1,756
Bolu	2,323	3,452	1,299	3,769	4,507
Brisa	2,77	3,771	2,974	2,638	2,42
Burçelik	2,905	1,648	3,267	3,657	2,319
Bursa	3,071	5,443	1,884	7,983	1,358
Çelikhalat	2,867	2,836	1,559	2,662	1,461
Çimentaş	1,74	1,352	1,958	1,484	1,41
Çimsa	1,264	1,789	1,941	3,207	1,33
Denizli	3,799	3,912	3,21	4,225	3,125
Derimod	1,228	2,503	1,47	3,146	1,936
Deva	1,133	2,264	1,683	1,701	1,816
Ditaş	2,883	1,244	2,067	3,306	1,834
Döktaş	1,263	1,324	1,117	1,155	1,134
Eczilaç	2,08	2,112	1,746	1,447	1,316
Edip	10	1,466	10,466	9,104	6,005
Ege endüstri	2,391	1,211	2,485	1,793	1,693
Ege gübre	5,188	2,73	1,971	3,851	1,383
Ege seramik	7,107	2,363	4,94	8,483	1,473
Ereğli	1,649	2,301	1,785	2,99	1,53
Feniş	1,569	2,553	2,616	2,548	2,118
Ford	2,57	1,799	4,092	1,383	1,374
Gentaş	2,719	2,814	2,14	5,774	3,846
Goodyear	3,432	1,727	9,871	6,698	1,158
Gübre fabrikası	2,314	2,21	1,497	1,566	1,719
Hektaş	2,269	6,15	3,368	4,676	4,466
Hürriyet	2,298	2,822	3,656	7,146	1,911
İntema	5,305	1,515	1,616	4,254	1,341
İzmir	1,518	1,956	1,848	1,141	1,732
İzocam	1,804	2,867	1,77	4,718	3,527
Kartonsan	3,043	1,982	2,116	2,923	1,997
Kelebek	6,376	1,602	3,664	2,951	3,441
Kent	2,399	2,048	2,594	4,095	1,923
Konya	1,526	3,057	2,389	5,818	1,688
Kordsa	4,931	3,387	5,634	4,829	2,222
Kütahya	1,928	3,981	4,006	8,467	3,129
Lüks	5,456	2,928	7,681	7,404	4,596

Mardin	1,182	3,614	1,238	4,024	1,767
Marmaris Altinyunus	2,647	2,197	2,001	1,739	1,321
Marshall	1,699	1,557	2,335	4,208	1,743
Migros	6,553	3,712	3,949	2,862	1,308
Net turizm	2,074	1,243	2,094	2,309	1,285
Omluksa	2,713	5,154	2,065	3,773	2,437
Parsan	1,407	1,583	5,072	5,521	1,089
Pektim	3,251	2,268	2,601	1,923	1,296
Petrol ofisi	7,282	3,946	9,78	3,549	1,271
Pimaş	2,037	4,089	2,279	4,21	1,604
Pınar su	1,195	2,366	7,537	6,026	1,247
Pınar süt	1,431	1,246	3,64	3,121	1,327
Sarkuysan	9,96	2,597	1,893	7,571	1,509
Sönmez	1,669	2,172	1,196	1,823	2,196
Tat	4,44	1,41	5,371	4,912	1,595
Tdd	1,141	1,229	2,004	1,841	1,075
Thy	2,715	2,164	2,023	2,449	2,362
Tire	4,685	1,081	1,465	2,635	2,228
Trakya	1,51	1,601	1,825	1,852	1,081
Tuborg	3,678	2,962	2,703	1,799	2,208
Tüpraş	8,731	7,434	3,373	2,998	1,202
Usaş	1,603	3,339	3,37	5,44	1,22
Uşak	1,48	1,471	2,046	3,005	1,371
Ünye	2,562	1,307	3,972	1,524	1,448
Vestel	3,799	2,199	1,977	2,983	2,059
Yünsa	1,58	1,563	6,579	5,464	4,945

EK:6 İşletmeler İçin Elde Edilen Korelasyon Pearson t Değerleri

İŞLETMELER	Korelasyon Pearson t Değerleri				
	X1	X2	X3	X4	X5
Adana	-0,056	-0,762	-0,325	-0,713	0,174
Afyon	-0,394	-0,863	-0,854	-0,831	0,085
Akal	0,395	-0,284	-0,849	-0,545	-0,399
Aksa	0,342	-0,305	-0,655	-0,084	0,028
Aksu	-0,64	-0,303	0,202	0,787	-0,702
Alarko	0,572	-0,935	-0,878	-0,884	0,836
Altınıyıldız	-0,832	-0,154	-0,864	0,479	-0,194
Anadolu	-0,205	-0,274	-0,548	-0,631	0,176
Arçelik	-0,164	-0,58	0,449	-0,691	-0,195
Aselsan	-0,47	0,224	-0,614	0,43	-0,188
Aygaz	-0,25	-0,223	-0,537	-0,539	0,527
Bagfas	-0,346	-0,044	-0,115	-0,026	0,552
Banvit	-0,662	-0,547	0,326	-0,165	0,034
Beko	-0,86	-0,421	0,752	-0,089	-0,387
Bolu	-0,602	-0,859	0,125	-0,432	0,616
Brisa	0,226	-0,911	-0,494	-0,852	-0,415
Burçelik	-0,844	-0,467	0,528	0,495	-0,269
Bursa	-0,01	-0,834	0,51	-0,518	-0,065
Çelikhalat	-0,701	-0,662	-0,793	0,09	0,028
Çimentaş	-0,45	-0,765	-0,114	0,377	0,535
Çimsa	0,122	-0,823	-0,39	-0,722	-0,127
Denizli	0,123	-0,913	-0,801	-0,443	0,33
Derimod	-0,055	-0,804	-0,594	-0,732	0,704
Deva	-0,387	-0,903	-0,653	0,057	-0,283
Ditaş	-0,048	0,116	-0,146	-0,074	0,131
Döktaş	-0,371	-0,359	0,181	-0,274	0,403
Eczilaç	-0,658	-0,564	-0,782	-0,449	0,182
Edip	0,052	-0,567	-0,176	-0,416	0,447
Ege endüstri	0,135	-0,673	-0,687	-0,56	0,003
Ege gübre	-0,411	-0,219	-0,645	0,08	0,348
Ege seramik	-0,885	-0,401	-0,253	0,546	-0,149
Ereğli	-0,204	-0,352	-0,618	-0,863	0,211
Feniş	0,306	-0,187	-0,915	0,257	-0,537
Ford	-0,815	-0,524	0,503	0,259	-0,143
Gentaş	0,73	-0,878	-0,733	-0,806	0,796
Goodyear	-0,114	-0,825	-0,395	-0,33	0,169
Gübre fabrikası	-0,699	-0,809	-0,745	0,327	0,083
Hektaş	-0,265	-0,921	0,321	-0,762	0,494
Hürriyet	-0,224	-0,773	-0,153	-0,719	0,601
İntema	-0,5	-0,556	-0,196	0,576	-0,35
İzmir	-0,394	-0,458	0,225	0,462	-0,309
İzocam	-0,634	-0,706	-0,159	-0,51	0,701
Kartonsan	0,402	-0,876	0,028	-0,409	0,387
Kelebek	-0,219	-0,681	-0,22	0,176	-0,203
Kent	-0,366	-0,604	-0,754	-0,701	0,471
Konya	0,26	-0,876	-0,357	-0,756	0,001
Kordsa	0,07	-0,547	-0,618	-0,427	0,555
Kütahya	-0,358	-0,698	0,007	-0,287	0,261
Lüks	-0,573	-0,711	-0,592	-0,482	-0,086
Mardin	0,163	-0,896	-0,436	-0,891	0,638

Marmaris Altinyunus	0,029	-0,162	-0,323	0,164	0,542
Marshall	0,236	-0,561	0,062	-0,398	0,643
Migros	0,008	-0,371	-0,616	0,355	-0,003
Net turizm	-0,54	-0,07	-0,785	-0,058	0,127
Olmuxsa	-0,239	-0,906	-0,536	-0,791	0,274
Parsan	-0,455	-0,664	-0,611	-0,813	-0,036
Petkim	-0,329	-0,772	0,08	-0,24	-0,324
Petrol ofisi	-0,617	-0,792	0,535	0,285	0,039
Pimaş	-0,899	-0,776	-0,468	-0,254	-0,271
Pınar su	0,636	-0,26	-0,373	-0,513	0,642
Pınar süt	0,073	-0,394	-0,906	-0,804	0,419
Sarkuysan	-0,413	-0,562	-0,702	0,5	-0,066
Sönmez	0,03	-0,825	-0,385	-0,718	0,459
Tat	-0,633	-0,61	0,556	0,503	-0,687
Tdd	-0,624	-0,617	-0,658	0,273	0,14
Thy	-0,285	-0,528	-0,011	-0,082	0,115
Tire	-0,361	-0,646	-0,088	0,554	-0,071
Trakya	-0,379	0,113	-0,3	0,005	0,508
Tuborg	-0,508	-0,492	0,055	0,68	0,138
Tüpraş	-0,827	-0,815	0,387	-0,291	0,168
Usaş	0,416	-0,945	0,076	-0,675	0,068
Uşak	-0,461	-0,719	0,254	0,677	-0,18
Ünye	-0,54	-0,523	0,118	-0,082	0,429
Vestel	0,238	0,112	-0,391	0,006	0,289
Yünsa	-0,105	-0,738	-0,838	-0,538	0,545

EK:7 Korelasyon Katsayılarının İlişki Dereceleri

Korelasyon Katsayısı (%)	İlişki Derecesi	Kısaltmalar
0	İlişki Yok	İY
01 – 10	Çok Zayıf	ÇZ
11 – 20	Nisbeten Çok Zayıf	NÇZ
21 – 30	Zayıf	Z
31 – 40	Nisbeten Zayıf	NZ
41 – 50	Çok Az Zayıf	ÇAZ
51 – 60	Çok Az Güçlü	ÇAG
61 – 70	Nisbeten Güçlü	NG
71 – 80	Güçlü	G
81 – 90	Nisbeten Çok Güçlü	NÇG
91 – 100	Çok Güçlü	ÇG

Ek:8 Korelasyon Analizi Sonucu İşletmeler İçin Elde Edilen Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin İlişki Düzeyleri

İŞLETMELERİN KORELASYON İLİŞKİSİ	Y-X1	Y-X2	Y-X3	Y-X4	Y-X5	ANLAMLI OLANLAR
Adana	ÇZ	G	NZ	G	NÇZ	X2 X4
Afyon	NZ	NÇG	NÇG	NÇG	ÇZ	X2 X3 X4
Akal	NZ	Z	NÇG	ÇAG	NZ	X3 X4
Aksa	NZ	NZ	NG	ÇZ	ÇZ	X4 X5
Aksu	NG	NZ	Z	G	G	X1 X4 X5
Alarko	ÇAG	ÇG	NÇG	NÇG	NÇG	X1 X2 X3 X4 X5
Altinyıldız	NÇG	NÇZ	NÇG	NÇG	NÇZ	X1 X3 X4
Anadolu	NÇZ	NÇZ	ÇAG	NG	NÇZ	X3 X4
Arçelik	Z	Z	NG	NG	NÇZ	X2 X4
Aselsan	ÇAZ	Z	NG	ÇAZ	Z	X3
Aygaz	Z	Z	ÇAG	ÇAG	ÇAG	X3 X4 X5
Bagfas	NZ	ÇZ	NÇZ	ÇZ	ÇAG	X5
Banvit	NG	ÇAG	NZ	NÇZ	ÇZ	X1 X2
Beko	NÇG	ÇAZ	G	ÇZ	NZ	X1 X3
Bolu	ÇAG	NÇG	NÇZ	ÇAZ	NG	X1 X2 X5
Brisa	Z	ÇG	ÇAZ	NÇG	ÇAZ	X2 X4
Burçelik	NÇG	ÇAZ	ÇAG	ÇAZ	Z	X1 X3
Bursa	ÇZ	ÇAG	ÇAG	ÇAG	ÇZ	X2 X3 X4
Çelikhalat	G	NG	G	ÇZ	ÇZ	X1 X2 X3
Çimentaş	ÇAZ	G	NÇG	NZ	ÇAG	X2 X5
Çimsa	NÇZ	NÇG	NZ	G	NÇZ	X2 X4
Denizli	NÇZ	ÇG	NÇG	ÇAZ	NZ	X2 X3
Derimod	ÇZ	NÇG	ÇAG	G	G	X2 X3 X4 X5
Deva	NZ	NÇG	NG	ÇZ	Z	X2 X3
Ditaş	ÇZ	NÇZ	NÇZ	ÇZ	NÇZ	0
Döктаş	NZ	NZ	NÇZ	Z	ÇAZ	0
Eczilaç	NG	ÇAG	G	ÇAZ	NÇZ	X1 X2 X3
Edip	ÇZ	ÇAG	NÇZ	ÇAZ	ÇAZ	X2
Ege endüstri	NÇZ	NG	NG	ÇAG	ÇZ	X2 X3 X4
Ege gübre	ÇAZ	Z	NG	ÇZ	NZ	X3
Ege seramik	NÇG	ÇAZ	Z	ÇAG	NÇZ	X1 X4
Ereğli	Z	NZ	NG	NÇG	Z	X3 X4
Feniş	NZ	NÇZ	ÇG	Z	ÇAG	X3 X5
Ford	NÇG	ÇAG	ÇAG	Z	NÇZ	X1 X2 X3
Gentaş	G	NÇG	G	NÇG	G	X1 X2 X3 X4 X5
Goodyear	NÇZ	NÇG	NZ	NZ	NÇZ	X2
Gübre fabrikası	NG	NÇG	G	NZ	ÇZ	X1 X2 X3
Hektaş	Z	ÇG	NZ	G	ÇAZ	X2 X4
Hürriyet	Z	G	NÇZ	G	NG	X2 X4 X5
İntema	ÇAG	ÇAG	NÇZ	ÇAG	NZ	X1 X2 X4
İzmir	NZ	ÇAZ	Z	ÇAZ	NZ	0
İzocam	NG	G	NÇZ	ÇAG	G	X1 X2 X4 X5
Kartonsan	ÇAZ	NÇG	ÇZ	ÇAZ	NZ	X2
Kelebek	Z	NG	Z	NÇZ	Z	X2
Kent	NZ	NG	G	G	ÇAZ	X2 X3 X4
Konya	Z	NÇG	NZ	G	ÇZ	X2 X4
Kordsa	ÇZ	ÇAG	NG	ÇAZ	ÇAG	X2 X3 X5
Kütahya	NZ	NG	ÇZ	Z	Z	X2

Lüks	ÇAG	G	ÇAG	ÇAZ	ÇZ	X1 X2 X3
Mardin	NÇZ	NÇG	ÇAG	NÇG	NG	X2 X4 X5
Marmaris Altinyunus	ÇZ	ÇZ	NZ	ÇZ	ÇAG	X5
Marshall	Z	ÇAG	ÇZ	NZ	NG	X2 X5
Migros	Z	NZ	NG	NZ	ÇZ	X3
Net turizm	ÇAG	Z	G	ÇZ	NÇZ	X1 X3
Olmuksa	Z	ÇG	ÇAG	G	Z	X2 X3 X4
Parsan	ÇAZ	NG	NG	NÇG	ÇZ	X2 X3 X4
Pektim	NZ	G	ÇZ	Z	NZ	X2
Petrol ofisi	NG	G	ÇAG	Z	ÇZ	X1 X2 X3
Pimaş	NÇG	G	ÇAZ	Z	Z	X1 X2
Pınar su	NG	Z	NZ	ÇAG	NG	X1 X4 X5
Pınar süt	ÇZ	NZ	ÇG	NÇG	ÇAZ	X3 X4
Sarkuysan	ÇAZ	ÇAG	G	ÇAZ	ÇZ	X2 X3
Sönmez	Z	NÇG	NZ	G	ÇAZ	X2 X3
Tat	NG	NG	ÇAG	ÇAG	NG	X1 X2 X3 X4 X5
Tdd	NG	NG	NG	Z	NÇZ	X1 X2 X3
Thy	Z	ÇAG	NÇZ	ÇZ	ÇZ	X2
Tire	NZ	NG	ÇZ	ÇAG	ÇZ	X2 X4
Trakya	NZ	NÇZ	Z	ÇZ	ÇAG	0
Tuborg	ÇAG	ÇAZ	ÇZ	NG	NÇZ	X4
Tüpraş	NÇG	NÇG	NZ	Z	NÇZ	X1 X2
Usaş	ÇAZ	ÇG	ÇZ	NG	ÇZ	X2 X4
Usak	ÇAZ	G	Z	NG	NÇZ	X2 X4
Ünye	ÇAG	ÇAG	NÇZ	NÇG	ÇAZ	X1 X2
Vestel	Z	ÇZ	NZ	ÇZ	Z	0
Yünsa	NÇZ	G	NÇG	ÇAG	ÇAG	X2 X3 X4 X5

Ek:9 Korelasyon Analizi Sonucu Anlamlı Değerlere Sahip Bağımlı Değişken ile Bağımsız Değişkenlerin İlişki Düzeylerinin Sayısı

	X1	X2	X3	X4	X5
Çok Zayıf	-	-	-	1	1
Nisbeten Çok Zayıf	-	-	-	1	-
Zayıf	-	1	-	-	-
Nisbeten Zayıf	-	-	1	-	-
Çok Az Zayıf	-	-	-	1	-
Çok Az Güçlü	6	11	9	10	7
Nisbeten Güçlü	9	9	10	4	6
Güçlü	2	10	8	10	4
Nisbeten Çok Güçlü	7	13	6	8	1
Çok Güçlü	-	7	2	-	-

EK:10 Analizde Kullanılan Değişkenlerin Hesaplama Yöntemleri

DEĞİŞKENLER	HESAPLAMA YÖNTEMİ	KAYNAK
KARLILIK	Net Kar/Toplam Varlıklar	Rajan ve Zingales 1995 Titman ve Wessels 1988
CARİ ORAN	Cari Varlıklar/Cari Borçlar	Deesomsak 2004
MADDİ DURAN VARLIKLAR	Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar	Rajan ve Zingales 1995 Friend ve Lang 1988
BÜYÜKLÜK	Satışların Doğal Logaritması	Rajan ve Zingales 1995 Deesomsak 2004
BÜYÜME	Varlıklardaki % Değişimi	Titman ve Wessels 1988

EK:11 Analizde Kullanılan İşletmelerin Sektör Gruplarına Göre Dağılımı ve İşletme İsimleri

GIDA
BANVİT KENT PINAR SU PINAR SÜT TUBORG TAT

DOKUMA, GİYİM EŞYA VE DERİ
AKAL AKSU İPLİK ALTINYILDIZ DERİMOD EDİP İPLİK KORSA GLOBAL LÜKS KADİFE SÖNMEZ YÜNSA

KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ,BASIM YAYIN
HÜRRİYET KARTONSAN OLMUKSA TİRE KUTSAN

KİMYA,PETROL,KAUÇUK,PLASTİK ÜRÜNLER
AKSA AKRİLİK AYGAZ BAGFAS BRİSA DEVA HOLDİNG ECZACIBAŞI İLAÇ EGE GÜBRE GOODYEAR GÜBRE FABRİKASI HEKTAŞ MARSHALL PETKİM PİMAŞ PETROL OFİSİ TÜPRAŞ

LOKANTA VE OTELLER
MARMARA ALTINYUNUS NET TURİZM

ULAŖTIRMA
TÜRK HAVA YOLLARI USAŖ UÇAK SERVİSİ
TOPTAN TİCARET
İNTEMA ET
METAL ANA SANAYİ
BURÇELİK ÇELİK HALAT COMPONENT DÖKTAŖ EREĞLİ DEMİR FENİŖ ALİMÜNYUM İZMİR DEMİR ÇELİK SARKUYSAN
METAL EŖYA, MAKİNA VE GEREÇ YAPIMI
ALARKO CARRIER ARÇELİK BEKO DİTAŖ DOĞAN EGE ENDÜSTRİ FORD PARSAN MAKİNE TÜRK DEMİR DÖKÜM VESTEL
ORMAN ÜRÜNLERİ, MOBİLYA
KELEBEK MOBİLYA GENTAŖ
PERAKENDE TİCARET
MİGROS
SAVUNMA
ASELSAN

TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ

ADANA
AFYON
ANADOLU CAM
BOLU
BURSA
ÇİMSA
ÇİMENTAŞ
DENİZLİCAM
EGE SERAMİK
İZOCAM
KONYA
KÜTAHYA PORSELEN
MARDİN
TRAKYA CAM
ÜNYE
UŞAK SERAMİK

ÖZGEÇMİŞ

Adı ve SOYADI : Eda ORUÇ

Doğum Tarihi ve Yeri : 27/07/1984, İstanbul

Medeni Durumu : Bekar

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise : H.M.M.Bileydi Anadolu Lisesi

Lisans Diploması : Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü

Yüksek Lisans Diploması : Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bölümü
Tezli Yüksek Lisans (2006/devam)

Tez Konusu : Finansal Hiyerarşi Teorisinin İMKB’de İşlem Gören İşletmeler
Üzerinde Test Edilmesi

Yabancı Dil / Diller : İngilizce/ Almanca

Bilimsel Faaliyetler

İş Denevimi

Stajlar : Türk Telekomünikasyon A.Ş. (2005-2006)
ITU- Uluslar arası Tam Yetkili Temsilciler Konferansı Halkla
İlişkiler Birimi (2006)

Projeler : -

Çalıştığı Kurumlar : Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme A.B.D.
Araştırma Görevlisi, Antalya (2007-....)

Adres : Cebesoy Cad. Şenyürek Apt. Kat:2 Daire:6 No:47
Merkez/Antalya

Tel. no : 0 242 323 66 66