

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

TÜRKİYE'DE FİRMALARIN SERMAYE YAPISI :
BELİRLEYİCİ ETMENLER VE GELİŞİM

Hazırlayan
Burak TERİM

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Cevdet A. KAYALI

Manisa, 2009

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ FORMU

Tez No:

Konu:

Üniv. Kodu:

Tezin yazarının

Soyadı: **TERİM**

Adı: **Burak**

Tezin Türkçe Adı: **“Türkiye’de Firmaların Sermaye Yapısı : Belirleyici Etmenler ve Gelişim”**

Tezin Yabancı Adı: **“Capital Structure of Firms in Turkey : Determinants and Evolution”**

Tezin Yapıldığı

Üniversite: CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ

Enstitü: SOS. BİL. ENS.

Yılı: 2009

Diğer Kuruluşlar:

Tezin Türü: 1- Yüksek Lisans
2- **Doktora**
3- Tıpta Uzmanlık
4- Sanatta Yeterlilik

Dili : Türkçe
Sayfa Sayısı :152
Referans Sayısı:180

Tez Danışmanının

Ünvanı: Yardımcı Doçent Doktor

Adı: Cevdet Alptekin

Soyadı: KAYALI

Türkçe Anahtar Kelimeler:

İngilizce Anahtar Kelimeler:

1- Sermaye Yapısı
2- Kaldıraç
3- İşletme Finansmanı
4- Dengeleme Teorisi
5- Finansal Hiyerarşi Teorisi

1- Capital Structure
2- Leverage
3- Corporate Financing
4- Trade-off Theory
5- Pecking Order Theory

Tarih:

İmza:

ÖZET

Bu çalışma, Türkiye’de imalat sanayinde faaliyet gösteren halka açık firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler ile bu firmaların sermaye yapılarına ilişkin kararları almalarındaki davranışlarını, literatürde yapılmış çokça araştırmanın ışığında ortaya koymayı amaçlamıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sermaye yapısı kavramı ve sermaye yapısı unsurları ele alınmış, ikinci bölümde sermaye yapısı kuramları ile literatürde yaygın olarak kullanılan sermaye yapısına etki eden faktörler kapsamlı bir incelemeye tabi tutulmuştur. Üçüncü bölümde ise, söz konusu firmalara ilişkin net sabit varlıklar, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, kârlılık ve büyüme fırsatları etmenlerinin sermaye yapıları ile ilişkileri istatistiki yöntemlerle analiz edilmiştir.

Firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerden, net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları ile sermaye yapıları arasında güçlü ve anlamlı sonuçlar söz konusu iken, firma büyüklüğü ile borç dışı vergi kalkanı etmenlerine ilişkin güçlü ancak yalnızca iktisadi açıdan anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır.

ABSTRACT

In the light of many researches done in the literature, this study aims to put forth the factors affecting capital structure of firms operating in the Turkish publicly-traded manufacturing industry and behaviors regarding those firms' decisions about their capital structures.

This study is comprised of three parts: In the first part, the concept and components of capital structure are discussed. Secondly, the work examines capital structure theories and factors affecting capital structure, which are exposed extensively in the literature, in detail. In the third part, the relationships between tangibility, firm size, non-debt tax shields, profitability, and the growth opportunities of those firms and capital structures are analyzed with statistical methods.

Among factors affecting the capital structure of firms, the study reveals that there are statistically significant relationships between capital structure, tangibility, profitability; and growth opportunities, while asserting that strong but only economically-meaningful relationships with regard to firm size and non-debt tax shield seem to exist.

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “**Türkiye’de Firmaların Sermaye Yapısı : Belirleyici Etmenler ve Gelişim**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma baş vurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yaparak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Burak TERİM

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün/..../..... tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jüri, lisansüstü öğretim yönetmeliğinin maddesine göre İşletme Anabilim Dalı Doktora Programı öğrenci Burak TERİM'in "**Türkiye'de Firmaların Sermaye Yapısı : Belirleyici Etmenler ve Gelişim**" adlı tezini incelemiş ve aday/..../..... tarihinde saat de tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmasına dayanan tezin savunmasından sonra dakikalık süre içinde gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerince sorulan sorulara verdiği yanıtlar değerlendirilerek tezin olduğuna oy ile karar verilmiştir.

BAŞKAN

ÜYE

ÜYE

ÜYE

ÜYE

İÇİNDEKİLER

Y.Ö.K. Dokümantasyon Merkezi Tez Veri Giriş Formu	II
Türkçe Özet	III
İngilizce Özet	IV
Yemin Metni	V
Tutanak	VI
İçindekiler	VII
Kısaltmalar Listesi	XII
Şekiller Listesi	XIII
Tablolar Listesi	XIV
GİRİŞ	1

BÖLÜM 1

FİRMALARDA SERMAYE YAPISI

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı	4
1.2. Sermaye Yapısı Unsurları	6
1.2.1. Öz sermaye	6
1.2.1.1. Hisse Senetleri	8
1.2.1.1.1. Hamiline ve Nam'a Yazılı Hisse Senetleri	9
1.2.1.1.2. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	10
1.2.1.1.3. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri	10
1.2.1.2. Oto-Finansman Kaynakları	12
1.2.1.2.1. Yedekler	13

1.2.1.2.1.1. Sermaye Yedekleri	13
1.2.1.2.1.2. Kâr Yedekleri	14
1.2.1.2.2. Amortismanlar	15
1.2.1.2.3. Karşılıklar	16
1.2.1.3. Öz Sermaye İle Finansmanın Üstün ve Sakıncalı Yönleri.....	17
1.2.1.4. Öz Sermaye İle Finansman Kararını Etkileyen Faktörler ...	18
1.2.2. Yabancı Kaynaklar	20
1.2.2.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	20
1.2.2.1.1. Kısa Vadeli Ticari Krediler (Satıcı Kredileri)	22
1.2.2.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri.....	24
1.2.2.1.3. Finansman Bonoları	25
1.2.2.1.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet	26
1.2.2.1.5. Factoring	27
1.2.2.1.6. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar.....	28
1.2.2.2. Orta Vadeli Yabancı Kaynaklar	28
1.2.2.2.1 Orta Vadeli Banka Kredileri	29
1.2.2.2.2. Taksitli Donatım (Teçhizat) Kredileri.....	29
1.2.2.2.3. Dönen (Devreden - Rotatif - Revolving) Krediler.....	30
1.2.2.2.4. Orta Vadeli Satıcı Kredileri	30
1.2.2.2.5. Uluslararası Finans Pazarlarından (Euro Pazarlardan) Borçlanma.....	30
1.2.2.2.6. Leasing.....	31
1.2.2.2.7. Forfaiting	32
1.2.2.2.8. Diğer Orta Vadeli Finansman Kaynakları	33

1.2.2.3. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	33
1.2.2.3.1. Bankalardan Sağlanan Uzun Vadeli Krediler	34
1.2.2.3.2. Tahvil İhracı Yoluyla Sağlanan Uzun Vadeli Kaynaklar	34
1.2.2.3.3. Bankalar Dışındaki Finans Kurumlarından İpotek Karşılığı Sağlanan Krediler	35
1.2.2.3.4. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	36
1.2.2.4. Yabancı Kaynak İle Finansmanın Üstün ve Sakıncalı Yönleri.....	36

BÖLÜM 2

SERMAYE YAPISI KURAMLARI VE TEMEL BELİRLEYİCİLER

2.1. Genel Olarak Sermaye Yapısı Yaklaşımları	38
2.1.1. Temel Sermaye Yapısı Yaklaşımları	40
2.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı	40
2.1.1.1.1. Sabit Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı	41
2.1.1.1.2. Değişken Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı.....	43
2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	44
2.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım	46
2.1.2. Franco Modigliani ve Merton Miller (M-M) Yaklaşımları	48
2.1.3. Dengeleme Teorisi.....	54
2.1.3.1. Vergi Etkileri	57
2.1.3.1.1. Borcun Vergi Kalkanı.....	57
2.1.3.1.2. Borç Dışı Vergi Kalkanı	58

2.1.3.1.3. Gelir Vergisi Kurumlar Vergisi İlişkisi.....	60
2.1.3.2. Finansal Sıkıntı	61
2.1.3.2.1. İflas Maliyetleri	64
2.1.3.2.2. İşletme (İş) Riski.....	66
2.1.3.3. Temsil Sorunu	68
2.1.4. Asimetrik Bilgi Teorisi.....	73
2.1.4.1. Sinyal Teorisi.....	73
2.1.4.2. Finansal Hiyerarşi Yaklaşımı.....	75
2.1.4.3. Hatalı Seçim.....	78
2.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Diğer Faktörler	79
2.2.1. Net Sabit Varlıklar	79
2.2.2. Firma Büyüklüğü	81
2.2.3. Kârlılık	83
2.2.4. Büyüme Fırsatları.....	85
2.2.5. Temettü Politikaları	88
2.2.6. Enflasyon Etkisi.....	90
2.2.7. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Büyüme Oranı.....	93

BÖLÜM 3

SERMAYE YAPISINI BELİRLEYİCİ ETMENLER

İMALAT SEKTÖRÜNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Örneklemi ve Değişkenler	95
3.2. Model ve Araştırma Yöntemi	99
3.3. Analizlerin Değerlendirilmesi	100

3.3.1. 2000 Yılı Verileri ile Analizler	100
3.3.2. 2001 Yılı Verileri ile Analizler	103
3.3.3. 2002 Yılı Verileri ile Analizler	107
3.3.4. 2003 Yılı Verileri ile Analizler	110
3.3.5. 2004 Yılı Verileri ile Analizler	113
3.3.6. 2005 Yılı Verileri ile Analizler	117
3.3.7. 2006 Yılı Verileri ile Analizler	121
3.3.8. 2007 Yılı Verileri ile Analizler	124
SONUÇ	128
KAYNAKÇA	133
EK-1	148

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	.....	Amerika Birleşik Devletleri
EKKY	.....	En Küçük Kareler Yöntemi
ELA	.....	Avrupa Kiralama Birliği - (European Leasing Association)
FVÖK	.....	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GSYİH	.....	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İMKB	.....	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVB/TA	.....	Kısa Vadeli Borçların Toplam Aktiflere Oranı
KVB/OS	.....	Kısa Vadeli Borçların Öz Sermayeye Oranı
KZOB	.....	(veya KOB), Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi
M-M	.....	Franco Modigliani ve Merton Miller
MDV/TA	.....	Net Sabit Varlıklar Değişkeni
NK/OS	.....	Kârlılık Değişkeni
TA	.....	Firma Büyüklüğü Değişkeni
TB/TA	.....	Toplam Borçların Toplam Aktiflere Oranı
TB/OS	.....	Toplam Borçların Öz Sermayeye Oranı
TTK	.....	Türk Ticaret Kanunu
UVB/TA	.....	Uzun Vadeli Borçların Toplam Aktiflere Oranı
UVB/OS	.....	Uzun Vadeli Borçların Öz sermayeye Oranı
VDMK	.....	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VÖK	.....	Vergi Öncesi Kâr
YA/TA	.....	Borç Dışı Vergi Kalkanı Değişkeni
%ΔTA	.....	Büyüme Fırsatları Değişkeni

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1. Sabit Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı	42
Şekil 2.2. Değişken Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı	44
Şekil 2.3. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	45
Şekil 2.4. Geleneksel Yaklaşım	47
Şekil 2.5. M-M (1958)'in Birinci ve İkinci Önergeleri	51
Şekil 2.6. M-M (1963) Düzeltilmiş Birinci Öneri	54
Şekil 2.7: Sermaye Yapısını Dengeleme Teorisi	63

TABLolar LİSTESİ

Tablo 3.1: Sermaye Yapısı Oranları (Bağımlı Değişkenler)	96
Tablo 3.2: Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler (Bağımsız Değişkenler)	96
Tablo 3.3: 2000 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	101
Tablo 3.4: 2000 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	103
Tablo 3.5: 2001 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	105
Tablo 3.6: 2001 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	106
Tablo 3.7: 2002 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	108
Tablo 3.8: 2002 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	109
Tablo 3.9: 2003 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	111
Tablo 3.10: 2003 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	113
Tablo 3.11: 2004 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	115
Tablo 3.12: 2004 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	116
Tablo 3.13: 2005 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	118
Tablo 3.14: 2005 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	119
Tablo 3.15: 2006 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	122
Tablo 3.16: 2006 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	123
Tablo 3.17: 2007 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları	125
Tablo 3.18: 2007 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları	126

GİRİŞ

Sermaye yapısı kavramı finans literatüründe üzerinde çokça durulmuş konulardan birisidir. Özellikle 18. yy.'dan itibaren dünya genelinde borsaların daha kurumsal yapılara dönüşmesi ile firmaların piyasa değerlerini yükseltmek adına formüller aramaları gündeme gelmiştir. Sermaye yapılarındaki çeşitli kombinasyonların firma değerlerini doğrudan etkilediğini gören firma yöneticileri ve bu firmaların daha verimli finansman seçenekleri ile daha başarılı olabileceğini kanıtlamaya çalışan araştırmacılar sayesinde bu kavram halen daha güncelliğini korumaktadır.

Sermaye en genel anlamı ile firmaların amaçlarını gerçekleştirmeleri adına gereksinim duydukları fonları ifade eden bir üretim faktörüdür. Sermaye yapısı ise, firmaların yatırım finansmanında kullanacakları kısa ve uzun vadeli borç ile öz sermaye miktarı olarak tanımlanabilir.

En genel ifade ile varlıklarını borç ve öz kaynak kullanımı ile finanse eden firmalar, borç kullanımını tercih etmeleri durumunda, borçlarını anapara ve faizi şeklinde geri ödemek durumundadır. Bu borçlar genelde kredi alımı ve tahvil ihracı ile oluşur. Faiz oranı da borç verenlerin firma üzerindeki risk tespitleri ile belirlenir. Borçlara ilişkin faiz ödemeleri vergi matrahından düşülebilir nitelikte olsalar bile, firmanın tasfiyesi durumunda alacaklıların haklarının önceliği mevcuttur. Öz sermaye ile finansman da ise firma elde ettiği kaynağa karşın temettü ödemeleri ile yükümlüdür. Bu ödemelere ilişkin herhangi bir yasal zorunluluk yoktur. Bu temettü ödemelerinin vergi matrahından muafiyeti söz konusu değildir.

Firmaların elde ettikleri fonların maliyetleri incelendiğinde ise, borçlara ilişkin faiz maliyetlerinden, öz sermayeye ilişkin de ortakların kâr beklentisi sonucu oluşan maliyetlerden bahsedilebilir. Firmaların öz sermayeleri ile sağladıkları fonların maliyeti genelde borçlanma yolu ile sağlanan kaynakların

maliyetinden daha yüksektir. Borç verenlerin firma gelirlerinde hissedarlara nazaran öncelik haklarının olması, tasfiye durumunda borç verenlere karşı yükümlülükler yerine getirildikten sonra, ortakların ancak kalan varlıklar üzerinde haklarının söz konusu olması, firma üzerinde borç verenlerin riskini, ortaklara nazaran daha düşük kılmakta ve borçlanmanın maliyetini de firmalar açısından düşürmektedir.

Sanayi devrimi ile beraber, Büyük Buhran'a kadar yoğunluklu olarak kâr sağlama amacının öncelikli amaç olarak benimsendiği firma politikalarının, bu dönemden sonra ortakların refahının maksimizasyonu yönünde gelişmesi ile birlikte, finans literatüründe de sermaye yapısının iyileştirilmesine yönelik araştırmaların yoğunlaştırıldığı gözlemlenmektedir.

1958'de Modigliani ve Miller'ın, Nobel ödüllü makaleleri ile finans literatürüne sağladıkları katkı, pek çok araştırmacı tarafından modern sermaye yapısı teorilerinin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. Modigliani ve Miller bu araştırmalarında firmaların seçeceği finansman politikalarının, firma değerinde bir değişim yaratmayacağını ortaya koymuşlardır.

Bu teorinin üzerine geliştirilmiş pek çok araştırma, bu teori ile ortaya konan yargının firmalara ilişkin sermaye yapısı tercihlerini açıklama konusunda yetersiz kaldığını ortaya koymuştur. Bu araştırmalar, firmaların daha verimli finansman alternatifleri oluşturmak adına sermaye yapısı politikalarını oluştururken, bazı faktörlerin etkisinde kararlar aldıklarını açıklamaya çalışmışlardır. Bu noktada ortaya çıkan "Finansal Hiyerarşi Teorisi" ve "Dengeleme Teorisi" literatürde önemli yer tutar. Bu teorilerle birlikte, vergi etkilerinin, iflas maliyetlerinin ve temsil maliyetlerinin sermaye yapısına etkisini de araştıran birçok araştırma söz konusudur.

Bu teoriler ışığında günümüzde, sermaye yapısına ilişkin kararların, borç ve öz sermaye maliyetlerini, firmaya ilişkin piyasa değerini, borç verenlerin firmalara ilişkin bakış açısını doğrudan etkilediği pek çok araştırmacı tarafından kabul görmüştür. Firma yöneticilerinin de bu etkileri göz önünde bulundurarak davrandıkları araştırmalara konu olmuştur.

Çalışmada, finans literatüründe sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler ve bu faktörler dikkate alınarak oluşturulmuş teoriler açıklanmaya çalışılmıştır. Bu açıklamalara göre Türkiye’de, firmaların başarılarında önemli rol oynayan sermaye yapısı kararlarını oluşturmada etken olabilecek faktörler ve firmaların davranışları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na (İMKB) kayıtlı imalat sektöründe faaliyet gösteren firmalar örneklem alınarak ampirik olarak sınanmıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, sermaye yapısı kavramı açıklanmaya çalışılmış ve sermaye yapısını oluşturan unsurlara yer verilmiştir.

İkinci bölümde ise finans literatüründe kabul görmüş sermaye yapısı kuramları ile temel belirleyiciler ele alınmış, detaylı literatür taraması yapılarak, bu belirleyicilere ve onların etkileri altında oluşturulmuş teorilere ilişkin sebep sonuç ilişkileri ifade edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, Türkiye’de İMKB’ye kayıtlı, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkilemesi beklenen faktörlerin 2000 - 2007 yılları arasındaki etkinlikleri istatistiksel olarak incelenmiştir.

BÖLÜM 1

FİRMALARDA SERMAYE YAPISI

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Genel anlamıyla sermaye, bir firmaya mal ve hizmet üretmek üzere tahsis edilen ve bilançonun aktifinde yer alan nakit, alacak, stok, haklar ve sabit varlıklardan meydana gelir. Sermaye yapısı uzun vadeli borçların yapısı ve oranlarıyla ve şirket varlıklarının finansmanında kullanılan öz sermaye ile ilgilidir (Shapiro, 1998,s.407).

Firmalar genel olarak, ihtiyaç duydukları fonları başlıca iki kaynaktan sağlarlar. Bu kaynaklar yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardır. Yabancı kaynak, firma dışından sağlandığı halde; öz kaynak firma tarafından sağlanacağı gibi, firma dışından da sağlanabilmektedir (Akgüç, 2002, s.5)

Bir firmanın sermaye yapısı, firmanın faaliyetlerini finanse etmek için kullanılan farklı tipteki kaynakların göreceli miktarı olarak tanımlanabilir. Bir firmanın sermaye yapısı belirlenirken, kullanılacak yabancı kaynak ve öz kaynak miktarlarının ne oranda olacağı ile, kullanılacak yabancı kaynaklar içinde kısa süreli ve uzun süreli fon miktarlarının ne miktarlarda olacağı sorularına yanıt bulunması gerekir.

Öz kaynak ve yabancı kaynak oranlarının belirlenmesi anlamı ile de ifade edilebilecek olan sermaye yapısı kararları, risk ve kârlılık arasında denge oluşturmayı gerektirir.

Firmanın yabancı kaynak kullanması, önceden belirlenmiş faiz ve anapara geri ödemelerinin zorunluluğunu gerektirirken, öz kaynak kullanımı da hissedarlara temettü ödenmesini ortaya çıkarır.

Faiz ödemelerinin firmalarca gider olarak yazılabilmesi vergi matrahının düşmesini ve daha az vergi ödenmesini mümkün kılar. Buna karşın temettü ödemeleri gider olarak gösterilemez. Firmalar kâr elde etsinler veya etmesinler kullandıkları yabancı kaynaklara karşılık olarak faiz ödemek zorundalar iken, temettü ödemelerini, kâr sağlanması ve yönetim kurulunca karar verilmesi durumunda gerçekleştirirler. Firmanın tasfiyesi durumu söz konusu olduğunda da bütün borçlar ödendikten sonra kalan bakiye firma ortakları arasında paylaşılır. İşte bu faktörlerden dolayı firmalar için yabancı kaynaklardan sağlanan fonların maliyeti öz kaynaklardan sağlanan fonların maliyetinden düşüktür (Kula, 2000, s.50).

Borçlanmanın artması firma riskini artırırken, öz kaynaklara nazaran daha düşük maliyetli oluşu kârlılığı arttırıcı yönde etkisini ortaya çıkarır. Ancak borç kullanımından kaynaklanan bu risk bir döngü halinde ortalama sermaye maliyetini yeniden etkiler. Artan firma riskinin firma değeri üzerinde olumsuz, artan kârlılığın ise olumlu etkisi vardır. Borçlanmadan kaynaklanan risk firma ortaklarının fonları için daha çok getiri istemelerine neden olabileceği gibi, firmanın yeni borç kaynaklarının da ancak daha yüksek faizle temin edilebilmesine yol açabilmektedir. İşte optimal sermaye yapısı farklı kaynak kullanımının neden olacağı risk ve kârlılık arasında dengeyi kuran ve böylece sermaye maliyetini en aza indirerek piyasa değerini en yükseğe çıkaran sermaye yapısıdır (Kula, 2000, s.51).

Firmalar için borç kullanımı, borcun vergi avantajı ile sermaye maliyetini düşürmesi ve aynı zamanda firmalar için borç maliyetinin öz kaynak maliyetinden düşük olması ile avantajlı olarak görünse de, borçlanmanın artması finansal risk, iflas olasılığı ve temsilci maliyetlerini arttırmaktadır. Optimum sermaye yapısı işte bu noktada borcun vergi avantajı ile borcun yarattığı iflas ve temsilci maliyetleri arasında kurulan denge noktasını ifade etmektedir.

1.2. Sermaye Yapısının Unsurları

Firma bilançolarının pasifini oluşturan sermaye yapısı unsurları, temelde yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir.

1.2.1. Öz Sermaye

Öz sermaye firmanın kuruluşunda ve faaliyet dönemi sırasında firmanın sahip olduğu veya ortakları tarafından sağlanan kaynaklar şeklinde tanımlanabilir. Öz sermaye, firma sahibi veya sahiplerinin getirdikleri veya getirmeyi taahhüt ettikleri temel kapital ile yedekler ve dağıtılmamış kazancın toplamından oluşur. Öz sermaye firmaya verilecek krediler için bir ölçü, alacaklara karşı bir garanti işlevi görür (Alpugan vd.,1997, s.18-22).

Firmalar kurulduktan sonra, yeni ortaklar alarak ya da hisse senedi ihraç ederek öz sermayesini arttırmaktadır. Ayrıca firma, elde ettiği kârları dağıtmayarak oto-finansman yoluyla da öz sermayesini güçlendirebilir (Akgüç, 2002, s.753).

Firmalar için öz sermaye temel finansman kaynağıdır. Firmalar için öz sermayelerinin gücü, borçlanma potansiyelleri ile doğrudan ilişkilidir.

Öz sermaye toplamı; ödenmiş sermaye, yedekler toplamı, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları, bu türdeki diğer fonlar ve karşılıklardan oluşmaktadır (Başkaya ve Değer, 2003, s.260).

Öz sermayeyi oluşturan kalemler şu şekilde özetlenebilir:

- *Ödenmiş Sermaye:* Ticaret siciline tescil olan, firma ortaklarının ödemeyi taahhüt ettikleri sermaye miktarının ödenmiş ve ödenmemiş kısımlarının yer aldığı öz sermaye kalemidir.
- *Sermaye Yedekleri:* Firmanın hisse senedi ihracı sırasında ya da ihraç edildikten sonra iptal edilen hisse senetlerinin yenileriyle değiştirilmesi veya firmada ya da iştiraklerinde gerçekleşen yeniden

değerleme artışları gibi sermaye hareketleri sonucu elde edilen gelirlerin yer aldığı kalemdir.

- *Kâr Yedekleri*: Hukuki düzenlemeler ya da firma ortaklarının talepleri nedeniyle oluşturulan dağıtılmayan firma kârlarının yer aldığı kalemdir.
- *Geçmiş Yıllar Kârları*: Firmanın geçmiş yıllardan kalmış olan dağıtılmamış kârlarının yer aldığı kalemdir.
- *Geçmiş Yıllar Zararları*: Öz sermayedeki azalışın geçmiş yılların zararlarından kaynaklanan kısımlarının yer aldığı kalemdir.
- *Dönem Net Kârı (Zararı)*: Firmaların cari dönem süresince faaliyetleri sonucu elde ettikleri kâr ya da zararının gösterildiği kalemdir.

Firmalar için öz kaynak kullanımının en büyük avantajı, firma ortaklarına; alacaklılara yapıldığı gibi zorunlu ödeme yapılmasını gerektirmemesidir. Firmalarda ortaklara belirli aralıklarla kâr payı ödenmesi yapılabildiği gibi yapılamaması olasılığı da vardır. Ortaklara yapılacak hisse ödemeleri tümüyle firma kazançlarına ve şirket yönetiminin kararlarına bağlıdır. Firmaların gelirlerinin ve kârlarının düştüğü dönem ve durumlarda hissedarlara temettü ödemeleri, beklentilerinin altında gerçekleştirilebilir.

Öz sermaye, diğer bir ifade ile firma ortaklarının firmalarına yaşamı süresince tahsis ettiği fonları ifade eder. İşletmelerin faaliyetleri sürdükçe, ortaklara öz sermayenin geri ödenmesi zorunluluğu bulunmaz. Mevcut hissedarlara yönetim kurulu kararıyla kâr payı dağıtılabilir. Bu durumda, öz sermaye ile vade ilişkisi borçlarda olduğu gibi kesin ve zorunlu ödemeler şeklinde değildir.

Firmalarda borçlanma düzeyi arttıkça firma gelirleri artmakta, böylelikle firma ortakları yüklendikleri riske karşılık, daha çok getiri ve pay beklentisi içine girmektedirler. Bu öz sermaye maliyetini etkileyen önemli bir unsurdur. İşletmelerde alacaklarını tahsil etme yönünden hissedarlar, öncelik hakkına sahip değillerdir. Borç verenlerin öncelikli tahsilat hakkı borç maliyetini olumlu etkilerken, öz sermaye fonlarının maliyeti, geri dönüşüm yönünden olumsuz

etkilenmektedir. Bunun yanında büyüklüğün, istikrarın ve kârlılığın yetersiz olduğu dönemlerde ve firmalarda hisse senedi satışları da zorluk arz eder. Bu nedenle öz sermaye ile fonlama da güçleşebilir.

Çalışmada öz sermaye ile finansman, hisse senetleri, oto-f finansman kaynakları, amortismanlar ve karşılıklar ana başlıkları altında yorumlanacaktır.

1.2.1.1. Hisse Senetleri

Hisse senetleri, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında pay senedi çıkarılabilen sermaye ortaklarının yasal şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayenin belli bir oranını temsil eden ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan kıymetli evrak niteliğine sahip menkul kıymetlerdir (Tükenmez, 1998, s.986). Hisse senetleri belirli nominal değerlerle çıkarılmakta, firmanın muhasebe defterlerinde ve bilançosunda bu değerle gösterilmektedir. Ortaklığın yönetimindeki oy hakkı ve dağıtılan kâr içindeki payları bu değer üzerinden hesaplanmaktadır (Tecer, 1980, s.31).

Hisse senetleri, sahip olan yatırımcı açısından bir finansal varlık olurken, aynı zamanda arz eden firma için de bir finansal zorunluluğu ifade etmektedir. Bir hisse senedi, bir gelir şeklinde veya fiziki sermaye ya da değer şeklindeki gerçek kaynaklara karşı sunulan bir hak iddiasıdır (Blake, 1990, s.12).

Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler de hisse senedi çıkarabilmekte ancak bunlar halka arz yoluyla satılamamaktadır (Taner, 2004, s.120).

Hisse senedi, ortaklık sermayesinin belirli bir bölümünü simgeleyen pay sahibine; kâr payı alma, rüçhan hakkını kullanma, yönetimde söz sahibi olma, yönetime seçilme hakkı yanında, firmanın tasfiyesi halinde tasfiyeden pay alma hakkı veren geliri dönemsel değişiklikler gösteren bir menkul değerdir. Hisse senetleri, anonim ortaklıklarda sermaye payı temsiliyle firma sahipliğini simgelerler.

Anonim ortaklıklar, öz sermaye şeklindeki fon gereksinimlerini pay senedi ihraç ederek karşılar. Bir firmanın pay senedini satın alan bir yatırımcı o

firmanın ortağı olur. Bu nedenle pay senedi sahipleri firmanın kârından ve performansından önemli ölçüde yararlanabilmelerine karşılık şirketin tasfiye olması halinde, tahvil ve diğer borçların ödenmesinden sonra şirketin mal varlığı üzerinde hak iddia edebilmektedirler (Başkaya ve Değer, 2003, s.260).

Hisse senedi sahipleri firma kayıtlarını incelemeye ya da firma faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkına sahiptir. Ayrıca hisse senedi sahipleri, ortaklığın sermaye artırımına gitmesi halinde, yeni pay senetlerinin edinilmesinde öncelik hakkına (Rüçhan Hakkı) sahiptir (Tükenmez, 1999, s.988).

Hisse senetleri sahipleri için belirli bir gelir garantisi veya tasfiye halinde bir öncelik söz konusu değildir. Ortaklık kâr ettiği ve genel kurulca kâr dağıtımına karar verdiği sürece hisse senedi sahipleri temettü alabilirler (Akgüç, 2002, s.760).

Hisse senetleri T.T.K.'nın 409. maddesine göre hamiline veya nam'a yazılı olmak üzere iki ana başlıkta incelenmiştir. Bunun yanı sıra hisse senetleri aşağıda gösterildiği üzere farklı şekillerde de sınıflandırılabilir;

1.2.1.1.1. Hamiline ve Nam'a Yazılı Hisse Senetleri

Ortaklık ana sözleşmesinde konuya ilişkin özel bir hüküm olmadıkça hisse senetleri nam'a yazılı kabul edilirler. Hamiline yazılı hisse senetlerinde senedin hamili kim ise hak sahibi o kişidir (Yükçü vd., 1999, s. 989).

Hamiline yazılı hisse senetleri, devri kolay hisse senetleridir. Hamiline yazılı hisse senetlerinde senedi alan mülkiyetini elde etmiş olur. Hamiline yazılı hisse senedi çıkarılabilmesi için, hisse bedellerinin tamamının ödenmesi zorunluluğunun yanında, şirket ana sözleşmesinde bu konuya ilişkin aksine bir hüküm bulunmaması gerekir (Kayalı, 1999, s.26).

Nama yazılı hisse senetleri, şirket defterinde adı geçen kişiler adına düzenlenebilir. Sözleşmede tersi bir hüküm olmadığı sürece hisse senetlerinin nama yazılı olması gerekir. Mülkiyet devri ise hisse senedinin yeni satın alan kişiye devri ile mümkün olur. Yeni hisse senedi sahibinin, şirket hisse defterine kaydı ile gerçekleşir.

Bu ayırımın önemi hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkar. Hamiline yazılı hisse senetlerinin devri teslimde tamamlanırken, nam'a yazılı hisse senetlerin devir işlemlerinde ayrı kaynaklar nedeniyle devir, ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile tamamlanır.

1.2.1.1.2. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Senet bedelinin tümüyle ödenmiş olması durumunda bedeli ödenmiş hisse senedinden söz edilebilir. Hisse senetleri karşılığında şirkete taze para girişi sağlayan senetlerdir. Bedelli hisse senetleri, kuruluş aşamasında veya sermaye artırımlarında, eski ortakların rüçhan hakkı kullanımıyla veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar.

Bedelsiz hisse senetleri ise; dağıtılmayan kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, sabit varlıkların satışından elde edilen kazançlar veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılan ve firmaya fon girişi sağlamayan hisse senetleridir. Mevcut ortaklara payları oranında ücretsiz olarak dağıtılır (Ceylan, 2001, s.430).

Bir hisse senedinin bedelinin tümüyle ödenmiş olması şartları da T.T.K.'de belirtilmiştir. T.T.K. ve ana sözleşme hükümlerine göre hisse senedi bedellerinin en az ¼'ünün ödenmiş olması durumunda bedelleri tamamen ödenmemiş hisse senetlerinden söz edilebilir.

1.2.1.1.3. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Eğer bir hisse senedi sahibine diğer pay sahiplerinden farklı bir takım haklar sağlanmıyorsa Adi, ana sözleşmedeki özel hükümler doğrultusunda sahibine diğer pay sahiplerinden farklı ve üstün haklar sağlıyorsa İmtiyazlı hisse senedi olarak tanımlanır (Yükçü vd., 1999, s.990).

Adi hisse senetleri bir şirketin gerçek ortaklarına ait pay senetleridir. Bu hisse senetlerinin vadesi kesin belirlenmemiştir. Sonsuz süreli senetlerdir. Yalnız firma devredildiğinde hisse senediyle ilgili haklar, senedi devralan kişiye geçecektir.

Adi hisse senetleri sahiplerine, genel kurulda eşit oy hakkı, kârdan ve tasfiyeden eşit pay alma hakkı sağlayan hisse senetleridir. Adi hisse senetleri, daha önce belirtilen haklara ek olarak sahiplerine, yöneticileri seçme, şirket aktiflerinin satışı ve diğer firmalarla birleşmelerde söz hakkı sağlamaktadır (Ceylan, 2001, s.431).

Temettü elde etmede, teorik olarak, hiçbir sınırlama adi hisse senedi için söz konusu değildir. Buna karşın, ortaklığın tüm finansal sorumlulukları, bu hisse senetleri üzerinde durmaktadır (Sarıkamış, 1995, s.49). Bu sebeple adi hisse senetleri yüksek verim sağlamak ve yüksek finansal risk taşımaktadırlar.

T.T.K.'nın 401. maddesine göre, imtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetleri ile tahvillerinin özelliklerinin birlikte görüldüğü bir hisse senedi türüdür. Anonim şirketlerin esas mukavelelerini de göstermek kaydı ile bazı nevi hisse senetlerine imtiyaz tanınabilmektedir. Tanınacak imtiyaz, kâr payı ve tasfiye payı dağıtılması gibi hususlarla ilgili haklardır.

Uygulamada İmtiyazlı hisse senetlerinin sahiplerine sağladıkları haklar “yönetim ayrıcalığı”, “temettü ayrıcalığı”, “tasfiye varlığı üzerindeki ayrıcalıklar” olarak belirtilmektedir (Taner, 2004, s.133).

Borçlar ve imtiyazlı hisse senetleri yıllık sabit getirilere sahip olmasına karşılık, adi hisse senetlerinin getirileri değişkendir. Şirketin kârlarının yüksek olduğu dönemlerde hissedarların alacakları temettüler de artabilir. Zararda ve durgun olduğu dönemlerde veya genel kurulun temettü dağıtılmamasına karar verdiği dönemlerde firmadan kâr payı alamazlar. Eğer bu dönemde hisse senetlerinin pazar değeri yükselmişse senet sahipleri sermaye kazancı elde ederler (Okka, 2005, s.404).

İşletmelerin ekonomik ve finansal sorunları olduğu dönemlerde hiç kâr payı dağıtılmaması gibi kararlar genel kurulda alınabilir. İşletmelerin kârları yükseldikçe ortakların kâr payları artacaktır. Böyle bir durumda hisse senetlerinin pazar değeri de yükselir.

İmtiyazlı hisse senetleri sahipleri tahvil sahiplerine benzer şekilde sabit bir gelir elde ederler. Ortaklar da benzer şekilde faiz değil temettü alırlar (Okka, 2005, s.402). İşletmelerin tasfiyesi halinde borç ve tahvil ödemelerinden sonra İmtiyazlı hisse senetlerine öncelikli ödeme yapılır.

Hisse senedi satarak fon sağlamayı tercih eden, ancak yönetimi de ellerinden kaçırmak istemeyen ortaklar, oy hakkı olmayan imtiyazlı hisse senetlerini ihraç ederler (Ceylan, 2001, s. 439).

1.2.1.2. Oto-Finansman Kaynakları

Oto-finansman, kendi kendine finansman veya fon oluşturma anlamına gelen, firmaların dönem sonunda elde ettikleri kârın bir kısmını dağıtmayarak, firmada alıkoymaları sonucu ortaya çıkan bir finansman biçimidir. Bir başka deyişle oto-finansman, firmanın dışarıdan kaynak almaksızın kendi bünyesindeki kaynaklarla sermaye yaratmasıdır (Özdemir, 1999, s.302).

İşletmelerin kendi yarattığı fonlarla faaliyetlerini finanse etmesi olarak da tanımlanan oto-finansman, açık ve gizli oto-finansman olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilebilir.

Açık oto-finansman, faaliyetler sonucunda elde edilmiş olan kârın firma içinde tutulmasıdır.

Gizli oto-finansman ise, ticari kârın tespitinden önce, faaliyetler sonucunda elde edilmiş olan gelirlerin, firma dışına çıkmasını önleyici tedbirler olarak, ticari kârın düşük hesaplanmasının sağlanmasıdır. Gizli oto-finansman ülkemiz şartlarında sağlam mali yapı için vazgeçilmez bir finans kaynağıdır (Gücenme, 2001, s.43). Açık oto-finansman yanında özellikle gizli oto-finansman imkânlarının, muhasebe standartlarının izin verdiği ölçüde azami olarak kullanılması, kriz ortamında firmaların başvurmaları gereken en cazip fon kaynaklarından (Gücenme, 2001, s.46).

Oto-finansman yolu ile fon sağlama, firmaların finansal bağımsızlıklarını arttırmakta ve kredi verenler için emniyet görevi görmektedir (Ceylan, 2001, s.188).

Pek çok yönetici için oto-finansman kaynak yaratmanın en elverişli yoludur. Kaynak yaratmak için borç kullanımı, zaman içinde faiz ve anapara ödemesini zorunlu kılarken, hisse senedi ihracı ise ortakların temettü beklentilerini beraberinde getirmektedir. En geniş anlamı ile yorumlandığında

oto-finansman yolu ile kaynak yaratmanın firmaya yükleyeceği ilave bir finansal yükümlülüğü bulunmamaktadır.

İşletmelerde temettü politikaları çerçevesinde oto-finansman miktarı değerlendirilir. Firmalarda faaliyetlerin önemli ölçüde oto-finansman ile gerçekleştirilmesi amacı, yanında çeşitli sakıncaları da beraberinde getirmektedir. Özellikle halka açıklık oranlarının düşük olduğu firmalarda, yoğun oto-finansman sonucu uzun süre kâr dağıtılmaması ortakların, firmaya ilişkin düşüncelerini olumsuz etkileyecektir. Bu da firmaya ilişkin hisse senetlerinin piyasa fiyatına ve sonuç olarak da firma değerinin düşmesine neden olabilmektedir. Oto-finansman kaynakları yedekler, amortismanlar ve karşılıklar ana başlıkları altında incelenebilmektedir.

1.2.1.2.1. Yedekler

Yedekler firmaların, ani fiyat düşüşleri, ekonomik kriz dönemine girilmesi ve firmanın kaynak bulma dar boğazlarına girmesi gibi önceden kestirilemeyen risklere karşılık temettünün bir kısmının şirkette tutulmasını ifade etmektedir.

Yedekler, sermaye yedekleri ve kâr yedekleri olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir. Bunlar kısaca aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Akdoğan, 2006, s.121-123);

1.2.1.2.1.1. Sermaye Yedekleri

Sermaye yedekleri, sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya çıkan ve firmalarda bırakılan tutarları kapsamaktadır. Bu grupta yer alan kalemler ise;

- *Hisse senedi ihraç primleri (Emisyon Primleri)*; Yeni çıkarılan hisse senetlerinin primli satışından kaynaklanan tutarların tamamını kapsar. Hisse senedi ihraç primlerini, Türk Ticaret Kanunu (TTK) kanuni yedek akçeler içinde sıralamıştır. Buna rağmen bilanço çıkarılırken bu kalemin yedek akçeler dışında ayrı bir başlık olarak sunulmasının, ulusal raporlama standartlarında benimsendiği gözlenmektedir.

- *Hisse senedi iptal kârları*; İptal edilen hisse senetlerinin bedellerine mahsuben yapılan ödemelerin, bunların yerine çıkarılan hisse senetlerinden elde edilen hâsılat noksanı kapatıldıktan sonra artan kısımları kapsar. Bu kalem de TTK'ya göre kanuni yedek akçe olarak kabul ediliyorsa da uygulamada, bilançoda kanuni yedekler dışında ayrı bir başlık olarak gösterilmesi tercih edilmektedir.
- *Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları*; İşletmenin aktifine kayıtlı maddi duran varlık kalemlerinin yeniden değerlemesinden oluşan değer artışlarını kapsar.
- *İştirakler yeniden değerlendirme artışları*; İşletmenin iştirakleri ile bağlı ortaklıkları bünyesinde yapılan yeniden değerlendirme sonucu oluşan değer artışının sermayeye eklenmesi durumunda bu sermayeden firmaya isabet eden kısmı bu kalemde gösterilmektedir. Bağlı ortaklığın ve iştirakin kendi bünyesinde yapmış olduğu yeniden değerlendirme dolayısıyla oluşan değer artışlarını sermayeye ilave etmesi sonucunda, firma bedelsiz olarak verilen hisse senedi veya pay tutarları kadar firmanın bağlı ortaklıklardaki veya iştiraklerdeki sermaye payları artarken, karşılığında öz kaynakları da artmaktadır. Öz kaynaklardaki bu artış iştirakler yeniden değerlendirme artışlarında gösterilmektedir.
- *Borsada oluşan değer artışları*; Borsada işlem gören mali duran varlıkların elde etme maliyetini aşan borsa değeridir.
- *Diğer sermaye yedekleri*; Diğer sermaye hareketlerinden oluşan sermaye yedekleridir.

1.2.1.2.1.2. Kâr Yedekleri

Türk Ticaret Kanunu (TTK), ana sözleşme yükümleri ya da ortakların yetili organları tarafından alınan kararlar uyarınca dağıtılmamış ya da firma da alıkonulmuş kârlar, bu başlık altında incelenmektedir. Kâr yedekleri kısaca şu şekilde ifade edilebilir;

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

1.2.1.2.2. Amortismanlar

Amortisman muhasebesinde amortisman ayırma, maddi duran varlıkların bedellerinin, kullanılacakları süre içinde, hesap dönemlerine sistematik bir şekilde dağıtılmasıdır. Duran varlıklara yapılan yatırım, zamanla amortisman yolu ile dönen varlık (işletme sermayesi) haline dönüşmektedir (Akgüç, 1995, s.93).

Amortismanların fonksiyonunu üç grupta incelemek mümkündür;

1) Amortisman ayrılması, firmanın cari giderleri belirlenirken, sermaye harcamalarından her hesap dönemine düşen payın da hesaba katılmasını sağlar.

2) Maddi duran varlıkların değerlendirilmesine olanak verir.

3) Maddi duran varlıkların faydalı ömürleri sonunda yenilenebilmesi için gerekli mali olanakları sağlamaktadır (Akgüç, 1995, s.108).

Amortisman ayırma; muhasebenin genel kabul görmüş ilkelerinden biri olan “dönemsellik” ilkesine göre, birden fazla dönemi ilgilendiren bir harcamadan başka bir şey olmayan maddi duran varlık maliyetinin, kendisinden faydalanılan dönemler arasında dağıtılması işlemidir.

Muhasebecilere göre, amortismanlar sabit kıymet maliyetlerinin sistematik ve makul bir şekilde işlemlere verilmesi ve dağıtılması olarak kabul edilirken, finansal yöneticilere göre amortismanlar müşterilerden sağlanan fonların, sabit kıymetler için harcanmayan veya önceki sabit kıymetlerin alımından doğan uzun vadeli borçların ödenmesi için ayrılan ve ayrılması gereken kısım olarak kabul edilmektedir (Aksoy, 1993, s.28).

Amortismanlar borç dışı vergi kalkanı gibi, vergi matrahı hesaplanırken mahsup edilme özelliğine sahip olduklarından, vergi tasarrufu sağlamaktadırlar. Bu durum firmalar için fon çıkışını önler ve bu tasarruf edilen fonlar firma içinde serbestçe kullanılabilmesi için bir oto-finansman kaynağı olarak yorumlanabilmesi durumu ortaya çıkarmaktadır.

1.2.1.2.3. Karşılıklar

Bilanço tarihinde belirgin ortaya çıkan ancak tutarının ne olacağı kesin olarak bilinmeyen veya tutarı bilinmekle birlikte ne zaman tahakkuk edileceği bilinmeyen giderler için hesaben ayrılan tutarlardır. Karşılıklar, firmanın içinde oluşan belirsiz borçlardır. Karşılık ayırmanın çeşitli fonksiyonları şu şekilde özetlenebilir (Akdoğan, 2006, s.117):

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

Firmalarda hukuki bir yükümlülük olarak yer almamakla beraber karşılık ayırma, pek çok firmada bir emniyet olgusu yaratmakta ve yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu ayrılan fonlar olağanüstü durumlarla karşılaşmadığında oto-finansman sağlayan kaynaklar olarak ortaya çıkmaktadır.

1.2.1.2.3. Öz Sermaye İle Finansmanın Üstün ve Sakıncalı Yönleri

Öz sermaye ile finansmanın üstünlük gösteren yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2002, s.753):

- Öz sermaye ile finansman firmaya sabit bir yük getirmemektedir. Firma, kâr sağladığı takdirde, yetkili organların kararıyla temettü dağıtır. Firmanın, temettü dağıtma konusunda özel durumlar dışında, yasal bir yükümlülüğü yoktur.
- Öz sermayenin belirli bir vadesi yoktur. Firma için sürekli bir kaynak niteliğindedir.
- Öz sermaye firmanın olası zararlarına karşı bir emniyet yastığı görevi gördüğünden, öz sermayenin artışı, firmanın kredi değerliliğini yükselterek, ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.
- Bazı dönemlerde şirket için hisse senedi satarak kaynak temin etmek, yabancı kaynak sağlanmasına kıyasla daha elverişlidir. Hisse senetleri tahvillere oranla daha yüksek oranda (temettü ve değer artışı şeklinde) bir gelir sağlarken, aynı zamanda enflasyona karşı da daha iyi koruyucu özelliği ile ortaya çıkmakta ve yatırımcılar açısından daha cazip algılanmaktadır.

Öz sermaye ile finansmanın sakıncalı yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2002, s.754):

- Yeni hisse senedi çıkarılması yoluyla öz sermayenin arttırılması durumunda şirkete yeni ortakların girmesi, kontrol yetkisi ve yönetimin paylaşılması sonucunu doğurur.
- Yeni hisse senedi çıkarılması ya da yeni ortaklar alınması firmanın gelirinin sayısı artan firma sahipleri arasında bölünmesine ve mevcut ortakların gelirinin düşmesine yol açabilir. Halbuki borçlanma, firmaya nispeten ucuz ve sabit kaynaklardan yararlanma imkanı vermektedir.
- Yeni hisse senedi çıkarılmasının gerektirdiği giderler, genellikle tahvil çıkarılmasının gerektirdiği giderlerden daha yüksektir. Tasarruf sahipleri açısından hisse senetlerine yatırım tahvillere yapılacak

yatırımlardan daha riskli görüldüğünden, bir yatırım bankası aracılığıyla hisse senedi ihraç edildiği durumda, yatırım bankalarının alacakları komisyon bu riski de karşılayacak ölçüde daha yüksek olmaktadır.

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

1.2.1.4. Öz Sermaye İle Finansman Kararını Etkileyen Faktörler

Öz sermaye ile finansman kararlarını etkileyen başlıca faktörler şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2002, s.756):

- *Firmanın satış ve kârlarının istikrarı:* Firmanın satış ve kârlarının istikrarlı olmaması iş riskini arttırmaktadır. İş riski yüksek olan firmaların da finansal açıdan güç durumlara düşmemek için emniyet unsurunu göz önünde tutarak öz sermaye ile finansmanı tercih ettikleri görülmektedir.
- *Geleceğe ait tahminler:* Firmanın yeni girişimlerinin riskli ve geleceğin belirsiz olması halinde, riski azaltmak için öz sermaye ile finansman gerekli olmaktadır.
- *Alternatif finansman kaynaklarının elverişsizliği:* Alternatif finansman kaynaklarının mevcut ya da elverişli olmaması durumunda, firmalar öz sermaye ile finansman zorunluluğu duymaktadırlar. Özellikle yeni kurulan firmaların, diğer finansman kaynaklarından yararlanma olanakları sınırlı olduğu için, öz sermaye artışına ağırlık vermeleri bir zorunluluk olmaktadır.
- *Firmanın cari mali yapısı:* Firmanın cari finansal yapısı, özellikle Yabancı Kaynak/Öz Sermaye oranı, daha fazla borçlanmak için elverişli değilse, firmalar daha sağlıklı bir mali yapıya kavuşabilmek, Yabancı Kaynak/Öz Sermaye oranını daha dengeli bir düzeye getirebilmek için, sermaye artırma yoluna gitmektedirler.
- *Finansmanın likidite durumu:* Firmanın likidite durumu daha fazla borçlanmayı firma açısından riskli hale getiriyorsa, firmanın ihtiyaç duyduğu ilave fonların öz sermaye artışı ile sağlanması yerinde olur.
- *Kaynak maliyeti:* Bazı durumlarda öz sermaye maliyeti, geçici bir süre için de olsa, tahvil çıkarma ya da orta ve uzun vadeli kredilerden yararlanma alternatiflerine kıyasla daha düşük olabilir. Bu durumlarda öz sermaye ile finansman, ortalama kaynak maliyetini de düşürebilir. Ancak genellikle öz sermaye maliyeti, yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olmaktadır.
- *Kaldıraç etkisi:* Firmanın normal faaliyet kâr oranının yabancı kaynak maliyetini karşılayamaması durumunda, kaldıraç etkisinin öz sermaye

kârlılığını olumsuz yönde etkilemesini önlemek için, öz sermaye ile finansman borçlanmaya yeğlenmektedir.

- *Firmanın kısa süre hızla büyüme amacı:* Yeni ve büyük yatırımlara yönelerek kısa sürede hızla büyüme isteğinde olan firmaların finansman gereksiniminin yeni ortakların finansman katkısı olmadan sağlanamayacak kadar büyük olması halinde, halka hisse senedi satmak veya yeni ortaklar almak gereği duyulmaktadır.
- *Kredi sözleşmelerinde yer alan koşullar:* Finansman kurumlarının, özellikle yatırım kredisi verirken yatırım projelerinin finansmanında belirli bir Öz sermaye/Yabancı Kaynak oranı aramaları, firmaları, kredilerden yararlanmak veya kredi sözleşmeleri ile yükledikleri taahhütleri yerine getirmek için öz sermayelerini artırma zorunda bırakmaktadır.
- *Teşvik tedbirlerinden yararlanma:* Firmaların yatırım teşvik tedbirlerinden yararlanabilmeleri için, yatırım projelerinin finansmanında belirli bir Öz sermaye/Yabancı Kaynak oranı arandığında, bu koşul ülkemizde firmaların finansman kararlarında etkili olmaktadır.

1.2.2. Yabancı Kaynaklar

Firma dışındaki kişi ve kuruluşlardan faiz karşılığında belirli süre kullanılıp geri ödenmek üzere alınan fonlara yabancı kaynaklar veya borçlar denir (Aksoy, 1993, s.23).

Bir firmanın finansman kaynakları süre açısından; kısa, orta ve uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak sınıflandırılabilir.

1.2.2.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Firmaların finansal yapıları incelenirken, genelde çalışma sermayelerini fonlama için kullanılsalar da kısa vadeli finansman kaynaklarının da

incelenmesinde fayda vardır. Firmalar genel ekonomik yapı ve firma yapılarından dolayı kısa süreli finansman kaynaklarına gereksinim duyarlar.

Kısa vadeli yabancı kaynaklar, firmaların bir faaliyet dönemi içerisinde (genellikle bir yıl vadeli) kullandıkları borçlarını ifade etmektedir. Bu kaynaklar genellikle firma sermayesi, özellikle alacakların ve stokların finansmanında kullanılmaktadır (Tükenmez, 1999, s.948).

Kısa vadeli borçlar; vadeleri bir yılı aşmayan finansal borçlar, ticari borçlar, tahakkuk etmiş diğer borçlar ile uzun vadeli borçların bir yıl içinde ödenecek anapara ve faizlerinden oluşmaktadır (Okka, 2005, s.432).

Sermaye yapısı uzun vadeli borçların yapısı ve oranlarıyla ve şirket varlıklarının finansmanında kullanılan öz sermaye ile ilgilidir (Shapiro, 1998, s.407). Ancak gelişmekte olan ülkelerin çoğunda yapısal nedenlerden dolayı uzun vadeli fon arzının çok yetersiz ve hatta bazı durumlarda imkansız olduğundan finansman çabaları uzun vadeli borçlanma yerine kısa vadeli borçlanma üzerine yoğunlaşmaktadır (Dağlı, 1998, s.115).

Kısa vadeli yabancı kaynakların ayırımına geçmeden önce, finans yöneticisinin kısa vadeli finansman kaynağı seçiminde dikkat etmesi gereken noktaları belirtmekte yarar vardır. Bunlar (Tükenmez, 1999, s.948);

- *Maliyet:* Finans yöneticisinin amacı finansman maliyetini minimize etmektir.
- *Kredi Derecelendirmesine Olan Etkisi:* Firmaların kredi derecelendirmesini etkileyen faktörlerin kendi aralarında etkinliği de farklı olmaktadır. Düşük bir kredi derecelemesine neden olan faktörlerin etkisiyle, firmanın kredi temin etmesi zorlaşmakta, bu durumda finansmanın maliyetini yükseltmektedir.
- *Güvenilirlik:* Firmaların ihtiyaç duydukları fonlardan daha güvenilir olanları, ihtiyaç duyulduğunda daha kolay elde edilebilen fonlar olarak belirtilebilmektedir.
- *Sınırlamalar:* Kredi veren bazı kuruluşlar diğerlerine göre, temettü, yönetim ve sermaye payı gibi konularda kısıtlama getirebilmektedirler.

- *Esneklik*: Firmaların ihtiyaç duyduğu kaynaklar arasında daha esnek olanlar, firmalara sağlanan fon miktarını kolayca artırıp, azaltma imkanına sahiptir.

Başlıca kısa süreli finansman kaynakları (genel olarak) altı grupta incelenebilir (Akgüç, 2002, s.527):

- Kısa vadeli ticari krediler,
- Kısa vadeli banka kredileri,
- Para piyasasında satılan kısa vadeli bonolar-finansman bonoları,
- Alacakların menkul değer şekline dönüştürülmesi,
- Factoring,
- Diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar,

1.2.2.1.1. Kısa Vadeli Ticari Krediler (Satıcı Kredileri)

Genellikle her firma, hammadde, malzeme ya da mal alışlarının önemli bir bölümünü satıcı firmalardan kredili olarak yapar; başka bir deyişle stokların finansmanında, yurtiçi-yurtdışı ya da dışalım yapan firmalardan sağlanan kısa süreli satıcı kredilerinden yararlanır (Akgüç, 2002, s.528).

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

Özellikle küçük firmalar için bu tür fon kullanımı yaygın olarak görülmektedir. Ticari kredi, pek çok firma tarafından satış artırma aracı olarak da kullanılmaktadır. Özellikle sermaye yapısı zayıf, likiditesi düşük, diğer kaynaklardan fon sağlama olanağı kısıtlı firmalara ticari kredi yoluyla satış yapma olanağı arttırılabilmektedir (Aydın, 1999, s.238).

Ticari kredilerin vade sürelerini belirleyen unsur, ticarete konu olan malın nakde dönüşüm süresidir. Nakde dönüşüm süresi kısa olan ticari malların finansmanı için kullanılan ticari kredilerin vadesi kısa olurken, nakde dönüşüm süresi uzadıkça alınan kredilerin vadesi de artmaktadır. Alınan kredinin kısa vadeli olmasının risk ve maliyet unsurları üzerindeki etkisi olumlu olacaktır.

Firmaların, finansman kaynağı olarak kısa vadeli ticari kredileri kullanılmasının üstün yönlerini şu şekilde özetleyebiliriz (Akgüç, 2002, s.530);

- *Sağlanmasında kolaylık, elverişlilik:* Firmanın, bankalardan kredi alamadıkları dönemde satıcı kredilerinden yararlanabilmelerini ifade eder. Bankalarda kredi limiti olan firmaların bile bazen satıcı kredilerinden yararlandıkları gözlenmektedir. Satıcı kredileri bir anlamda kendiliğinden oluşan finansman kaynağıdır. Firmaların, satıcılar tarafından dürüst, borçlarına sadık, iyi niyetli, borç ödeme kapasiteleri yüksek olarak tanınmaları firmaların bu avantajını artırır.
- *Esneklik:* Firmaların bu tür kredilerden gereksinme duydukları sürece yararlanabilmelerini ifade eder. Genelde satıcı kredileri doğrudan doğruya stok ve satışlarla bağlantılı olduğundan, firmanın fon kullanımına ilişkin gerekli esnekliği sağlayabilirler.
- *Formalite azlığı:* Bu kredilerin, normal ticari faaliyet sırasında ek bir çaba harcanmasına gerek duyulmadan çoğu kez kendiliğinden oluşan kaynaklar olmasını ifade eder.
- *Maliyet:* Satıcıların egemen olduğu piyasalarda genellikle vade farkı adı altında çoğu kez banka faizleri üzerinde bir faiz malın satış bedeline eklenmektedir. Ancak bazı hallerde para iskontosu söz konusu olmadığı gibi, satıcı kredileri, alıcı firmalara gerçek bir destek akçe (sübvansiyon) de sağlayabilir.
- *Yenilenme, vadelerinin uzatılması:* Ekonomik bunalım, satış güçlüğü içinde bulunulan dönemlerde satıcı kredilerinin yenilenmesi ya da vadelerinin uzatılması daha kolay gerçekleştirilebilir.

Satıcı kredilerinin finansman kaynağı olarak kullanılmasının sakıncalı yönlerini ise şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2002, s.533):

- *Maliyet yüksekliği:* Satıcı kredilerinin maliyetinin alternatif finansman kaynaklarına kıyasla bazen çok yüksek olabileceğini ifade etmektedir. Özellikle likidite durumu zayıf firmalara kredili satış yaparken, satıcı firmalar daha yüksek fiyat uygulayabilirler ve böylelikle maliyeti yükseltebilirler. Ayrıca satıcı kredileri için güvence olarak bankaların

ödeme garantisi isteniyorsa, bu tür güvencelerde maliyetleri arttıran bir etmen olacaktır.

- *Aşırı kullanıma elverişli olması:* Satıcı kredilerinin ticari faaliyet sırasındaki kendiliğinden doğuşu, sağlanmasındaki kolaylık, firmaları aşırı ölçüde borçlanmaya itebilir. Güncel yaşamda, satıcı kredilerini aşırı ölçüde kullanma eğilimi, birçok firmanın başarısızlık nedenlerini oluşturmaktadır.

1.2.2.1.2. Kısa Vadeli Banka Kredileri

Firmalar genel olarak firma sermayesi ihtiyacını karşılamak, belirli dönen varlıkları özellikle stokları ve/veya müşterilerden olan alacakları finanse etmek için kısa vadeli banka kredilerine başvururlar. Kısa vadeli banka kredileri ile duran varlıkların finanse edilmesi son derece sakıncalıdır. Ancak uzun vadeli kaynak sağlanması bazen zaman alabileceğinden, duran varlıkların finansmanında geçici bir süre için kısa vadeli banka kredilerinden yararlanılabilir (Akgüç, 2002, s.534).

Banka kredilerinin maliyetleri özellikle tanınmamış firmalar için yüksektir. Firma uzun süredir piyasada faaliyet göstermiyorsa, firmanın geçmiş yıllar faaliyetleri kârla sonuçlanmamışsa, firma faaliyet finansmanında yoğunluklu olarak yabancı kaynak kullanmaktaysa, firmanın likidite düzeyi yüksekse, firma yöneticilerinin borç ödeme istekleri düşük olarak piyasalar tarafından algılanmaktaysa, firma piyasa dalgalanmalarına aşırı ölçüde duyarlıysa, firma bankaların istediği türde güvence gösteremiyorsa, bu ve benzeri koşullar altında talep edeceği kredinin maliyeti önemli ölçüde yükselecek ve hatta pek çok banka tarafından talepleri geri çevrilecektir.

Bankaların yüksek ve sürekli enflasyon nedeniyle üretimi arttıracak ve yatırımları hızlandıracak kredi türleri yerine firmaların çalışma sermayesi gereksinimini karşılamaya yönelik kısa vadeli krediler ve riski düşük tüketici kredileri vermeyi tercih ettikleri söylenebilir (Candaş ve Doğukanlı, 2001, s.200).

Küçük ve orta ölçekli firmalar banka kredilerine daha çok ihtiyaç duymaktadırlar. Bu firmaların Sermaye Piyasasına başvurmaları sınırlı

olduğundan, finansman için genellikle kısa vadeli banka kredilerini kullanmaktadırlar (Tükenmez, 1999, s.952).

Firmalarda çalışma sermayesi finansmanında yararlanılan banka kredilerinin kullanımı finans ilkelerinden yararlanarak geliştirilmiş standart bilgi alma ve değerlendirme ilkelerine dayanır. Firmanın finansal analizi ile kredi ihtiyacını açıklayan fizibilite projesinin incelenmesi sonucu banka, açılacak kredi düzeyini hesaplar ve koşullarını belirler. Bu nedenle banka tarafından kredi kullanması uygun görülen firmaların asgari risk ve kalite sınırını geçtiği anlaşılır (Pamukçu,1999, s.240).

1.2.2.1.3. Finansman Bonoları

Finansman bonoları kısa vadeli borçlanma araçları olup, anonim ortaklıklar, özelleştirme kapsamına alınan kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve kredi değerliliği gösteren firmalar tarafından ihraç edilirler.

Finansman bonoları verilen güvencelere göre Türkiye’de beş tipte incelenmektedir. Bunlar; garanti kaydı taşımayanlar A tipi, banka kredisizle desteklenen B tipi, banka garantili olanlar C tipi, hazine garantisi taşıyanlar E tipi, başka bir ortaklığın garantisini taşıyanlar F tipi olarak tanımlanır.

Finansman bonusu ihracı ile firma alternatif yöntemlere göre daha ucuz fon sağlayabilmektedir. Aynı zamanda bu yolla sağlanan fon, banka kredilerindeki gibi uzun işlemleri ve zaman kaybını gerektirmeden sağlanabilmektedir. Ayrıca finansman bonusu çıkarılmasında, bankalardan alınabilecek kredilerin limiti gibi sınırlılıklar söz konusu değildir veya banka kredilerine nazaran bu limit çok daha esnektir. Finansman bonolarının para piyasalarında işlem görmesi, bonoyu çıkaran şirkete sağladığı prestij ile de firmalar için tercih sebebidir.

Finansman bonolarının sağladığı bu avantajlarının yanı sıra, bu yolla finansman sağlayabilecek firmaların büyük ve tanınmış olmaları gerekliliği, finansman bonolarına ilişkin piyasanın diğer piyasalara nazaran dar oluşu ve bu bonoların kısa süre içinde ödenmesi zorunlulukları ve banka kredileri veya ticari

krediler gibi yenilenme olanaklarının olmaması gibi dezavantajları da söz konusudur.

1.2.2.1.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Alacakların menkul değer şekline dönüştürülmesi (securization) veya alacaklar karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) çıkarılması işlemi, tek başına pazarlanabilir olmayan bazı varlıkların (iktisadi değerlerin) birleştirilip, bir portföy ya da havuz oluşturulması ve bu portföyün pazarlanarak menkul değere dönüştürülmesi işlemidir.

VDMK çıkarmada esas amaç, firmanın alacaklarını, banka kredileriyle fonlama yerine varlıkları menkul kıymetleştirerek bunun yaratacağı nakit girişini devreye sokmak ve firma faaliyetlerinde kullanmaktır (Akgüç, 2002, s.569).

VDMK türleri ödeme aktarmalı menkul kıymetler (pass throughs), varlığa dayalı tahviller (asset backed bonds) ve çıkararı yükümlülük altına sokan belgeler (pay throughs) olarak literatürde yer almaktadır.

VDMK çıkarılmasının çıkarımcı kurum veya firmaya sağlayacağı yararların başlıcaları, kaynak maliyetini düşürme, görece olarak ucuz fonlama, faiz oranı riskinden korunma, yatırımcılardan sağlanan kaynak akımını artırma, riski yayma, finansman kaynaklarını çeşitlendirme, sermaye yeterlilik oranını yükseltme, nakit giriş ve çıkışları arasında uyum, firmanın finansal pazarlarda prestijini yükseltme şeklinde ifade edilebilir.

VDMK çıkararı firma açısından bu yararları karşın, çıkarılan VDMK ile alacakların ortalama tahsil süresi arasında bir uyum sağlanamaması, alacakların zamanında tahsil edilememesi ödeme sorunları yaratabilir. VDMK çıkarmak için banka kredisi sağlanmasının gerekli olduğu durumlarda, maliyet arttığı gibi, firmanın bankalarda kullanılabilir kredi limitleri de daralmaktadır. Ayrıca geniş alacak portföyü bulunan firmalar, en iyi alacaklarını menkul kıymetleştirdiklerinde, alacak portföyünün, dolayısıyla varlıklarının kalitesini düşürebilirler (Akgüç, 2002, s.573).

1.2.2.1.5. Factoring

Kelime anlamı ile factoring, faktör adı verilen üçüncü kuruluşlara, geri dönülmek üzere satılan alacaklardan sağlanan kısa vadeli finansman olarak tanımlanır (Fitch, 2000, s.173).

Firmaların üretimlerini arttırma çabaları, daha fazla hammadde, ekipman ve işgücü gereksinimini ortaya çıkarmakta, bunların temini ise firmaların cari aktiflerinden sağladığı nakde dayanmaktadır. Firmalar, üretimlerini piyasaya arz ederek satmakta, alacaklarını zamanında tahsil edebilirlerse ürünlerini nakde dönüştürmektedirler. Firmalar, üretimden satışa kadar aşamaları kontrol altında tutabilirlerse de, denetimlerinin dışında kalan en önemli sorun alacaklarının tahsilidir. Alacakların geç ödenmesi ya da ödenmemesi firmaların nakit akımını aksatmakta, bu da firmalar yönünden istenmeyen sonuçlara yol açabilmektedir. Bu itibarla, finans dünyasına yeni bir boyut getiren factoring, nakit akışına doğrudan müdahale ederek, olabilecek zamanlama ve kopukluk sorunlarının önemli ölçüde ortadan kaldırılmasına yardımcı olmaktadır (Onursal, 2003)

Factoring, bir şirketin alacak hakkının factoring kuruluşu tarafından borçluya danışılmaksızın satın alınması şeklinde tanımlanmaktadır. Factoring tanımını biraz daha genişletirsek, Factoring genellikle kredili satışlardan doğan alacak haklarının factor veya factoring şirketi olarak adlandırılan kuruluşlar tarafından satın alınmasıyla firmalara fon sağlama olanağı veren bir finansman yöntemidir (Parasız ve Yıldırım, 1994, s.390).

Müşteri yani firma sahibi borçlularıyla arasındaki ilişkiden kaynaklanan mevcut ve gelecekteki alacaklarını topluca factoring şirketine devretmekte, factoring şirketi de bu alacakların bedelini, fatura değerinin %80-%90'ı oranında peşin olarak vadesinden önce müşteriye ödemektedir. Factoring şirketi alacakların bedelini henüz vadesi gelmeden ödediği için, müşteriye ödeme tarihi ile vade (alacağın tahsili) tarihi arasındaki süre için mutat banka cari hesap faiz oranında faiz yürütülür. Müşteri alacağının bedelini vadesinden önce böylece nakit olarak almış olur (Kocaman, 1994, s.5).

Factoring işlemleri firmalara elde edilen nakdin kullanımı ile üretim maliyetlerinin düşmesi, alacaklar, stoklar ve ticari borçların azalması, firma

sermayesinin artması, banka kedisinin kullanımının kullanımının azalması ile birlikte faiz giderlerinin düşmesi gibi çeşitli avantajları söz konusudur.

Factoring kurumunun riskleri üstlenmesi sebebiyle faize ek olarak aldığı komisyon firmalar için bu işlemin en önemli dezavantajını oluşturur.

1.2.2.1.6. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Ödenecek giderler, ödenecek vergi, resim, harç ve sigorta primleri, müşteriden alınan avanslar, alınan depozito ve teminatlar, geri satın alma anlaşmaları (repo işlemleri), teşvik fonlarından devlet tarafından verilen firma kredileri, ana kurum veya bağlı kuruluşlardan alınan kısa vadeli krediler, özel finans kurumlarından sağlanan kısa vadeli finansman kaynakları diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar kapsamında yer alır. Bunlar bazı firmaların kaynak yapısında önemli bir yer tutabilirler.

1.2.2.2. Orta Vadeli Yabancı Kaynaklar

Bir firmanın süreleri bir yıl ile sekiz, en fazla on yıl arasında değişen yabancı kaynakları orta süreli finansman kaynakları olarak tanımlanabilir (Akgüç, 2002, s.597).

Başlıca orta vadeli finansman kaynakları:

- Orta vadeli banka kredileri,
- Taksitli donatım (Teçhizat) kredileri,
- Dönen (rotatif) krediler,
- Orta vadeli satıcı kredileri,
- Uluslararası finans kuruluşlarından borçlanma (Euro) krediler,
- Finansal kiralama (Leasing),
- Forfaiting,
- Diğer orta vadeli finansman kaynakları'dır.

1.2.2.2.1 Orta Vadeli Banka Kredileri

Türkiye'deki uygulamaları en fazla sekiz yıla kadar olan krediler orta vadeli olarak nitelendirilmektedir. Bu tip krediler, kredi açılırken hazırlanmış itfa planında belirlenen periyodik taksit tutarları (anapara ve faiz dahil) eşit olabileceği gibi, kredi alan firmanın gelecek yıllarda yaratacağı fon tutarına paralel şekilde farklı da olabilmektedir (Yükçü vd., 1999, s.959).

Firmalarca orta vadeli krediler başlıca sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek, net firma sermayesini arttırmak mevcut bir borcun ödenmesini sağlamak, iştirakte bulunmak gibi amaçlarla kullanılmaktadır.

Orta vadeli banka kredilerinin, kredi süresinin fonlara gereksinme duyulan sürenin uyumlu olması, özellikle küçük ve orta büyüklükte firmalar için sağlanmasında kolaylık bulunması, maliyetinin öz sermaye maliyetinden genellikle daha düşük olması, sermaye piyasasına başvurmayı gerektiren tahvil ve hisse senedi satma alternatiflerine karşın formalitelerde basitlik sağlaması, finansal kaldıraçtan yararlanma olanağı sunması ve geri ödemelerinin periyodik taksitler halinde ödenebilmesi gibi avantajları söz konusudur.

Bunun yanı sıra, bu yolla sağlanan fonların belirli sürelerde geri ödenmesi zorunluluğu, borç taksitlerinin vadelerinde ödenmemesi durumunda tüm kredinin ödenmesinin zorunluluğu, tahvil çıkarımına kıyasla özellikle büyük şirketler için daha avantajsız oluşu, orta vadeli kredi kullanımı sonucu oluşan finansal kaldıracın firma aleyhine çalışması olasılığı ile öz sermaye kârlılık oranını azaltması, gibi dezavantajları da söz konusudur.

1.2.2.2.2. Taksitli Donatım (Teçhizat) Kredileri

Özellikle ABD'de yoğun kullanımı söz konusu olan bu kredilerden firmalar yararlanarak makine ve teçhizatın (donatımın) maliyetini, oldukça uzun bir zaman süresine yayabilmektedir. Taksitli donatım kredilerinin üstün yönü, taksitlerin, makine ve donatımın yaratacağı gelire uygun saptanması durumunda, kredinin kendi kendini öder bir nitelikte olmasıdır. Sakıncalı yönü ise faiz oranının, normal orta vadeli kredilere kıyasla daha yüksek oluşudur.

Yani kredinin faizleri, kredi geri ödendikçe kalan borç tutarları üzerinden hesaplanmamakta ve geri ödeme bir faiz indirimi sağlamamaktadır.

1.2.2.2.3. Dönen (Devreden - Rotatif - Revolving) Krediler

Dönen krediler, ticaret bankalarına özgü orta vadeli bir finansman türüdür. Dönen krediler, tek işlemler orta vadeli kredilerden farklı olarak önceden saptanmış kredi limiti aşılmayarak yinelenen borç alma ve geri ödemelere olanak verir. Bu tip kredilerden yararlanan firma, geri ödeme yaptıkça tekrar saptanan kredi limitine kadar borçlanma hakkına sahip olur. Dönen kredilerin bir diğer avantajı da vade bitimine kadar anapara ödenmesinin zorunlu olmayışıdır.

1.2.2.2.4. Orta Vadeli Satıcı Kredileri

Firmalar, özellikle maddi duran varlıkların finansmanında, orta ya da uzun vadeli satıcı kredilerinden yararlanmaktadır. Satıcı kredileri de orta vadeli banka kredilerine benzer bir şekilde geri ödeme (itfa) planına bağlı olarak dönemsel taksitlerle ödenmektedir. Firmalar açısından satıcı kredileriyle finansmanın sakıncalı yönü, açık veya kapalı şekilde bu tür finansmanın maliyetinin bazı koşullar altında çok yüksek olabilmesi ihtimalidir.

1.2.2.2.5. Uluslararası Finans Pazarlarından (Euro Pazarlardan) Borçlanma

Euro pazarlar, serbestçe değiştirilebilir (Convertible) ulusal pazarların, ulusal sınırlar dışında ve ulusal para otoritelerinin düzenlemelerinden bağımsız olarak serbestçe dolanımda buldukları, ödünç verme işlemlerine konu oldukları bütünleşmiş bir para ve sermaye pazarları olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 2002, s.615).

Uluslararası finans pazarlarından borçlanmanın, genellikle ABD doları cinsinden kredi sağlanması, borçluya çoğu kez çoklu para birimi seçimi

(Multicurrency option) olanağı tanınması, kredi süresinin geri ödeme sürelerinin yatırım projesinin olası getirileriyle uyumlu hale getirilebilmesi, diğer finansman kaynaklarına nazaran daha fazla esnek ve yeniden düzenlenebilir (vadeleri uzatılabilir) olması, kolay ve kısa sürede sağlanması gibi avantajları söz konusudur.

Bu tip borçlanmanın en büyük riski ise söz konusu kredilerin kur (devalüasyon) riski taşımalarıdır.

1.2.2.2.6. Leasing

Leasing, diğer bir ifade ile Finansal Kiralama tanımları içerisinde en açık tanım, Avrupa Kiralama Birliği ELA (European Leasing Association) tarafından yapılmıştır. Bu tanıma göre; Finansal Kiralama, belli bir süre için kiralayan ve kiracı arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın, mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup, malın kullanımını belli bir kira ödemesi karşılığında kiracıya bırakılmaktadır (Ceylan, 1998, s.61).

Finansal Kiralama, bir yatırım malının mülkiyeti finansal kiralama şirketinde kalarak, belirlenen kiralara karşılığında kullanım hakkının kiracıya verilmesi ve sözleşmede belirlenen değer üzerinden kiracıya geçmesini sağlayan bir finansman yöntemidir. Yatırım mallarının satın alınması yerine, kiralanarak kullanılmasını sağlayarak firmaların işletme sermayelerini diğer ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılması ile verimliliğin ve kârlılığın artmasında önemli rol üstlenir (Fider, 2006).

Finansal piyasalarda Leasing kavramının çok değişik türleri bulunmakla beraber, en genel haliyle faaliyet kiralaması ve finansal kiralama olmak üzere iki tipi üzerinde durulur.

Faaliyet Kiralaması, genellikle ekonomik ömrü kısa olan varlıklar için kullanılan, kira süresince kiraya verilen varlığın her türlü bakım ve onarımı ile ilgili giderlerin kiraya veren firma tarafından karşılandığı kiralama türüdür.

Finansal Kiralama ise, genellikle ekonomik ömrü uzun sermaye varlıkları için kullanılan, kiraya veren firma tarafından kiralanın varlıkla ilgili herhangi bir giderin üstlenilmediği kiralama türüdür (Özdemir, 1999, s.287).

Firma açısından Finansal Kiralamanın, varlıkların finansmanında öz sermaye kullanımını azaltması, borç/öz sermaye dengesini etkilememesi (kredi değerliliğini azaltmaması), ödenen kiraların gider gösterilerek vergiden düşürülebilmesi, fon akışı uygun esnek kira ödemelerinin planlanabilmesi, kiralanın malın mülkiyetinin dönem sonunda firmaya geçmesi gibi avantajları söz konusudur.

Firma açısından bu sistemin en büyük dezavantajı ise pek çok Leasing firmasının mal ve teçhizatı kiralamak adına varlık teminatı istemesi ve bu teminatın firmaya ilişkin kredi değerliliğini düşürmesidir.

1.2.2.2.7. Forfaiting

Forfaiting, mal ve hizmet dış satımından doğan ve gelecekte tahsil edilecek orta vadeli ve uygulamada bir banka tarafından garanti edilmiş, senetli veya senetsiz bir alacağın vadeden önce (rücu hakkı olmaksızın) satılarak tahsil edilmesidir (Erdemol, 1992, s.65).

Orta vadeli bir finansman tekniği olan Forfaiting'de Factoring'den farklı olarak işlem, alıcı-satıcı sözleşme aşamasında gerçekleşmez. Genellikle ihracat finansmanında yoğunluklu kullanılan bir yöntem olarak bu işlem, Forfaiting kurumu ile satıcı (ihracatçı) arasında yapılan bir kredi sözleşmesi olup, satıcı, rücu hakkı olmaksızın orta vadeli ihracat alacaklarını forfaiting kurumuna satar. Böylece finansman sağlayan banka ya da forfaiting kurumu ithalatçının ülkesinde muteber olarak değerlendirdiği bir bankanın güvencesi altında kredi vermektedir (Talu, 1995, s.3).

Forfaiting başlangıçta genellikle yatırım malları için kullanılmıştır. Ancak günümüzde uygulama alanı yatırım malları ile sınırlı kalmayıp geniş bir yelpaze oluşturmaktadır ki leasing işlemleri alacakları da buna dahildir.

Forfait finansmanının sabit faizli oluşu, kredili mal satışından doğan alacağın riskinin sıfırlanması, kredili satışın hemen nakde çevrilmesi, kur,

transfer ve faiz risklerinden arınılması, bu işlemle bilançoda şarta bağlı bir borç yer almaması sonucu firmanın kredi kapasitesinin düşmemesi, forfaiting işlemlerinin genellikle hızlı ve basit oluşu ve bu işlemlerin ticari banka kredilerine göre gizlilik içinde gerçekleşebilme imkanı firmalara önemli avantajlar sağlamaktadır.

Yine Factoring de olduğu gibi Forfaiting'de de Forfaiting Kurumunun riskleri üstlenmesi sebebiyle faize ek olarak aldığı komisyon firmalar için bu işlemin en önemli dezavantajını oluşturur.

1.2.2.2.8. Diğer Orta Vadeli Finansman Kaynakları

Yukarıda açıklanan orta vadeli finansman kaynaklarının yanı sıra, Türkiye'de firmaların yararlandıkları Gümrük Vergisi'nin taksitlendirilmesi devletin sağladığı bir orta vadeli kaynak olarak yorumlanmaktadır. Yine Türkiye'de firmalar bazı koşullar altında vergi borçlarını da iki yıl süreyle taksitlendirme olanağına sahiptirler. Bu da orta vadeli kaynak olarak nitelendirilebilir.

Tahvil çıkarılması her ne kadar uzun vadeli kaynak sağlamanın bir aracı olarak düşünülse de enflasyon, faiz oranlarındaki oynaklık ve geleceğin belirsizliği firmaları iki, üç yıl süreli tahvil çıkarmaya itmektedir. Bu da orta vadeli tahvil çıkarılması yoluyla kaynak yaratılması anlamını taşımaktadır (Akgüç, 2002, s.643-644).

1.2.2.3. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Firmalarda uzun vadeli yabancı kaynaklar, özellikle duran varlık finansmanında kullanılmaktadırlar.

Uzun süreli borçlar, firmanın yatırım finansmanında kullandığı önemli araçlardandır. Banka kredisi veya tahvil ihracı ile sağlanan bu kaynakların temel özelliği, uzun sürede ve belirli bir itfa tablosuna uygun olarak geri ödenmeleridir. Bu özellik ödemelerin uzun süreli planlamasına olanak verir. Ancak sakıncalı yönü firmanın esnekliğini zayıflatmasıdır (Pamukçu, 1999, s.244).

Uzun vadeli yabancı kaynaklar (Akgüç, 2002, s.645);

- Bankalardan sağlanan uzun vadeli krediler,
- Tahvil ihracı yoluyla sağlanan uzun vadeli kaynaklar,
- Bankalar dışındaki finans kurumlarından ipotek karşılığı sağlanan krediler,
- Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklardır.

1.2.2.3.1. Bankalardan Sağlanan Uzun Vadeli Krediler

Uzun vadeli banka kredileri, Ticaret Bankaları, özellikle Kalkınma ve Yatırım Bankaları tarafından firmalara kaynak yaratmak adına tahsis edilirler.

Bankalar tarafından verilen uzun vadeli kredilerin en belirgin özelliği kredinin geri ödeme süresinin bir yıldan fazla olması ve verilen kredinin bazı özel koşulları taşıması yanında bir formal sözleşmeye dayalı olmasıdır. Bu tip kredilerin vadesi bir yıldan fazla olduğu için maliyeti de süreyle orantılı olarak kısa vadeli kredilerden daha fazladır. Uzun vadeli krediler, genellikle firmaların duran varlık ihtiyaçlarını karşılamak, bunların onarım ve yenilenmelerine destek vermek, firma sermayesini arttırmak, mevcut bir borcun ödenmesini sağlamak ve kredi alan kuruluşun diğer firmalara yatırım yapması amaçları için alınırlar (Doğan, 1998, s.470).

1.2.2.3.2. Tahvil İhracı Yoluyla Sağlanan Uzun Vadeli Kaynaklar

Tahvil TTK'nın 420. maddesinde "anonim ortaklıkların ödünç para bulmak için itibari değerleri eşit, ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri" şeklinde tanımlanmıştır.

Tahvil çıkartılarak, ödünç para sağlanırken tahvil tutarının (anapara) ve faizinin, kısa dönemi aşan belirli süreler sonunda, tahvil alıcısına geri ödenmesi yükümlülüğü altına girilmektedir. Tahvil çıkartan firma, özetle, her tahvil için, her yıl belli bir geri ödemeyi, belli bir tarihte yapmayı üstlenmektedir (Taner, 2004, s.128).

Tahviller temelde kamu sektörü tahvilleri ve özel sektör tahvilleri olmak üzere iki ana başlıkta incelenmektedir. Kamu sektörü tahvilleri, devlet tahvilleri

ve hazine bonoları ile iktisadi devlet teşekkülleri tahvilleri olarak ikiye ayrılır. Özel sektör tahvillerini ise, garantili ve garantisiz tahviller, primli ve primsiz tahviller, sabit ve değişken faizli tahviller, hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller, kâra iştirakli tahviller, ikramiyeli tahviller ve endeksli tahviller şeklinde sekiz grupta incelemek mümkündür.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde firmalar tarafından uzun vadeli yabancı kaynak sağlamak için sıklıkla başvurulanan tahvil ihracı, hisse senedi ihracından farklı olarak firmaya yeni ortakların katılmasını ve yönetimin yeni ortaklarla paylaşılmasını gerektirmez. Firmanın kârlılık oranının tahvil faiz oranından yüksek olduğu sürece, tahvil ihracı ile sağlanan sermaye, öz sermaye kârlılığını yükseltecektir. Tahvil ihracının bir başka avantajı da tahvil faizlerinin vergi matrahını azaltıcı nitelikte gider olarak gösterebilmesidir. Firmalar faiz ödemelerini önceden belirledikleri için tahvil borcunun maliyeti de sabittir.

Tahvil ihracında vade uzun olduğundan, ekonomik koşullarda beklenmeyen değişiklikler firma için risk oluşturabilir. Ayrıca, borç niteliğinde sayılan tahviller, firmanın borç/öz sermaye oranını yükseltmekte ve bu nedenle de firmaya ilişkin borçlanma kapasitesini olumsuz etkilemektedir.

1.2.2.3.3. Bankalar Dışındaki Finans Kurumlarından İpotek Karşılığı Sağlanan Krediler

Sigortacılığın gelişmiş olduğu ülkelerde özellikle hayat sigorta şirketleri, ipotek karşılığı uzun vadeli krediler vermekte ve yeni finansman yöntemleri geliştirmektedirler. Ancak Türkiye’de hayat sigorta şirketlerinin elinde henüz büyük fonlar birikmediğinden, sigorta şirketleri firmaların finansmanında etkin bir rol oynayamamaktadırlar (Akgüç, 2002, s.645).

Özellikle sermaye piyasalarından fon sağlamaları güç ya da pahalı olan küçük çaplı firmaların talep ettiği bu tip kredilerde süre, ticaret bankalarının vermiş olduğu orta vadeli kredilerden daha uzun olmaktadır (Akgüç, 2002, s.686).

1.2.2.3.4. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Yukarıda sıralanan uzun vadeli kaynak sağlama şekillerinin yanı sıra taşınmaz (gayrimenkul) rehiniyle güvence altına alınmış senet çıkarma, varlığa dayalı menkul kıymet çıkarma ve kâr-zarar ortaklığı belgeleri (KOB veya KZOB) çıkarılması şeklinde yöntemler de söz konusudur.

1.2.2.4. Yabancı Kaynak İle Finansmanın Üstün ve Sakıncalı Yönleri

Yabancı Kaynak ile finansmanın üstünlük gösteren yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2002, s.646):

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

Yabancı Kaynak ile finansmanın sakıncalı yönleri şu şekilde özetlenebilir (Akgüç, 2002, s.647):

- Yabancı kaynakla finansman, firmanın satış ve kârlarında dalgalanma gösterdiği dönemlerde büyük risk taşır. Firmanın borçlarını süresinde ödeme gücüne sahip olmaması, varlığını tehlikeye düşürür.
- Yabancı kaynakla finansman, finansal kaldıracın lehe etkisiyle firmanın kârlılığını yükseltse dahi, firmanın riskini arttırdığından, firma

değerinde veya anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin değerinde düşüşe yol açabilir.

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

BÖLÜM 2

SERMAYE YAPISI KURAMLARI VE TEMEL BELİRLEYİCİLERİ

2.1. Genel Olarak Sermaye Yapısı Yaklaşımları

Sermaye yapısı, firmaların yatırım finansmanlarında kullandıkları kısa ve uzun vadeli borçları ile öz sermayeleri toplamı olarak tanımlanabilir.

Firmaların sermaye yapısının (yabancı kaynaklar/öz sermaye oranı) değiştirilmesinin sermaye maliyeti ve firma değeri üzerine etkisinin neler olacağını analiz eden çalışmalar literatürde risk ve kârlılık arasında dengeyi saptamayı amaçlamışlardır. Firmalar için öz sermaye kullanımı temettü ödenmesini gündeme getirirken, yabancı kaynak kullanımı faiz ödenmelerini ortaya çıkarmaktadır.

Finans literatüründe, ilk kez 1952 yılında David Durand tarafından ortaya konan sermaye yapısı sorunu incelemeleri firmalara ilişkin belirli ve sabit iş riski düzeyleri öngörmüş, firmaları kurumlar vergisinden muaf kabul ederek, belirli iş riski seviyesindeki firmaların ortak büyüme oranlarına sahip olacaklarını varsaymıştır. Aynı firmalar için arz edilen hisse senetlerinde ayırım (imtiyazlı-imtiyazsız gibi) söz konusu değilken, nakit akışlarının faiz ve vergilerden bağımsız olduğunu varsaymıştır.

Günümüzde Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları adı altında yorumlanan bu yaklaşımların üzerine literatürde faiz ve vergilerin sermaye yapısı üzerine etkilerini anlamlı şekilde ortaya koyan, risk ve kârlılık arasında denge oluşturmayı hedefleyen, optimum sermaye yapısını oluşturmaya yönelik çalışmalar, çeşitli sermaye yapısı karmaları ile firmaların toplam sermaye maliyetini minimuma indirmeyi hedeflemişlerdir. Optimum sermaye yapısına

ulaşmada borcun faizinin bir gider kalemi olarak kullanılıp, vergi matrahını azaltmasıyla sermaye maliyetini düşürmesi, borç maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olması firmalar için borçlanmayı cazip kılmakta, ancak bu durum iflas maliyetleri, finansal risk ve temsil maliyetlerini arttırmaktadır.

Firmaların toplam sermaye maliyetini minimuma indirmeyi hedefleyen bu teorilerin üzerine tüm dünyada sermaye pazarlarının gelişmesiyle firma dışı faktörlerin sermaye yapısı üzerine etkileri literatürde ele alınmaya başlanmıştır.

Sermaye yapısını etkilemede firmalardan piyasadaki tasarruf sahiplerine yönelik bilgi akışının, firmanın hisse senetlerinin pazar değerlerini oluşturmada etkilerini inceleyen bu çalışmalar yatırımcılarla firma arasındaki etkileşimleri ele almaktadır.

Bilindiği üzere piyasanın firma ile ilgili her yeni bilgiyi de dikkate alarak firmanın hisse senedinin piyasa fiyatını oluşturma hızına piyasa etkinliği denilmektedir. Etkin piyasa hipotezinin zayıf, yarı kuvvetli ve kuvvetli olmak üzere üç formu mevcuttur. Zayıf form, firmanın mevcut hisse fiyatlarının geçmişteki fiyat hareketlerinin içerdiği tüm bilgileri yansıttığını, ancak firma içi bilgilerin hisse fiyatlarına yansımadığı durumu ifade eder. Yarı kuvvetli form, yöneticilerin erişebildiği bilgilerin henüz hisse fiyatlarına yansımadığını ancak firmaya ilişkin piyasada var olan tüm bilgilerin hisse fiyatına yansıdığını söylemektedir. Kuvvetli form ise, hisse fiyatlarının yönetimce dahi gizli tutulan bilgilerin mevcut hisse senedi fiyatının oluşumunda rol aldığını kabul etmektedir. Dünyadaki en gelişmiş hisse senedi piyasalarında dahi hipotezin yarı kuvvetli formunun geçerli olduğu kabul edilmektedir.

Firmalar ile piyasalar arasındaki bilgi akışı eksikliğinin firma değerini etkilediği kabulüyle yapılan araştırmalar, bu eksikliğin firmaların sermaye yapısı kararlarını ne şekilde etkilediğini ortaya koymayı amaçlamışlardır.

Çalışmanın bu bölümünde sermaye yapısına ilişkin kuramsal ve ampirik çeşitli gelişmelerin geniş bir özetine yer verilmiştir.

2.1.1. Temel Sermaye Yapısı Yaklaşımları

1950'li yıllarda firma değerine ilişkin ciddi geliştirmeler ortaya atan bu yaklaşımlar içinde Net Gelir Yaklaşımı ile Geleneksel Yaklaşım, sermaye yapısı kararlarının firma değerine etken olduğunu savunurken, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı firma değerinin sermaye yapısı kararlarından bağımsız oluştuğunu ortaya koymuştur. Bu yaklaşımlara ilişkin temel varsayımlar şu şekilde özetlenebilir (Diacogiannis, 1995, s.258):

- Kurumlar vergisi, gelir vergisi ve iflas maliyetleri mevcut değildir.
- Firmaların kullandıkları kaynaklar uzun vadeli borç ve öz sermaye olmak üzere sadece iki tanedir.
- Firmanın toplam varlıkları sabittir.
- Firmanın net faaliyet geliri (Faiz ve Vergi Öncesi Kâr-FVÖK), volatil değildir ve gelecekte de değişmeyecektir.
- Firma tüm kazançlarını temettü olarak ödemektedir.
- Firmanın faaliyetlerinin sonsuza dek sürmesi beklenmektedir.
- Firma hisse senetlerini geri satın almak için borçlandığında veya borçlarını ödeyebilmek için hisse ihraç ettiğinde borç/öz sermaye oranını değiştirebilmektedir. Sermaye yapısı değişiklikleri hızla gerçekleşir. Bu değişikliklerde işlem maliyetlerinin olmadığı kabul edilmektedir.
- Tüm yatırımcılar için firmanın gelecekte beklenen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarının beklenen değerleri aynıdır.

Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Geleneksel Yaklaşım adları altında üç ana başlıkta incelenebilmektedir (Brigham, 1997, s.420-447, Durukan, 1997, s.12-20, Brealey vd., 1997, s.405-429, Akgüç, 1998, s.483-497, Acaravcı, 2004, s.4-10).

2.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşım bir firmanın finansal kaldıraç faktörünün etkisiyle piyasa değerini arttırabileceğini savunmaktadır. Net gelir yaklaşımı, David Durand'ın

1952 yılında yaptığı orijinal tanımına göre sabit öz sermaye maliyeti ve değişken öz sermaye maliyeti adları altında iki şekilde incelenmektedir.

2.1.1.1.1. Sabit Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı

Bu yaklaşım öz sermaye maliyetini, vergi sonrası net kârın hisse senedinin piyasa değerine oranı olarak tanımlanmaktadır. Verginin olmadığı bir ortam kabulüyle, bu yaklaşıma göre öz sermaye maliyeti sabittir ve firmanın piyasa değerini etkiler. Sabit öz sermaye maliyeti, belli risk sınıfında kabul edilen tüm firmalar için aynıdır ve hisse senetlerini değerlendiren yatırımcılar açısından talep edilen getiri oranı olarak ifade edilebilir.

Yatırımcılar açısından talep edilen bu getiri oranı sabit kabul edildiğinde ve böylelikle vergi öncesi kâr (VÖK) (Verginin olmadığı bir ortam kabulünde vergi sonrası net kâr ile VÖK birbirine eşittir) getiri ölçütü olduğunda firmanın hisse senetlerinin değeri VÖK'nın öz sermaye maliyetine oranı olarak ifade edilebilir. Vergilerin olmadığı bir ortamda, sabit öz sermaye maliyetinin kabulü ile de ortalama sermaye maliyeti VÖK'nın firma değerine oranı olarak ifade edilebilir.

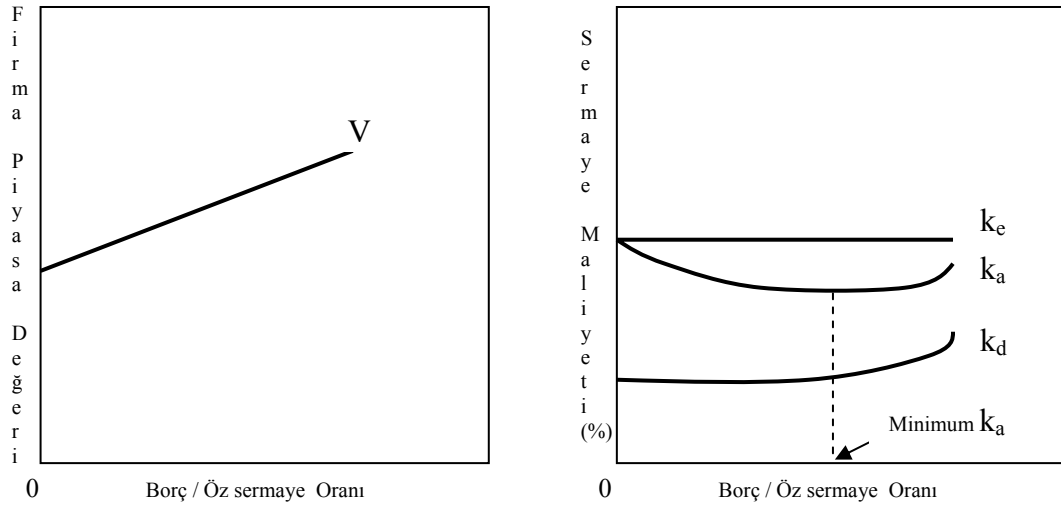
Bu kabuller ile sabit öz sermaye maliyetini savunanlar, benzer risk ve aynı VÖK'ya sahip firmaların hisse senetlerinin aynı değere sahip olacağını kabul etmektedirler. Çünkü yatırımcılar, yalnızca raporlanan gelirler ile ilgilenir ve hisse senedini belli bir getiri hedefiyle en iyi fiyattan satın alırlar. Böylelikle etkin piyasa koşullarında faaliyet gösteren, benzer iş riskine sahip firmaların hisse senedi değerleri, VÖK'ları ve öz sermaye maliyetleri birbirine eşit olacaktır.

Sabit Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı, finansal kaldıracın yararlı olduğunu savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre bir firma borç düzeyini arttırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. VÖK'nın finansal kaldıraç ile artması ve öz sermaye maliyetinin sabit olması nedeniyle finansal kaldıraç hisse senedi değerini de arttırarak, firmaya yarar sağlayacaktır.

Bu yaklaşıma getirilen eleştirilerin başında sermaye yapısında bulunan borcun etkilerinin, bir bütün olarak göz önüne alınmaması gelmektedir. Bu yaklaşım borcun artması ile oluşan finansal riski göz ardı etmektedir. Firma

borçlanma maliyeti yatırımın getiri oranından veya ortalama sermaye maliyetinden daha düşük olduğu sürece borcunu arttırmalıdır fikrine dayalı bu yaklaşım, ancak gerçek hayatta ek borcun maliyetinin ortalama sermaye maliyetine eşit olacağı noktaya kadar geçerliliğini sürdürebilir. Şekil 2.1'de de görüleceği gibi minimum ortalama sermaye maliyeti noktasında firmanın piyasa değeri maksimum olacaktır. Yani bu nokta optimum sermaye yapısının elde edildiği noktadır. Bu nokta geçildikten sonra borç düzeyi arttıkça firmaya borç verenler artan finansal riskten dolayı, firmadan talep edecekleri faiz oranını arttıracaklardır. Bu noktadan sonra ek borç maliyeti yükselerek ortalama sermaye maliyetini geçer. Şekilde (V), firma değerini, (k_e), öz sermaye maliyetini, (k_d), borcun maliyetini, (k_a)'da öz sermayenin ortalama maliyetini ifade etmektedir.

Şekil 2.1. Sabit Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı



Kaynak: Durukan, 1997, s. 15.

Bu yaklaşıma getirilen eleştirilerden bir diğeri, optimum sermaye yapısının sadece borçtan veya başka bir ifadeyle firmaya kaldıraç avantajı sağlayan borç düzeyinden oluştuğunu kabul ederek, aşırı borçlanmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini göz önüne almaması ile ilgilidir. Borç oranı aşırı düzeyde yüksekse, yatırımcılar finansal riski algılayarak hisse senetlerini

satabilirler ve böylelikle hisse senetlerinin piyasa değeri düşebilir. Bu duruma Sabit Öz Sermaye Yaklaşımı cevap getirememektedir.

2.1.1.1.2. Değişken Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı

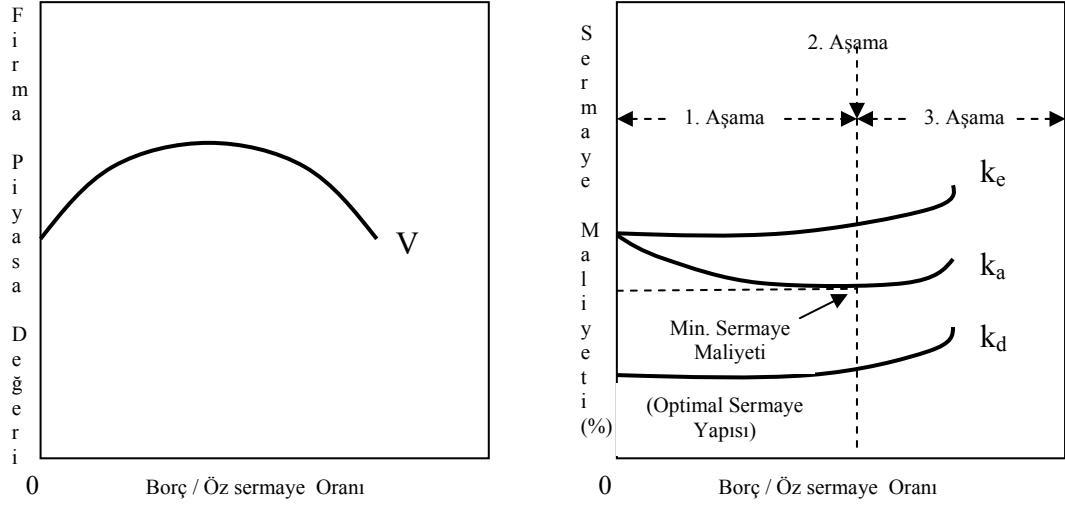
Sabit Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımına getirilen eleştiriler göz önüne alınarak geliştirilen bu yaklaşım, VÖK ve hisse senetlerinin piyasa değeri arasındaki ilişkinin firmanın piyasa değerini belirleyen etmen olduğunu varsayarak finansal riskin etkilerini de göz önünde bulundurmaktadır. Bu yaklaşım Sabit Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımında kabul edilen belirli risk sınıfındaki firmaların öz sermaye maliyetlerinin firmaların borç düzeyine bağlı olarak değiştiğini ortaya koymaktadır.

Değişken Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı yatırımcıların ek borcun getireceği finansal riskin farkında oldukları ve dolayısıyla, öz sermaye yatırımları için daha fazla getiri talep ettiklerini kabul etmektedir. Buna göre, borç düzeyi arttıkça yatırımcıların talep edecekleri yüksek getiri oranı hisse senetlerinin piyasa değerinin düşmesine neden olacaktır (Durukan, 1997, s.16).

Şekil 2.2' de görüleceği gibi Değişken Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı ile sermaye yapısının saptanması üç aşamada yorumlanabilir. Birinci aşamada, firmalar öz sermayeyi daha düşük maliyetli olan borç ile ikame ederler. Öz sermayeyi daha ucuz bir fon kaynağı ile ikame etmekten kaynaklanan tasarruflar, öz sermayenin maliyetindeki artışı fazlasıyla karşılamaktadır. Öz sermayenin maliyet (k_e) artışı, borçtan sağlanan tasarruftan az olacağından ortalama sermaye maliyeti (k_a) düşer. Bunun sonucunda firmanın değeri artmaktadır. Şekilde yine (V) firma değerini, (k_d) de borcun maliyetini ifade etmektedir.

İkinci aşamada ise borç düzeyi artan firmanın finansal riski artacaktır. Bunun sonucunda borcun artmasının getireceği öz sermaye maliyetindeki artış ile borcun sağladığı tasarruf eşit olacaktır. Bu nokta optimum sermaye noktasının olduğu noktadır. Bu noktada ortalama sermaye maliyeti (k_a) minimumdur.

Şekil 2.2. Değişken Öz Sermaye Maliyeti Yaklaşımı



Kaynak: Durukan, 1997, s. 16.

Üçüncü aşama daha fazla borç kullanımı ile, firmanın optimum sermaye yapısından uzaklaştığı alandır. Çünkü optimum sermaye yapısı noktasından sonra borç artışı beraberinden hem borcun, hem de öz sermayenin maliyetinde artış meydana getirecektir. Bunun sonucunda, ortalama sermaye maliyeti de artarak firmanın piyasa değerini düşürecektir. Bu artış, fazla borç ile yükselen finansal riskin, borç verenlerin daha fazla faiz, öz sermaye sahiplerinin de daha fazla temettü talep etmelerinden kaynaklanacaktır (Durukan, 1997, s. 17).

2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, firmaların sermaye yapılarıyla piyasa değerleri arasında bir ilişki olmadığını varsaymaktadır. Ortalama sermaye maliyetinin firmanın bulunduğu risk sınıfı içinde sabit olduğunu varsayan bu yaklaşım, firma borçlarının artmasıyla firmanın ortalama sermaye maliyeti ve firmanın piyasa değerinin değişmeyeceğini belirtmektedir.

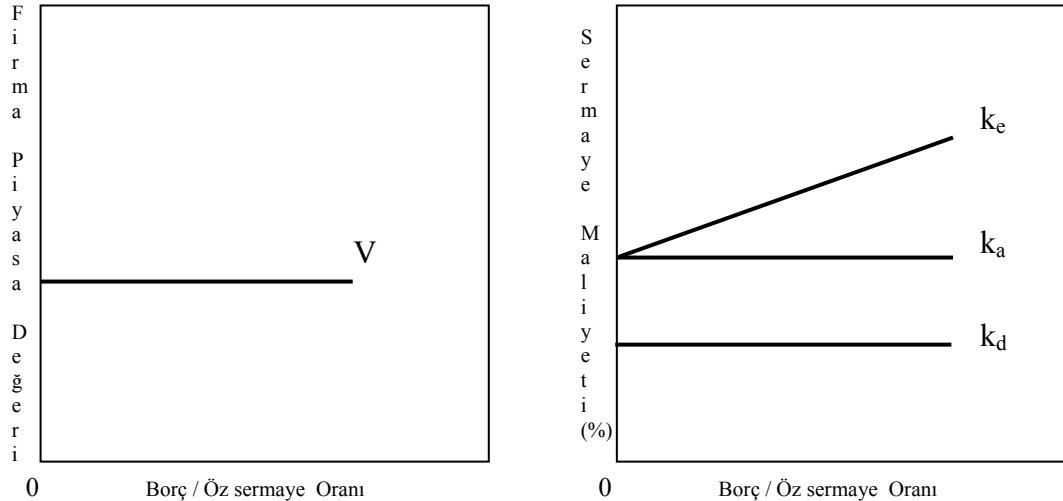
Bu yaklaşımı savunanlara göre, firma riski ve yatırımlarından elde ettiği gelirlerin dağılımı benzer olan iki firma aynı beklenen getiri oranına (firma

değerine) sahip olacaktır. Çünkü aynı risk sınıfındaki bütün firmalar için ortalama sermaye maliyetleri aynı kabul edilmektedir.

Bu yaklaşımın sermaye yapısına olan en önemli katkısı firma değerini faiz ve vergi öncesi kârın (FVÖK) belirlediğini vurgulamasıdır. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı firma için belirli tek bir optimum sermaye yapısının var olmadığını ve böylelikle her sermaye yapısının kabul edilebilir, firmaya yarar sağlayıcı yönlerinin olduğunu savunmaktadır. Bunun gerekçesi ise firma borçlanma oranını arttırdıkça, artan risk ile beraber öz sermaye maliyetinin de artacağı kabulüdür. Borç düzeyinin artması ile firmanın finansal risk düzeyi de artacak, hisse senedi sahipleri artan risk ile daha yüksek getiri talep edeceklerdir. Böylelikle borcun sağladığı yarar öz sermaye maliyetindeki artış ile ortadan kalkmış olacaktır. İşte bu yüzden ortalama sermaye maliyeti çeşitli sermaye yapıları içinde sabit kalmaktadır.

Firmanın farklı borç/öz sermaye oranlarında ortalama sermaye maliyetinin hiç değişmediğini savunan bu yaklaşım Şekil 2.3.'deki gibi ifade edilebilir.

Şekil 2.3. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı



Kaynak: Akgüç, 1998, s. 492.

Başka bir ifadeyle, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı firmalar için öz sermaye kullanımı ile borçlanmanın reel maliyetlerinin birbirine eşit olduğunu savunur.

Borçlanmanın firma açısından faiz ve görünmeyen maliyet olmak üzere iki bileşenle ifade edilebilecek maliyeti söz konusudur. Buradaki görünmeyen maliyet borçlanma arttıkça öz sermaye maliyetinin de yükseleceğine işaret eden ögedir. Bu sebeple borçlanma ortalama sermaye maliyetini düşürmez. Yaklaşımın bir diğer önemli saptaması da firma için tek bir optimal sermaye yapısı olmadığı, bir anlamda tüm sermaye yapılarının firma için optimal olduğudur (Akgüç, 1998, s.491).

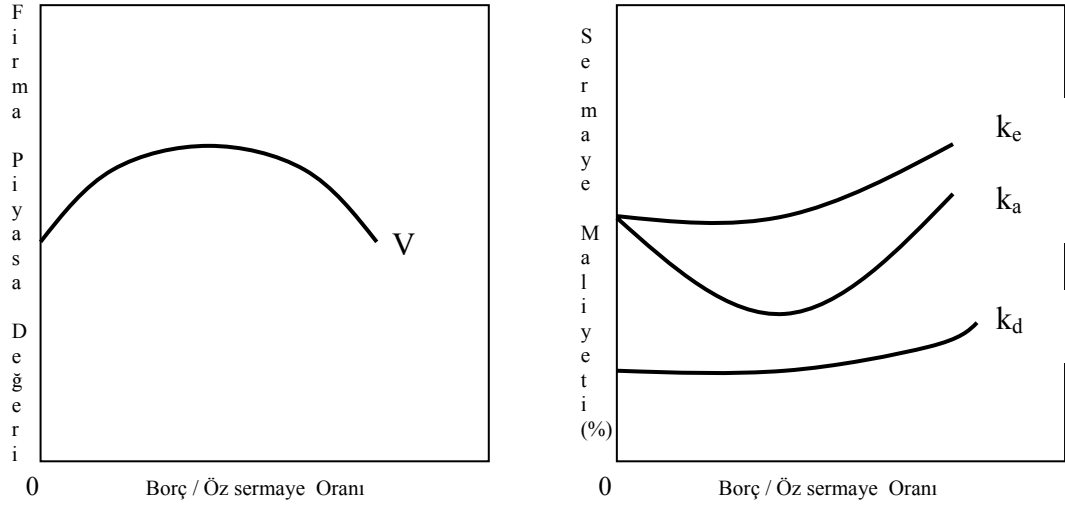
2.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım, firmalar için belirli bir optimal sermaye yapısının olduğunu ve firmanın bu noktada sermaye maliyetinin minimum olması gerektiğini söyler. Firma kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir ve böylelikle firma değerini yükseltebilir. Bu durumda öz sermaye kârlılığı da artacaktır.

Bu yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımının aksine ortalama sermaye maliyetinin düşürülebileceğini ve firmanın piyasa değerinin yükselebileceğini belirtirken, net gelir yaklaşımının aksine de öz sermayenin kârlılığının da artabileceğini ortaya koymaktadır.

Geleneksel yaklaşımda, optimal sermaye yapısı borç ve öz sermayenin maliyetlerini en aza indiren ve firmanın piyasa değerini maksimum kılan borç ve öz sermaye karışımı olarak ifade edilmektedir. Bu yaklaşımda Net Faaliyet Kârı yaklaşımında da olduğu gibi firmanın finansal riski arttığında, öz sermayenin maliyetinin de artacağı savunulur. Ancak belirli seviyeye kadar borç kullanımının ortalama sermaye maliyetini azaltan etkisinin, öz sermaye maliyetinin artışı ile tamamen giderilemeyeceği, artan riskin hem borç hem de öz sermaye maliyetini arttıracığını, ve böylece optimal sermaye yapısından uzaklaşmaya başlanacağını ifade eder. Çünkü borç oranının artması ile işletme riski artacak, bu borç verenlerin daha fazla faiz talep etmelerine sebep olacak, firma hisselerine yatırım yapanların da daha fazla temettü beklentisi içine girmelerine sebebiyet verecektir.

Şekil 2.4. Geleneksel Yaklaşım



Kaynak: Aydın, 2007, s. 280.

Şekil 2.4.'de geleneksel yaklaşıma göre firmanın borç / öz sermaye oranındaki değişimlerin sermaye maliyeti ve firma değeri üzerine etkisi gösterilmektedir. Şekilden de görüldüğü gibi kaldıraç oranı yükseldikçe, öz sermaye maliyetinin (k_e), artarak artan bir hızla yükselmekte olduğu, borç maliyetinin (k_d) ise belirli bir borçlanma düzeyinden sonra yükselmeye başladığı görülmektedir. Sermayenin ortalama maliyetinin (k_a) ise başlangıçta, borçlanma (kaldıraç) oranı arttıkça azalmakta olduğu görülebilir. Çünkü öz sermaye maliyetindeki artış, daha düşük maliyetli yabancı kaynak kullanımının avantajlarını azaltmamaktadır. Belirli bir noktaya gelindikten sonra, öz sermaye maliyetinde oluşan artışın, düşük maliyetli yabancı kaynağın avantajını da olumsuz etkilemeye başlamasıyla, sermayenin ortalama maliyetinde yükselmeye neden olmaktadır.

Diğer bir ifade ile firmalar belirli bir düzeye kadar borçlanarak ortalama sermaye maliyetini (k_a) düşürebilmekte, o borçlanma düzeyinden sonra hem öz sermaye maliyeti hem de borç maliyeti, artan finansal risk nedeni ile yükseldiğinden, ortalama sermaye maliyeti de yükselmektedir (Aydın, 2007, s.280).

2.1.2. Franco Modigliani ve Merton Miller (M-M) Yaklaşımları

Finansal literatürde, modern sermaye yapısı teorilerinin başlangıcının 1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller'ın Nobel ödüllü "Sermaye Maliyeti, İşletme Finansmanı ve Yatırım Teorisi" isimli makaleleri ile oluştuğu kabul edilir. M-M (Modigliani ve Miller), çalışmalarında firmaların kaldıraç düzeyinin, firma sermaye maliyeti ile firma öz sermaye maliyeti üzerindeki etkisini araştırmaktadırlar.

Çalışmalarının dayandığı varsayımlar şu şekilde özetlenebilir (Durukan, 1997, s.20-22):

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Bu varsayım, kâr sağlayıcı arbitraj olanağını ortadan kaldırmaktadır.

- İşlem maliyeti yoktur. Yatırımcılar, menkul kıymetlerin alım ve satım işlemleri için herhangi bir işlem ücreti ödemezler.

- Bilgiye erişim herkes için ücretsizdir ve herkes eşit bilgiye erişim imkanlarına sahiptir. Yatırımcılar ile firma yöneticilerinin firmanın gelecekteki yatırım imkanları ile ilgili sahip oldukları bilgi düzeyi aynıdır.

- Sermaye piyasalarında işlem gören yeterli miktarda menkul kıymet vardır. Piyasada bu menkul kıymetleri alıp satacak çok sayıda yatırımcı bulunmaktadır. Bir grup veya bir tek yatırımcı tek başına piyasa fiyatlarını etkileyemez veya yönlendiremez.

- Tüm yatırımcılar rasyoneldir.

- Firmanın tüm borçları, tutarı ne olursa olsun risksizdir ve firma tarafından ödenen faiz oranı, bu risksiz borca uygulanan orandır.

- Bütün firmalar, firma riski düzeylerine göre, risk sınıflarına ayrılabilirler. Aynı risk sınıfında bulunan firmaların ortalama kazançları arasında tam korelasyon vardır (Diğer bir ifadeyle, korelasyon katsayısı değeri 1'e eşittir). Kazançlarındaki farklılığın tek nedeni firma büyüklüğüdür.

- Firmalar ve bireysel yatırımcılar aynı faiz oranı üzerinden borçlanabilirler. Borçlanma maliyetinin firmalar ve bireysel yatırımcılar için aynı

olabilmesi ise Şu hipoteze dayanmaktadır: Firmalar duran varlıklarını teminat göstererek borçlanabildikleri gibi, bireysel yatırımcılar da sahip oldukları menkul değerlerini teminat göstererek aracı kurumlara borçlanabilirler. Bu nedenle, borcuna karşılık teminat gösterebilen bireysel yatırımcılar ve firmalar için borç maliyeti aynı olmaktadır.

- Kurumlar vergisi ve gelir vergisi bulunmamaktadır.
- Firmaların nakit akışları sabit olup sonsuza kadar devam eder.

M-M (1958), bu varsayımlar altında iki öneride bulunmuşlardır. Bu iki önerinin sınamalarla desteklenmesi sonucunda ise üçüncü bir öneri daha geliştirmişlerdir.

Araştırmacılar ilk öneri olarak firmanın toplam piyasa değerinin, firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu ifade etmişlerdir. Firmaların piyasa değerleri, sermaye yapılarından etkilenmemekte, borçlanma miktarlarındaki değişikliklerle firma değeri arttırılamamaktadır. Sermaye yapısı sadece öz sermayeden oluşan bir firma ile sermaye yapısında borç bulunduran aynı risk sınıfında incelenebilecek bir diğer firmanın piyasa değerleri aynı olmalıdır. Ayrıca sermaye yapısında borç bulunan bir firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, aynı risk sınıfında bulunan ve pasifini sadece öz sermayeden teşkil etmiş bir başka firmanın öz sermaye maliyetine eşittir.

Bu ilk önerinin dayanağı yatırımcıların, firmalar ile aynı şartlar altında borçlanabilecekleri kabulüdür. Bu kabul çerçevesinde, sermaye yapısı sadece öz sermayeden oluşan bir firmaya nazaran, firma değeri daha yüksek olması beklenen sermaye yapısında borç bulunduran aynı risk sınıfındaki bir başka firmanın aynı piyasa değerine sahip olmasının sebebi rasyonel yatırımcı olarak gösterilmektedir.

Rasyonel yatırımcı firmaların aktiflerindeki yatırımların kârlılığı ile ilgilenmekte, firmanın fonlarını borçlanma ya da öz sermaye kullanımı yoluyla sağlayıp sağlamadığı hususu ile ilgilenmemektedir. Aynı zamanda rasyonel yatırımcı borçlanma açısından firmalarla aynı imkanlara sahiptir. Yatırımlarını pazar değeri yüksek olan firmaların hisse senetlerine yapmayacaktır. Finans literatüründe kendi eli ile kaldıraç (homemade leverage) olarak adlandırılan

rasyonel yatırımcının bu davranışı, kişisel olarak borçlanıp, piyasa değeri daha düşük olan, sermaye yapısını sadece öz sermaye ile oluşturmuş firmaların hisse senetlerini satın alması olarak ifade edilebilir. Rasyonel yatırımcı borç kullanmayan firmanın hisse senetlerine yatırım yaparak bu firmanın değerini de piyasada borç kullanan firmanın değerine kadar yükseltecektir. Çünkü M-M'a göre hisselerin beklenen getirilerine ilişkin yatırımcıların beklentileri ve aynı risk sınıfındaki firmaların hisselerinin beklenen getirileri de aynı olacaktır.

M-M, aynı risk sınıfındaki firmaların nasıl saptanacağına ilişkin bilgi vermemiş, sadece dipnotta sınıf kavramının endüstri kavramı ile özdeş olmasa da onunla yakınca ilişkide olduğunu belirtmiştir (Kula, 2000, s.55).

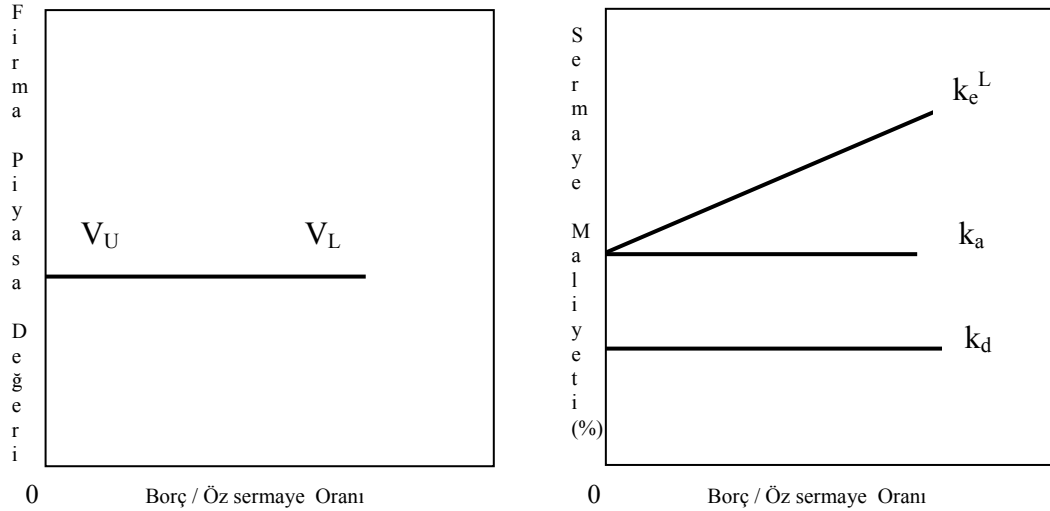
M-M (1958) ikinci önerilerinde, sermaye yapısında borç bulunan bir firmanın öz sermaye maliyetinin, borç bulundurmeyen bir firmanın öz sermaye maliyeti ile bu firmaya ilişkin borçtan kaynaklanan risk priminin toplamına eşit olacağını ifade etmişlerdir. Firmalar borçlandıkça finansal riskleri artacak, hissedarlar da böylelikle firmalardan daha yüksek oranda getiri talep edeceklerdir. Bu da öz sermayenin maliyetini arttıracaktır. Öz sermayenin maliyetindeki artışı ifade eden ve borç kullanımındaki artıştan kaynaklanan bu risk primi, borcun düşük maliyetinden sağlanan yarar ile aynı büyüklükte olacaktır.

M-M'ın ikinci önerisine göre, öz sermaye maliyetindeki artış borçtan sağlanan avantajı ortadan kaldırır ve borç kullanan ve kullanmayan aynı risk sınıfındaki firmalara ilişkin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri birbirine eşit olur. Şekil 2.5.'de M-M (1958)'ın birinci ve ikinci varsayımlarına ilişkin sermaye yapısı ilişkileri grafiksel olarak ifade edilmektedir. Şekillerde (V_U), kaldıraçsız firmanın değerini, (V_L), kaldıraçlı firmanın değerini, (k_e^L), kaldıraçlı firmanın öz sermaye maliyetini, (k_a), öz sermayenin ortalama maliyetini, (k_d), borcun maliyetini ifade etmektedir.

M-M (1958) birinci ve ikinci önerilerini, 43 elektrik firmasına ait 1947-1948 yılları ve 42 petrol firmasına ait 1953 yılı yatay kesit verileri kullanarak en küçük kareler yöntemi ile sınımlar ve önerilerinin bu sınımlarla tutarlı sonuçlar vermesi üzerine üçüncü önerilerini sunmuşlardır. Bu öneriye göre firmaların tüm

yatırımlarını değerlendirmek için kullanacakları asgari iskonto oranı, diğer bir ifade ile minimum beklenen getiri oranı, firmanın ortalama sermaye maliyeti olarak ifade edilebilir ve bu oran yatırımların finansmanında kullanılacak fon tipinden bağımsızdır.

Şekil 2.5. M-M (1958)'in Birinci ve İkinci Önermeleri



Kaynak: Durukan, 1997, s. 24

Tüm bu sınamalar sonucunda M-M (1958)'in firmaların sermaye yapıları ile piyasa değerleri arasındaki ilişki şu şekilde özetlenebilir (Durukan, 1997, s. 26):

- Aynı risk sınıfında bulunan firmaların ortalama sermaye maliyetleri, borç düzeylerinden bağımsız olup, birbirinin aynıdır.

- Öz sermaye maliyeti borçtan sağlanan düşük maliyet avantajını ortadan kaldıracak biçimde, borç oranı arttıkça artar. Öz sermaye maliyeti, sermaye yapısında borç bulunan firmalarda daha yüksektir.

M-M (1958)'in bu çalışmasına ilişkin literatürdeki eleştiriler şu şekilde özetlenebilir (Durukan, 1997, s.26-28; Akgüç, 1998, s.498-499):

- Çalışmada örneklem seti birden fazla risk sınıfında bulunan firmaları kapsadığından, homojen bir yapıda değildir. Ayrıca M-M birinci önermesinden

savunduğu firmaların sermaye yapılarıyla piyasa değerlerinin birbirinden bağımsız olduğu hipotezini, çalışmanın örneklem setinin yanlı (biaset) olması sebebiyle ampirik bulgularla destekleyebilmiştir. Geleneksel yaklaşımı savunanlar, bu gerçeğe dayanarak, M-M tarafından seçilen örneklem setinde yer alan firmaların kaldıraç düzeylerinin dağılımları optimum sermaye yapısını belirleyen geleneksel yaklaşım eğrisinin elde edilmesine olanak sağladığını ne sürmektedir.

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşullarının tümüyle geçerli olduğu söylenemez. Piyasalardan bilgiyi hiçbir gidere katlanmaksızın tam zamanında elde etmek mümkün olmayabilir. Alım-satım işlemlerinin bir maliyeti vardır. Ayrıca sermaye piyasalarında gerçekleştirilen arbitrajın da M-M'in varsayımının aksine bir maliyeti mevcuttur. Bu maliyetler, bireysel yatırımcıların gerçekleştirdikleri işlemleri kısıtlamalarına neden olur.

- Firmalar ile bireysel yatırımcıların sermaye piyasalarına erişim olanakları aynı değildir.

- Bireysel yatırımcıya getirilen yasal yükümlülüklerin farklılığı nedeniyle, firmaların ve bireysel yatırımcıların borçlanmaları birbirini ikame edemez. Sermaye yapısında borç bulunduran bir firmanın, hisse senetlerine yatırım yapan bir bireyin, firmanın iflası durumunda karşılaşacağı yükümlülükleri yasal olarak kısıtlanmıştır. Ayrıca bireysel düzeyde borçlanarak yatırım yapan kişi, alacaklılarına karşı firmalardan farklı olarak tüm mal varlığı ile sorumludur.

- Firmaların ve bireysel yatırımcıların borçlanma oranları birbirinden farklıdır. Bu durum, firmaların ve bireysel yatırımcıların yükümlülüklerini yerine getirememe riski düzeylerindeki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Bu farkın nedeni, firmaların büyük olmalarından, faiz ödemelerini yapamama olasılıklarının daha düşük olmasıdır. Buna göre, firmalar bireysel yatırımcılardan daha düşük maliyet ile borçlanabilirler. Bu farklı borçlanma oranının varlığı M-M'in savunduğu sermaye piyasalarını etkinleştiren arbitraj imkanını ortadan kaldırmaktadır.

- M-M, firmaların büyüme oranlarını göz önüne almamıştır. Dağıtılan kr paylarının ve dağıtılmayanların, dolayısıyla firma büyüme oranının, firmaların

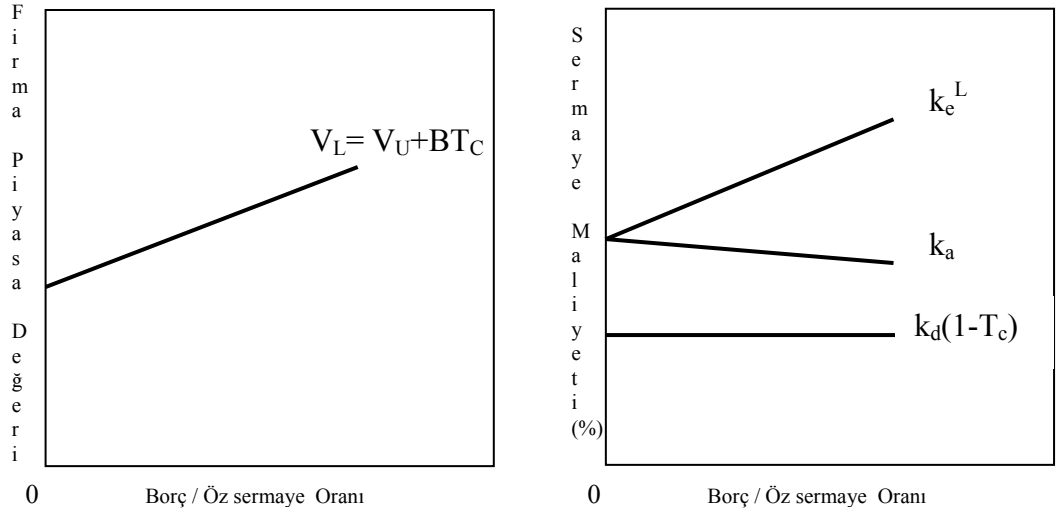
piyasa değeri üzerinde etkisi vardır. Bu nedenle, firmalar dağıttıkları temettü ile hisse senedi fiyatlarını etkileyerek firmanın piyasa değerini arttırabilirler.

- Firmaların aşırı borçlanma durumunda borçlanma maliyetinin yükseleceği ve bunun sermaye maliyeti üzerinde etkili olacağını savunan bazı araştırmacılar M-M (1958)'in modelinin bu konuda yetersiz olduğunu düşünmektedirler.

M-M 1963'te, 1958'de ortaya attıkları iki önerilerini, kurumlar vergisi faktörünü de göz önünde bulundurarak ele almışlardır. M-M (1963) araştırmalarında, borcun faizinin vergi matrahından düşürülebilir nitelikte olması ve temettü ödemelerinin herhangi bir vergi muafiyeti sağlamaması gerekçelerine dayanarak firmaların en yüksek piyasa değerine, sermaye yapılarını tamamen borç ile oluşturmaları durumunda ulaşabileceklerini savunmuşlardır. Araştırmacılar borcun vergi kalkanı olarak adlandırılan bu avantajı ile firmaların borç kullanımı ile marjinal sermaye maliyetlerini düşürerek, piyasa değerlerini arttırabileceklerini söylemişlerdir. M-M'ın kurumlar vergisini de dikkate alarak ortaya koydukları düzeltilmiş birinci önerilerine ilişkin sermaye yapısı ile piyasa değeri ve sermaye maliyeti ilişkileri Şekil 2.6.'daki gibi ifade edilebilir. Şekillerde (V_U), kaldıraçsız firmanın değerini, (V_L), kaldıraçlı firmanın değerini, (BT_C), vergi kalkanının bugünkü değerini, (k_e^L), kaldıraçlı firmanın öz sermaye maliyetini, (k_a), öz sermayenin ortalama maliyetini, ($k_d(1-T_C)$), borcun vergi kalkanı etkisi altında maliyetini ifade etmektedir.

M-M (1968)'e ilişkin getirilen eleştirilerin yoğunlaştığı temel nokta iflas maliyetlerinin göz ardı edilmesidir. Firmaların iflas olasılığı, firmanın değeri ve sermaye maliyeti üzerine olumsuz etki yapacaktır. Borçlanmanın kritik bir noktaya ulaşmasından sonra bu etki artacaktır. Eleştiriler M-M modelinin iflas olasılığını açıklamada yetersiz kaldığı yönündedir.

Şekil 2.6. M-M (1963) Düzeltilmiş Birinci Öneri



Kaynak: Durukan, 1997, s. 31.

2.1.3. Dengeleme Teorisi

M-M (1958)'in ilişiksizlik teoremlerinde öngördüğü varsayımların, özellikle vergilerin mevcut olmaması noktasında getirilen eleştirilerden doğan denge teorisi (Trade-off Theory), borç kullanımının sağladığı vergi avantajı ve bunun oluşturduğu temsil maliyetlerinde azalma şeklinde görülen faydalarla, kaldıraç etkisi kullanımının getirdiği iflas ve sıkıntı maliyetlerini dengelemeyi amaçlamaktadır.

Dengeleme teorisi terimi farklı araştırmacılar tarafından ilişkili teorileri tarif etmek için kullanılan genel bir ifadedir. Tüm bu teoremlerde, araştırmacılar alternatif kaldıraç planlarının fayda ve maliyetlerinin firmaya etkisinin optimizasyonu üzerine çalışmışlardır. Bu teorinin ana fikri, firmalar için marjinal maliyetlerle marjinal gelirlerin dengelenmesi olarak ifade edilebilmektedir (Frank ve Goyal, 2007, s.7-8).

Dengeleme teorisi, kaldıraç etkisinden yararlanmayan firma temelinde kurulmuştur. Firma için optimum borçlanma miktarı, ek borçlanmanın sağlayacağı marjinal vergi kalkınının bugünkü değerinin, finansal sıkıntı maliyetlerinin oluşturduğu riskin bugünkü değerine eşit olduğu noktada elde edilmektedir. Şekil 2.7'de de (bkz. s.63) görülebileceği gibi en üstteki doğru,

finansal sıkıntı maliyetlerini kayda almayan firmanın değerini göstermektedir. Finansal sıkıntı maliyetleri de hesaba katıldığında, firmanın yeni değeri bahsi geçen doğrunun hemen altındaki eğri gibi ifade edilebilir. Optimum sermaye yapısı da bu yeni eğrinin maksimum olduğu nokta olarak kabul edilebilir.

Literatürdeki ilk çalışmasının üzerine M-M, 1963' teki çalışmasında kurumlar vergisini de ele almış, borcun faizinin vergi matrahını azalttığı için vergi oranı ve borçlanma derecesinin firma değerini olumlu etkilediğini, bunun da firma için borç kullanımının, hisse senedi çıkarımına göre daha cazip olacağını ortaya koymuştur. Bu çalışmasında M-M. firmanın borçlanma ile ilgili avantajlarının yalın düşünüldüğü durumda, %100 borçlanma ile finansmanın firma için en ideal olabileceğini savunmuştur.

Bu sıradışı önerinin önündeki en büyük eleştiri borcun maliyetine ilişkindir. Borcun firmaya oluşturduğu en büyük tehdit iflas olasılığını arttırmasıdır. Kraus ve Litzemberger (1973) çalışmalarında optimum kaldıracın, borcun vergi avantajı ile iflas maliyetlerinin tamamı arasında bir denge noktasında bulunduğuna işaret etmişlerdir. Myers (1984), çalışmasında dengeleme teorisini takip eden bir firmanın öncelikle bir hedef borç oranı belirlemesi gerektiğini ve faaliyetleriyle bu hedefe doğru adım adım ilerlemesinin uygun olacağını, bu hedefin de borcun vergi kalkını ile iflas maliyeti arasında bir denge noktasında olduğunu savunmuştur.

Myers'ın bu fikrine getirilen eleştirilerden ilki, firmalara ilişkin borç oranı hedefinin net olarak gözlemlenemeyeceği yönündedir. Teoride firmalar için belirli bir hedef borç oranı olduğu ve bu oranın firmadan firmaya değişiklik gösterdiği kabul edilmiştir. Zaman içinde getirilen bir diğer eleştiri de vergiler açısından. Vergilerin teoride kabul edilenden daha kompleks vaziyette firmalara etki ettiği gözlemlenmiştir. Farklı vergilerin farklı etkileri, belirlenen hedef borç oranını tutturmak adına firmaları değişik yollar kullanmaya zorunlu kılmaktadır. Teorinin eksik kaldığının kabul edildiği üçüncü bir nokta da iflas maliyetlerinin sabit maliyet niteliğinde kabul edilmesinin doğru olup olmadığı tartışmasıdır. "Bu maliyetler avukat ödemeleri ve benzeri nitelikte bir kereye

mahsus ödemeler midir ya da bunlar zedelenen bir itibarın getireceği devamlı maliyetler midir?” sorusunun bu noktada cevaplanması gerekmektedir.

Bu ve benzeri sebeplerle Frank ve Goyal (2007), Myers’ın fikrini iki ana çerçevede incelemeyi uygun görmüştür. Bunlar; statik dengeleme teorisi ve dinamik dengeleme teorisidir.

Statik dengeleme (Static Trade-off) teorisinde, firmaya ilişkin kaldıraç oranı belirli bir dönemde vergi avantajları ile iflas maliyetleri arasında dengelemeyi öngörür. Statik dengeleme teorisi ilk olarak Bradley vd. (1984) tarafından ortaya konmuştur. Savunulan fikirde vergi yapısı kesinlikle elastik değildir. Yatırımcılar riskten uzak ve belirli vergilerle karşı karşıyadırlar. Buna karşın firmaların kâr payları ve sermaye gelirlerine ilişkin vergiler sabittir.

Bu dengeleme modeli statiktir ancak gerçek dünyada firmalar faaliyetlerini bir dönemden fazlasına yaymaktadırlar. Bu model, dönem sayısı arttıkça özellikle dağıtılmayan kârların rolü ile hisse değerlerinde ortalamaya dönüşü açıklamakta yetersiz kalmaktadır.

Dinamik dengeleme teorisinde (Dynamic Trade off - The Target Adjustment Hypothesis) ise, firmanın faaliyetleri dönemler itibari ile ele alınır ve kaldıraçın hedeflenen seviyesini tutturmak için, zaman içinde oluşacak sapmalara karşı önlemler düşünülebilir. Örneğin, yüksek kârlı bir firmanın bütün kârını ilgili dönemde dağıtmayıp, bununla yatırım gerçekleştirip, kârı ileriki dönemlerde ortaklarına dağıtacağı düşünülebilir. Firma bu noktada kârı dağıtmamanın oluşturacağı vergi etkisi ile dağıtım sonucu ortakların yüz yüze kalacağı gelir vergisi etkisini bir arada yorumlar. Veya bir firma bu döneme ilişkin düşündüğü yatırım miktarından daha fazla fona sahip olsun, firma ileriki dönemlerde ihtiyacı olacağını düşündüğü bu fonu saklamak isteyecektir. Vergilerin olmadığı dünyada firma bu fazla fonu arzu ettiği gibi ortaklarına dağıtır ve ihtiyacı olduğunda da tekrar ortaklardan sermaye olarak sağlayabilir. Ancak dağıtılacak kârın ortaklara getireceği gelir vergisi yükü hiç bir zaman unutulmamalıdır.

Bu ve benzeri çoğaltılabilecek örneklerle, dinamik dengeleme modelinin, statik dengeleme modelinden üstün yönleri olduğu söylenebilir. Dinamik

dengeleme teorisine getirilen ilk eleştiriler, bu metodun uygulanmasının teknik olarak zor olduğu yönündedir. Frank ve Goyal (2007) bu eleştirilerin, bu yeni teoremin, temsil sorunlarının ve hatalı seçim fikirlerinin literatürde çok popüler olduğu döneme denk gelmesine bağlamaktadır. Artık dinamik modeller firmaların finanslama yöntemlerini ve faaliyetlerini geçmişten itibaren ele almaları ile daha popülerdir.

2.1.3.1. Vergi Etkileri

Firmaların sermaye yapılarına borçlanmanın en önemli avantajı borç faizinin vergi matrahından düşürülebilmesi sebebiyle vergi sonrası sermaye maliyetlerinin azaltılabilmesidir. Çalışmada vergilerin sermaye yapılarına etkileri, borcun vergi kalkanı, borç dışı vergi kalkanı ve borçlanma miktarını etkilemede gelir vergisi ve kurumlar vergisi ilişkisi başlıkları altında değerlendirilmiştir.

2.1.3.1.1. Borcun Vergi Kalkanı

Modigliani ve Miller (1958), ilk teoremlerinde iyi işleyen sermaye piyasalarında borç politikalarının önem taşımaması gerektiğini ileri sürmüşlerdi. Ancak M-M (1963)'te yaptıkları geliştirme ile firmaların, borçlanma araçlarının faizini kurumlar vergisinden düşebildiklerini, ve bu durumda borçlanmanın firma değerini olumlu yönde etkilediğini belirtmişlerdir.

Borç faizinin vergi matrahını ve dolayısıyla firma gelirlerinden devlete ödenecek vergi miktarını azaltması vergi kalkanı olarak fonksiyon görür. Bu da firmaları projelerinin finansmanında borç kullanmaya teşvik eden bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Sadece kurumlar vergisinin göz önünde bulundurulduğu bu incelemede kurumlar vergisi oranı ile borçlanma arasında pozitif yönlü ilişki beklenmektedir.

Harris ve Raviv (1990)' de çalışmalarında borçlanmanın sermaye yapısı üzerindeki en büyük etkisinin, faiz giderlerinin vergiden düşürülebilmesi ile bir vergi kalkanı yaratılabilmesi durumu olduğunu ortaya koymuşlardır. Borcun vergi kalkanı ile (sadece kurumlar vergisi ele alındığında) borçlanma arasındaki

ilişkinin pozitif yönlü olması beklenirken, literatürde bu ilişkiyi pozitif olarak ortaya koyan pek çok araştırmancının yanı sıra, negatif olarak saptayan çeşitli araştırmalara da rastlanmaktadır. Bu negatif ilişkinin küçük firmaların ödediği vergilerden dolayı iç fonların azalmasının ortalama borç seviyesini etkilemesinden doğabileceği söylenebilir (Jordan vd., 1998, s.415).

Thies ve Klock (1992), Shih (1996), Durukan (1997), Gropp (1997), Graham vd. (1998), Moh'd vd. (1998) araştırmalarında kurumlar vergisi oranı ile borçlanma arasında pozitif yönlü ilişki saptarlarken, Taub (1975), Kim ve Sorensen (1986), Krishnan ve Moyer (1996), Jordan vd. (1998) çalışmalarında negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir.

Firmanın sermaye yapısında öz sermayenin yanı sıra borcun da bulunmasının yarattığı farklı bir vergi temelli olgu daha vardır. Sermaye yapısında hisselerinin yanı sıra borç da bulunduran bir firma sadece öz kaynağa sahip bir firmaya nazaran daha yüksek piyasa değerine sahip olur. Böylelikle firmaya yatırım yapanların vergi ödemelerini azaltma adına, firmanın birden fazla tipte ihraç edeceği menkul kıymetlerden satın almaları alternatif sonuca oluşur. Örneğin, firma hisselerinin yanı sıra tahvil de ihraç etmişse, firma değerindeki artış hisse değerinin artması ve tahvil değerinin düşmesi şeklinde gelişirse hissedarlar hisse değer artışı sonucu oluşan vergi ödemesini hisse satışına kadar erteleyebilirlerken, tahvil satın alanlar tahvildeki değer düşüşünü mevcut vergi matrahlarından hemen düşebilmektedirler (Lewellen ve Mauer, 1988, s.31).

2.1.3.1.2. Borç Dışı Vergi Kalkanı

Firmaların aktif yapılarında bulunan amortismanlar, pasif yapılarında bulunan yatırım indirimleri, geçmiş yıl zararları gibi muhasebe kalemleri aynı borç faizine benzer şekilde vergi matrahını düşürdüklerinden borç dışı vergi kalkanı olarak adlandırılırlar.

De Angelo ve Masulis (1980), amortismanlar, yatırım indirimleri ve geçmiş yıl zararları gibi bilanço kalemlerinin borç dışı vergi kalkanı olarak yorumlanabileceğini ortaya koymuşlardır. Çalışmalarında pazarı bir bütün olarak

ele almışlar, kurumlar vergisinin varlığını kabul edip, gelir vergisi oranlarının asimetrik olduğunu ve kısa süreli hisse senedi satışlarının olmadığını varsaymışlardır. Zaman serisi analizi kullanarak borç dışı vergi kalkanı etkilerini de içeren bir optimal sermaye yapısı modeli önermişlerdir. Hipotezlerinde borç dışı vergi kalkanlarının etkinliğinin, vergi kanunlarındaki değişikliklerle veya vergi kalkanı değerini azaltacak enflasyon etkileri sebebiyle, azalması sonucu firmanın borçlanmasının artacağını hipotezlemişlerdir. Bir diğer hipotezleri de vergi öncesi kazançlar sabit olmak üzere yatırımla ilgili vergi kalkanları az olan firmaların daha çok borca sahip olacakları yönündedir. Kabullerinde firmaların finansal planlarında, firma değerini maksimize edecek şekilde hareket edeceklerini, borcun vergi kalkanı etkisi ile borç dışı oluşabilecek vergi kalkanı etkilerinin bir arada düşünülmesi gerekliliğini ortaya koymuşlardır.

Araştırmacılar aynı zamanda firmaların borç dışı vergi kalkanının yüksek olması durumunda, borcun sağladığı vergi avantajlarının önemini yitireceğini öngörmüşlerdir. Yüksek yatırım tutarları bulunan firmaların, amortismanlarla oluşacak vergi kalkanı sayesinde daha düşük oranda borçlanma yoluna gidebileceklerdir (Mariola, 1997, s.9).

Pek çok araştırmacının sermaye yapısına etki eden önemli bir faktör olarak ele aldığı borç dışı vergi kalkanı belirleyicisinin, literatürde kaldıracağı etkisi çoğunlukla negatif yönlü olarak saptanmıştır. De Angelo ve Masulis (1980), Bowen, Daly ve Huber (1982), Kim ve Sorensen (1986), Crutchley ve Hansen (1989), Mackie ve Mason (1990), Kale ve Diğerleri (1991), Jensen, Solberg ve Zorn (1992), Homaifar ve Diğerleri (1994), Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç (1994), Shenoy ve Koch (1996), Durukan (1997), Berger, Ofek ve Yermack (1997), Dağlı (1998), Hirota (1999), Hovakimian (2001), Huang ve Song (2006) çalışmalarında negatif yönlü sonuçlara ulaşmışlardır.

Çalışmaların pek azında beklentinin aksine pozitif ilişki söz konusudur. Bradley ve Diğerleri (1984), Gardner ve Trcinka (1992), Downs (1993), Homaifa ve Diğerleri (1994), Boyle ve Eckhold (1997), Moh'd ve Diğerleri (1998), Wald (1999) bu tip sonuçlara ulaşmışlardır. Bradley vd. araştırmalarında bu pozitif ilişkiye, amortisman tutarının çok olmasının borçlanmada güvence

olarak kullanılacak duran varlık miktarının çokluğundan kaynaklandığını, böylelikle duran varlıkları güçlü olan firmaların daha çok borçlanabildiklerini açıklayarak, bir anlam kazandırmaya çalışmışlardır.

Ayrıca Titman ve Vessels (1988), Allen ve Miuno (1989), Van der Wijst ve Thurik (1994), Lowe, Naughton ve Taylor (1994), Saa-Requejo(1996) yaptıkları araştırmalarda borç dışı vergi kalkını ile firma kaldırıcı arasında anlamsız sonuçlara ulaşmışlardır.

Mackie-Mason (1990) araştırmalarında, yatırım indirimi ve amortismanların artan kârlılığı temsil ettiğini savunarak, bunun da çok borçlanmayı mümkün kıldığına dair detaylı bir çalışma yapmışlardır. Yatırım indiriminin borçlanma için ikame etkisinde firmanın vergi matrahı miktarının rolü olduğu tespiti De Angelo ve Masulis (1980) yaklaşımına yeni bir boyut ilave etmiştir. Yatırım indirimi olan firmalar muhtemelen kârlı ve vergi matrahlı firmalardır; işte bu yüzden bu firmalar için borçlanma hala avantajlıdır. Yatırım indirimi borçlanma üzerine, firma vergi matrahsız olduğunda olumsuz etki yapar. İşte bunu ölçmek için yatırım indirimi / Altman'ın Z değeri oranı kullanılmıştır. Altman'ın Z değeri, firmaların başarısızlık ihtimallerini araştırmak üzere Altman (1968) tarafından ortaya atılmış ve finans literatüründe çokça kullanımının görüldüğü çok değişkenli bir modeldir. Bu oranın yüksek olması durumunda, firmanın yatırım indirimi kullansa da finansal sıkıntıda olduğu ve böylece az kârlı olup vergilenecek matrahı olmadığı varsayılmıştır (Kula, 2000, s.61-62).

2.1.3.1.3. Gelir Vergisi Kurumlar Vergisi İlişkisi

M-M'in görüşleri üzerine getirilen eleştiriler üzerine Metron H. Miller (1977), kurumlar vergisi ve gelir vergisini bir arada ele alarak yaptığı incelemede, borçlanma ile oluşan faizin kurumlar vergisini azalttığını, ancak yatırımcıların elde edecekleri temettü gelirlerinden doğacak gelir vergisinin bu noktada olumsuz etki yaratacağını öngörmüştür. Miller yatırımcıların hisse senetlerine yaptıkları yatırımdan elde ettikleri gelir üzerinden, faiz gelirlerinden elde ettiklerine göre daha az oranda gelir vergisi ödediklerini varsayımıştır. Ayrıca bir diğer önemli koşul da gelir vergisi oranlarının artan oranlı olmasıdır;

en düşük gelir vergisi dilimi oranı kurumlar vergisi oranından az iken en yüksek gelir vergisi dilimi oranı kurumlar vergisi oranının üstündedir. Bu şartlar altında firmalar yatırımcıları borç senetlerini almaya teşvik etmek için yatırımcıların faiz üzerinden ödeyecekleri vergiyi de dikkate alır şekilde borca faiz ödemeleri gerektiğini belirtmiştir.

Miller ulaştığı bu sonuçtan hareket ederek, yatırımcıların gelir vergisi dilimlerine göre az veya çok borçlu firmalara ortak olacağını; az borçlu firmaların hisselerini, yüksek gelir vergisi dilimlerindeki yatırımcıların, çok borçlu firmaların hisselerini ise düşük gelir vergisi dilimlerindeki yatırımcıların satın alacağını belirtmiştir (Kula, 2000, s.62-63).

Firmaya verilen borçlardan sağlanacak faiz getirisi yatırımcıya, hisse senedinden elde edeceği vergi sonrası gelirden daha fazla getiri vaat ediyorsa, bu durum firmaları borçlanmaya sevk edecektir. Böylelikle kurumlar vergisi ile gelir vergisi arasındaki fark arttıkça, firmaların sermaye yapılarındaki borç düzeyi buna bağlı olarak artacaktır.

2.1.3.2. Finansal Sıkıntı

Sermaye yapısı üzerine literatürde yapılan ilk çalışmalarda sermaye yapısının firma değerinden bağımsız olduğu öne sürülmüş ve finansal sıkıntının olmadığı varsayımı yapılmıştır. Devamında M-M (1963) ve Miller (1977) araştırmalarında vergi etkilerini göz önünde bulundurmuşlar, ancak yine finansal sıkıntı maliyetlerinin olmadığı varsayımı altında hareket etmişlerdir. İşte bu noktada onlara getirilen önemli eleştirilerden birisinin temelinde bu yatmaktadır. Finansal sıkıntı ve temsil maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda M-M ve Miller'ın sonuçları önemli değişikliklere uğramaktadır.

Finansal sıkıntının göz ardı edilebileceği varsayımı ile hareket eden M-M önermesinden dengeleme teorisine geçişte yapılan kabullerden ilki Jensen ve Meckling (1976) tarafından belirtilen temsil maliyetlerinin etkisi kabulü, ikincisi de Myers (1977) tarafından ortaya konan iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerinin varlığı kabulüdür.

Borçlanmanın firmalara getirdiği vergi avantajına karşı oluşturduğu anapara ve faizini ödeyememe olasılığı ve firmaların elde ettikleri gelirlerde meydana gelebilecek dalgalanmalar dolayısıyla finansal sıkıntı maliyetleri baş göstermektedir. Finansal sıkıntı maliyetleri iflastan kaynaklanan veya iflastan önce çarpık firma kararlarından ileri gelen maliyetler olarak tanımlanabilir (Brealey vd., 1997, s. 418).

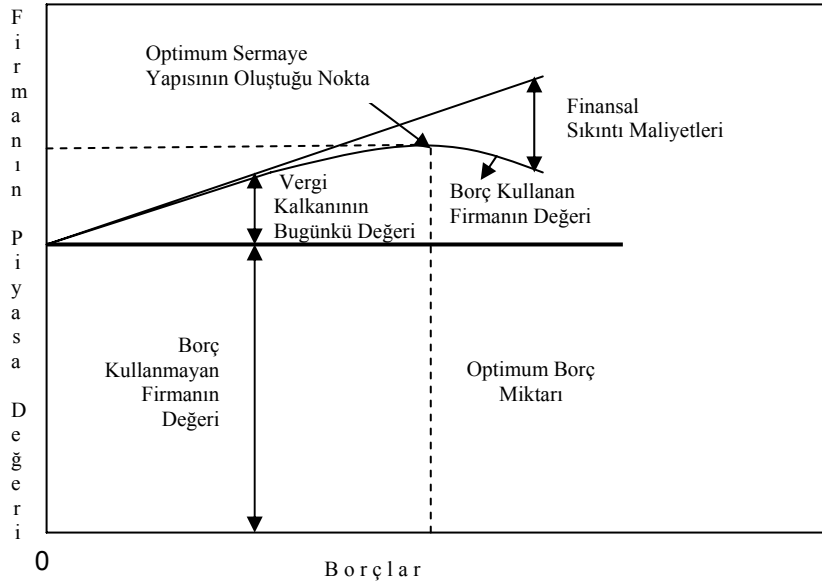
Bir firma kaldıraç oranını yükselttiğinde vergi kalkanının bugünkü değeri artacaktır. Finansal sıkıntı maliyetleri, kaldıraçla artan oranda artarsa, yüksek kaldıraç oranı yatırımcılar açısından istenmeyen bir durum olarak ortaya çıkacaktır.

Yatırımcıların borçlu firmaların finansal sıkıntıyla karşılaşabileceklerini bilmeleri ve finansal sıkıntı maliyetleri konusunda endişe duymaları sonucu borçlu firmaların menkul kıymetlerinin piyasa değerlerinde düşüş yaşanır. Firma hali hazırda finansal sıkıntı içinde olmasa bile, yatırımcılar gelecekteki sıkıntı ihtimalini cari değere ilişkin tahminlerine yansıtmaktadırlar. İşletmenin toplam piyasa değerinin, tamamen öz sermaye ile finansman durumundaki değer ile vergi kalkanının bugünkü değeri toplamı olduğu kabulü durumunda, finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğü firma değerini olumsuz etkilemektedir.

İşte optimum sermaye yapısı firma değerinin maksimize edildiği noktadır. Firmanın finansal yapısının optimizasyonu vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengeleme ile oluşur. Şekil 2.7' de borcun vergi kalkanı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelemenin optimum sermaye yapısını nasıl belirlediği görülebilmektedir. Vergi kalkanının bugünkü değeri, firma daha fazla borçlandıkça başlangıçta artmakta, fakat sonradan firma vergilendirilebilir kârlarını tükettikçe azalmaktadır.

Finansal sıkıntı maliyetleri, iflas olmaksızın finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri olarak iki ana başlıkta incelenebilir. Ancak pek çok çalışmada iflas maliyetleri ile finansal sıkıntı maliyetlerinin eş anlamda kullanıldığını görülmektedir. İflas olmaksızın finansal sıkıntı durumunda firma, borçlarının faizini ödeyecek parayı temin edebildiği sürece, iflası erteleyebilmektedir. Firma ergeç tekrar finansman bularak, borçlarını ödeyip iflastan tamamen kurtulabilir.

Şekil 2.7: Sermaye Yapısını Dengeleme Teorisi



Kaynak: Brealey vd., 1997, s. 418.

Bununla beraber, finansal sıkıntı içindeki bir firmada borç verenlerde, hissedarlarda firmanın yeniden toparlanmasını isterler. Finansal sıkıntı maliyetlerini azaltma adına banka borcu kullanımı avantaj sağlayabilir. Bankalar uygun gördükleri yatırımlar için borç itfasını yeniden düzenleyip iflasa izin vermeyebilirler. Bankaların borç itfasını yeniden düzenleme becerisi sebebiyle yüksek miktarda borcun oluşturduğu maliyetlere maruz kalan firmalar bu maliyetleri azaltmak için banka borcunu seçebilirler. Ayrıca tüm dünyada hükümetler de ödeme aczi içinde olan fakat yaşama kabiliyetini yitirmemiş firmaların iflasa sürüklenmeden kurtarılıp yeniden örgütlenmesini istemektedir. Böylece uzun vadede, hem alacaklıların azami ölçüde tatmini, hem de milli servetin korunması amaçları gerçekleştirilmiş olacaktır.

Finansal sıkıntının yüksek olduğu durumlarda firmalar güvenceli borçlanma kağıtları çıkarımı yolu ile de borç arttırabilirler. Güvenceli borç çıkarımı ile firmalar, gelecekteki itfanın garantisi ile birlikte iflas durumunda ilk öncelikli olma hakkını da satmış olmaktadır (Scott, 1977, s. 13).

Finansal sıkıntı maliyetleri, iflas maliyetleri ve iş riski adı altında iki ana başlıkta incelenebilir.

2.1.3.2.1. İflas Maliyetleri

Finansal teoriye göre, bir firma borçla finansman yolu ile vergi avantajından yararlanabilmektedir. Ancak bu borç kullanımı sonucu kredi açanlara verilen sözler yerine getirilemediği veya ödemelerde güçlük yaşanmaya başlandığı zaman finansal sıkıntı ortaya çıkmaktadır. Bazen finansal sıkıntı iflasla sonuçlanır, bazen de sadece tehlike olmak anlamına gelmektedir (Brealey vd., 1997, s. 417).

İflas, ilke olarak varlıkların değerindeki düşüşün, dolaşımdaki borçların ödenememesini başlattığında firmanın kredi verenlere devredilmesine izin veren yasal bir mekanizma olarak tarif edilebilir (Brealey vd., 1997, s. 418). Diğer bir ifadeyle iflas, borç verenlerin firmaya sahip olması durumudur.

İflas maliyetleri literatürde dolaylı ve dolaysız iflas maliyetleri adı altında iki grupta incelenmiştir. Dolaysız maliyetler, yasal yükümlülükleri, muhasebe giderleri, müteveli ödemeleri vb. giderlerden oluşurken, dolaylı maliyetler ise mülkiyetin el değiştirmesinden kaynaklanan fırsat maliyetlerinden oluşur (Haugen ve Senbet, 1978, s.385).

Dolaylı maliyetlerle dolaysız maliyetlerin ayrıldığı en önemli nokta dolaylı iflas maliyetlerinin ölçümünün çok zor hatta hemen hemen imkansız oluşudur.

Dolaylı iflas maliyetlerinin oluşumu şu şekilde özetlenebilir (Acaravcı, 2004, s.24):

- İflasın yeniden organizasyon şeklinde olması durumunda, yeniden organizasyon işlemleri firmanın net maliyet gelirlerini azaltacaktır. Böylece firmanın pazar değeri düşecektir.
- Yeniden organizasyon sırasında yapılan değişiklikler, üretim maliyetleri ve işçi ücretlerinde artışa neden olabilmektedir.
- İflas durumundaki firma bankalardan kısa vadeli kredileri güçlükle sağlamaktadır.
- İflasın tasfiye şeklinde ortaya çıkması durumunda ise, firmaların fiziksel varlıkları ekonomik değerlerinin altında satılabilmektedir.

- Firmanın iflası halinde sattığı malın devamını sağlayamayacağı ve bu mallara ek parça, tamir ve bakım gibi hizmetler veremeyeceği korkusuyla müşteriler bu firmanın mallarını satın almaktan vazgeçebilirler. Bu da satışlarını düşüren önemli bir etkidir.
- Firmalar iflas nedeniyle kârlı yatırım fırsatlarında vazgeçmek zorunda kalabilirler.

Borç verenler ile hissedarlar arasındaki temsil problemi dolaylı iflas maliyetlerini daha da yükseltir. Bu maliyetler firma iflas ettikten sonra veya firmayı tekrar eski iyi durumuna dönüştürme süreçlerinde de oluşur. Dolaylı iflas maliyetleri sadece iflas etmiş firmalar için değil, yüksek iflas ihtimali olan firmalar için de söz konusudur (Altman, 1984, s.1071).

İflas maliyetlerinin borcun vergi avantajının yanında önem arz edecek kadar önemli olup olmadığı literatürde yapılan bu konuya ilişkin tartışmaların başında gelmektedir. İflas maliyetlerinin hangi kalemlerden oluşacağını ve büyüklüğünün ne olacağını önceden belirlenmesi güçtür.

Literatürde yapılmış pek çok çalışma, optimum kaldıraç, iflas maliyeti ve borç dışı vergi kalkını ile ters orantılı olduğunu, firma için iflas maliyeti ölçülebilir ise, kaldıraç firmaların dalgalanması ile ters orantılı olacağını ifade etmektedir. Beklenen iflas maliyetleri kârlılığın azalması ile artmakta ve bu maliyetlerin tehdidi, az kâr eden firmaları daha düşük kaldıraç hedeflerine sürüklemektedir. Aynı şekilde beklenen iflas maliyetleri daha dalgalı gelirlere sahip firmalar için de daha yüksektir (Fama ve French, 2002, s.6).

Haugen ve Senbet (1978) araştırmalarında, “eğer müşteri ve tedarikçiler ile yatırımcılar rasyonel davranırlarsa, bu durumda iflas maliyetlerinin önemsiz olacağını ortaya koymuşlarsa da, etkin olmayan piyasa koşullarında yatırımcıların firmaya ilişkin beklentilerini doğru bir biçimde fiyatlandıramamaları sebebiyle iflas maliyetleri etkili olabilmektedir” sonucuna ulaşmışlardır.

2.1.3.2.2. İşletme (İş) Riski

İş riski, firmanın beklenen faiz ve vergi öncesi kârında (FVÖK) oluşan değişim ile ilişkilidir (Keown vd., 1998, s.342). Başka bir deyişle iş riski, firmanın hiç borç kullanmadığı durumda, geleceğe yönelik varlıklarına veya öz sermayesine ilişkin değer artışı beklentilerindeki belirsizlik olarak tanımlanabilir (Weston ve Brigham, 1993).

Firmaların borçlarını ödeyememelerine neden olan en önemli unsur iş riskidir. İflas olasılığının bir ölçütü olarak kabul edilen iş riski firmanın faaliyet alanı içinde başarılı olup olmaması ile ilgili taşıdığı riski ifade eder.

İş riski, finansal kaldıraç etkisi ile hissedarlara yansıyan ek risk olarak ifade edilebilecek finansal riskten farklı yorumlanmalıdır. Finansal risk, firmanın borç kullanması sebebiyle, firma gelirlerinde oluşan ilave belirsizlik olarak karşımıza çıkar. Bu noktada iş riski, satışların hacmindeki değişkenlik, maliyetlerin değişkenliği, rekabet, ürüne ilişkin talep, ürün çeşitlendirmesi ve faaliyet kaldırıcı gibi etkiler altında yorumlanmalıdır (Henry, 2000, s.19).

İş riskini ölçmede genel olarak faaliyet gelirleri, toplam satışlar, kâr veya hisse senedi fiyat değişim derecesi ve Altman'ın Z değeri kullanılmaktadır. Temel nokta şudur; eğer bu değişkenlerin değer dalgalanması çoksa borç faiz ödenmesinde sıkıntılar yaşanır ve finansal sıkıntı ile yüksek iflas riski ortaya çıkmaktadır (Kula, 2000, s.73). İşte bu yüzden, DeAngelo ve Masulis (1980) yaptıkları çalışmada, iş riski çok olan firmaların düşük seviyede borçlanmasının beklenir bir durum olduğunu ve borcun ilave bir unsur olarak da iflas riskinin firmalar için sürekli etken olduğunu belirtmişlerdir.

İş riskinin kaldıraç üzerinde negatif etkisinin olduğu literatürde pek çok araştırmacı tarafından ortaya konulmuştur. Bunun temel sebebi literatürde "limonlar sorunu" olarak da bilinen, bilgi farklılığının klasik analizde, ürün satıcısının, alıcısına göre ürün hakkında daha çok bilgiye sahip olduğu durumdan kaynaklanan sıkıntılardır. Bu sorun alıcı ile satıcı arasındaki ürün kalitesi hakkındaki bilgi farklılığının piyasa işleyişini engelleyip, limon alma riskiyle karşı karşıya olan alıcının fiyatta indirim istemesi ve bu durum karşısında satıcının limon satma hevesinin kırılması olarak ifade edilebilir.

Castanias (1983) araştırmasında, gelir seviyesi normal dağılım gösteren bir firmanın geleceğe yönelik gelirlerinde meydana gelebilecek olumsuzluklar ile iş riskinde artış meydana gelebileceğini ve böylelikle bu durumun firma kaldıracını olumsuz etkileyeceğini belirtmiştir. Bununla beraber firma gelirlerinde oluşacak değişkenlikler, bankalar ve finans çevrelerinden firmaya borç veren diğer unsurlar, iş riski yüksek firmalardan ziyade düşük iş riskine sahip firmalara borç verme yönünde tavır alacaklardır. Bu durum iş riski ile kaldıraç etkisi arasında negatif yönlü ilişkiye işaret eder.

Martin ve Scott (1974), Taub (1975), Walker ve Petty (1978), McCabe (1979), Marsh (1982), Peterson ve Benesh (1983), Breadley, Jarrel ve Kim (1984), Friend ve Hasborouck (1988), Friend ve Lang (1988), Barton ve Gordon (1988), Chowdhury ve Miles (1989), Mackie ve Mason (1990), Bonato vd. (1990), Kale, Noe ve Ramirez (1991), Jensen, Solberg ve Zorn (1992), Uğurlu (1992), Downs (1993), Aukn vd. (1993), Balakrishnan ve Fox (1993), Hufft ve Dufrene (1994), Taylor ve Lowe (1995), Krishnan ve Moyer (1996), Saa ve Requejo (1996), Durukan (1997), Gropp (1997), Boyle ve Eckhold (1997), Graham vd. (1998), Hirota (1999) alışmalarında beklenildiği gibi bu ilişkiyi negatif yönlü olarak saptamışlardır.

İş riski ile borçlanma arasında negatif ilişki bulan pek çok çalışmanın yanı sıra, pozitif ilişki bulan çalışmalar da söz konusudur. Jordan, Lowe ve Taylor (1998) İngiltere'deki küçük firmalar üzerine yaptığı araştırmada, firmaların iş riski ve finansal sıkıntılarını arttıka, hissedarların toplam gelirlerini maksimize etmek için daha çok borçlandıklarını ortaya koymuşlardır. Ayrıca finansal sıkıntı sebebiyle hisselerinin değerinin düştüğünü gören, öz sermaye temin edemeyen firmaların da borçlanmaya gittiklerini ve böylelikle iş riski ile kaldıraç arasında pozitif ilişki söz konusu olduğunu ifade eden çalışmalar da mevcuttur.

Literatürde, Kim ve Sorensen (1986), Barton ve Gordon (1988), Crutchley ve Hansen (1989), Barton, Hill ve Sundaram (1989), Moh'd vd. (1989), Chang ve Rhee (1990), Kale vd. (1991), Mehran (1992), Gardner ve Trcinka (1992), Thies ve Klock (1992), Lowe vd. (1994), Shenoy ve Koch

(1996), Krishnan ve Moyer (1997), Jordan vd. (1998) çalışmalarında, kaldıraçla iş riski arasında pozitif yönlü ilişki saptamışlardır.

Scott (1977), Jaffe ve Werterfield (1987), Kale, Noe ve Ramirez (1991), Thies ve Klock (1992), Bradley, Jarrell ve Kim (1984) iş riskiyle kaldıraç arasında monoton bir ilişkinin olmayabileceğini, optimal borç düzeyi ile iş riski arasında “U” şeklinde bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Baxter ve Cragg (1970), Feri ve Jones (1979), Kester (1986), Titman ve Vessels (1988), Barton ve Gordon (1988), Allen ve Mizuno (1989), Chiearella (1992), Lowe, Naughton ve Taylor (1994), Hussain (1995), Chehab (1995), Dağlı (1998) ise çalışmalarında, iş riski ile kaldıraç etkisi arasındaki ilişkiyi anlamsız olarak nitelemişlerdir.

2.1.3.3. Temsil Sorunu

Sermaye yapısı ile ilgili olarak incelenen konulardan biri de temsil maliyetleridir. Temsil maliyetleri, temsil sorunu sonucu ortaya çıkar. Firma yasal bir varlıktır ve bu varlık ekonomik kaynakların sahipleri ile bu kaynakların kullanımı ve kontrolünden sorumlu olan yöneticiler arasındaki sözleşmeler sisteminden oluşmaktadır. Temsil sorununu ortaya çıkaran temel neden, finansman ve yönetimin ayrılığı veya -daha standart bir terminoloji ile- sahiplik ve kontrolün ayrılığıdır (Kargın, 2006, s.13).

Temsil sorunu (agency problem), ilk olarak 1937’de Coase tarafından ortaya atılmıştır. Butters (1949) araştırmasında yöneticilerin iç finansmanı dış finansmana tercih ettiklerini ortaya koymuştur. Bu aşamada yönetime ilişkin fikir, yöneticilerin projelerini dış finansmanı sağlayacak kişilere açıklamayı ve onları yatırıma teşvik etmeyi sağlayacak prosedürleri uygulamaktan hoşlanmadıkları yönünde yoğunlaşmıştır.

Daha sonraları dış finansmanın yararlarını kavrayan yöneticilerin bu tutumları değişmeye başlamıştır. Dış finansmanın avantajlarını değerlendiren ve temsil teorisi hakkında bugünkü tartışmaları açan Jensen ve Meckling (1976), yaptıkları çalışmada temsil ilişkisini, bir veya daha fazla kişinin belirli hizmetleri

kendi adına yerine getirmesi için, karar otoritesini başka bir kişiye devrettiği bir sözleşme olarak tanımlamışlardır. Sözleşmeye dayalı bu ilişki çerçevesinde, temsilci (yönetici) temsil edilenden (yatırımcıdan) fon sağlamakta ve sağlanan bu fonların yatırımcının çıkarlarına yönelik olarak kullanılacağı varsayılmaktadır.

İşte temsil teorisi firmayı, fon sağlayanlar ile fon kullanıcıları arasında bir sözleşmeler karmaşası olarak görür ve finansal kararlarda her iki tarafında rasyonel davranacağını varsayar. Yeni bir firmanın bütünüyle firma sahiplerinin koyduğu öz sermaye ve risksiz borçla finanse edilmesi durumunda firma temsil maliyeti ile karşılaşmayacaktır (Jensen ve Meckling, 1976, s.305-360).

Temsil sorunu genelde riskten kaçınma (veya varlık yapısının değişmesi-asset substitution), düşük yatırım problemi ve serbest nakit akımları hipotezi olarak üç formda incelenmektedir (Drobtz ve Fix, 2003, s. 4).

Temsil sorununun ilk formu, hissedarlara karşı üst düzey sorumlulukları olan yöneticilerin yatırım yaparken toplam firma değerini maksimize etmek yerine, hissedarların varlıklarını maksimize etmek adına tercih ettikleri riskten kaçınma (risk shifting) problemidir. Basit anlamda, öz sermaye bir alım opsiyonu olarak gözlemlendiğinde, yöneticiler borçların sermaye yapısına sağladığı avantajı önemli ölçüde azaltan, ancak öz sermayenin değerini düşük ölçüde arttıracak olan riskli, negatif net bugünkü değere sahip projeleri kabul etme yönünde hareket etmek isteyeceklerdir. Bu durum aynı zamanda literatürde aşırı yatırım problemi (overinvestment problem) veya hükümdarlık kurma (empire building) sorunu olarak da ifade edilmektedir. Bu bağlamda borç verenler ve firma arasındaki temsil sorunu yorumlandığında kâr paylarının artması, borçlulardan firmaya fon sağlama talebinin azalması (claim dilution), varlık yapısının değişmesi (asset substitution) gibi sebeplerle borç verenlerin servetinden hissedarlara bir transfer söz konusu olmasını ifade etmektedir.

Firmaların borç verenlerden temin ettikleri fonları, borç verenlerin aleyhine yorumlanabilecek şekilde riskli projelerde değerlendirmeleri sonucu oluşabilecek borç verenler ile firma arasındaki bu temsil sorunu literatürde "**Borcun Temsil Maliyeti** (Agency Costs of Debt)" olarak da adlandırılmaktadır.

Temsil sorununun ikinci formu olarak, düşük yatırım problemi (under investment problem) karşımıza çıkmaktadır. Bu defa, yöneticiler borçların sermaye yapısına sağladığı avantajı önemli ölçüde arttıran, ancak öz sermayenin değerini düşük ölçüde azaltacak olan güvenli, pozitif net bugünkü değere sahip projeleri kabul etme yönünde hareket etmek istemeyeceklerdir.

Brealey ve Myers (2000) yaptıkları araştırmada, düşük yatırım probleminin kaldıraç etkisinden yararlanan bütün firmaları etkilediğini, ancak bu durumun finansal sıkıntı içindeki yüksek kaldırıca sahip firmalar için daha çok telaffuz edildiğini belirtmişlerdir. Borç verenlerin riskli projelerden daha fazla kazanmaları olasılığı sorunun en temel noktasıdır. Böylelikle büyüme fırsatlarının firma değeri üzerinde öncelikli rol oynadığı firmalarda, düşük yatırım probleminden kaçınma durumu çok sık görülmektedir.

Literatürde birçok araştırma konusu olan serbest nakit akımları hipotezi (free cash flow hypothesis) temsil sorunun üçüncü formu olarak ele alınabilir. Serbest nakit akımı, pozitif net bugünkü değere sahip olan tüm projeler gerçekleştirildikten sonra firmaya kalan nakit akımı olarak yorumlanmaktadır. Serbest nakit akımlarının yarattığı temsil maliyetleri, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından ortaya çıkmaktadır. Jensen ve Meckling (1976) araştırmalarının da ayrıca M-M (1958,1963)'in ortaya koyduğu orjinal modeli iki açıdan eleştirmektedir. Bunlardan ilki, araştırmacıların nakit akımlarındaki değişikliklerin iflas riskini oluşturmaya sebep bir faktör olarak yorumlamayışları ve ikincisi M-M'in önermelerindeki vergi etkilerini tam doğru olarak ortaya koyamamalarıdır.

Firmalarda yöneticiler ile ortaklar arasındaki temsil sorunu ortakların zararına olmak üzere yöneticilerin kendi çıkarlarını kollamaları sonucu ortaya çıkmaktadır (Demsetz vd., 1997, s. 21). Bu tip temsil sorunu literatürde aynı zamanda “**Öz Sermayenin Temsil Maliyeti** (agency costs of equity)” olarak da adlandırılmaktadır.

Literatürde Jensen (1986) serbest nakit akımının temsil maliyetini, negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırılan nakit akımı olarak tanımlamaktadır. Hissedarlar, yöneticilerden hisselerinin değerini maksimum kılmalarını

beklerken, yöneticiler kişisel bir gündeme sahip olabilirler ve kendilerine kişisel çıkarlar sağlayabilirler. Literatürde kabul gören “Principal-agent” modelinin, kaldıracın iflas riskini arttırması nedeniyle yöneticilerin keyfi ve dolayısıyla kendilerine fayda sağlayıcı kararlarını azaltıcı etkisi olduğu bilinmektedir. Jensen (1986)’e göre yöneticiler büyük bir firmanın daha prestijli olduğunu ve onlara daha fazla ödeme yapılacağını düşündükleri için, firmanın büyüklüğünü arttırmak isterler ve bu nedenle de temettü ödemek yerine negatif net bugünkü değere sahip riskli projelere yatırım yapabilirler.

Serbest nakit akımı olan ve aynı zamanda düşük büyüme potansiyeline sahip firmalarda, temsil sorunu önemli boyutlara ulaşmaktadır. Çünkü böyle firmalarda yöneticiler, hissedar değerini düşürecek harcamalar yapabilmektedirler. Değeri maksimize etmeyen yatırımların etkilerini kamufle etmek için de, rapor edilen kârları arttıracak muhasebe yönlendirmelerini kullanabilmektedirler (Chung vd., 2005, s.766-776).

Firmada yöneticiler hissedarların aleyhine, ancak kendi çıkarlarına yönelik olarak hareket ettiklerinde, temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Sahiplik ve kontrol birbirinden ayrıldığı zaman, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları, temsil maliyetlerinin kaynağını oluşturmaktadır (Uğurlu, 2000, s. 566-599). Jensen ve Meckling (1976) araştırmalarında temsil maliyetlerini şu şekilde gruplamışlardır:

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

edilene ödenmesini garanti edecek sözleşmelerin maliyetleri bu alt başlığa konudur.

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

Firmaların yönetiminde kurumsallaşmanın yeterli ölçüde yerleşmemiş olması nedeniyle (köklü firmaların olmaması, aile şirketi yapısının sürdürülmesi) profesyonel yöneticilerin yeterli düzeyde kullanılmaması durumunda da hissedarlar ile yönetim grubu arasındaki çatışma, küçük ortaklarla büyük ortaklar arasında çatışmaya dönüşmektedir. Bu, firmaların az sayıda hissedarın sağladığı öz sermaye ile faaliyet göstermeleri sonucunu doğurur. Bununla birlikte firmaların yabancı kaynak sağlarken ağırlıklı olarak bankacılık sektöründen faydalanmaları nedeniyle temsil maliyetlerinin ortadan kalkacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Bu durumda firma için temsil maliyetleri yerine, bankaların firma risk yapısına göre yansıttığı ilave maliyetlerle karşı kaşıya kalınacaktır (Yener, 2002, s.37).

Tüm bu tartışmalar çerçevesinde yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler arasındaki ilişki tam olarak bağlantılandırılmamıştır. Genel bir özet olarak şu sonuçları vermek mümkündür (Plata, 2004, s.36):

- Kaldıraç etkisi serbest nakit akımlarının hacmi ile pozitif yönlü ilişkidir.
- Borç kontratları, varlık yapısının değişimini önlemeye gayret eden nitelikte şartlar içereceklerdir.
- Düşük büyüme alternatifine sahip firmalar, yüksek borç seviyelerine sahip olurlar.

- Kaldıraç etkisi, izleme ve araştırma maliyetleri ile negatif yönlü ilişki içindedir.

2.1.4. Asimetrik Bilgi Teorisi

Finansal teoride asimetrik bilgi (Asymmetric Information), yöneticilerin, firmanın bugünkü ve gelecekteki olması muhtemel durumuna ilişkin yatırımcılara nazaran daha farklı ve daha iyi bilgiye sahip olmaları şeklinde ifade edilebilir.

Sermaye yapısı teorisi, firmaya has bilginin (Private Information) tutarlı şekillerde modellenmesi ile başka bir boyuta ulaşmıştır. Literatürde bu durum asimetrik bilgi olarak ifade edilmiş ve iki temel ayrımında incelenmiştir. İlk yaklaşım firmaların tercih ettikleri sermaye yapısı ile, yatırımcılara gerçek finansal durumları hakkında bir sinyal verme yeteneklerinin olduğunu ortaya koymaktadır. İkinci yaklaşım ise sermaye yapısının, bilgi asimetrisinden kaynaklanan yatırım düşüncelerine ilişkin çarpıklıkları azaltmaya yardımcı olacağı yönünde fikirlerden oluşur.

Literatürde çokça araştırmacı tarafından bilgi asimetrisi ile finansal hiyerarşi hipotezi bir arada yorumlanmışsa da çalışmada sermaye yapısı üzerine etkisi kesinleşmiş asimetrik bilginin, sinyal teorisi (Signalling Theory), finansal hiyerarşi teoremi (Pecking Order Theory-Financial Hierarchy) ve hatalı seçim (Adverse Selection) problemleri adı altında üç ayrı başlıkta incelenmesi uygun görülmüştür.

2.1.4.1. Sinyal Teorisi

M-M önermelerinde yatırımcıların firmanın geleceği hakkındaki tahminlerinin firma yöneticileri ile aynı bilgiler ışığında benzer olacağını söylemişlerdir. Firmaların yöneticilerinin ve yatırımcılarının aynı bilgilere sahip olduklarını söyleyen bu durum simetrik bilgi olarak tarif edilmektedir (Eugene, 1995, s. 489). Ancak genelde yöneticilerin, firma dışındaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip oldukları kabul edilmesi gereken bir gerçektir.

Borç oranının firma hakkında sinyal verebileceği üzerine yoğunlaştırılan bu fikre ilişkin ilk araştırma 1977'de Stephan A. Ross tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu araştırma da iflasta borcun rolü ele alınmıştır. Ross araştırmasında, yöneticilerin firma gelirlerinin dağılımını bildiklerini ancak yatırımcıların bu bilgilerden uzak olduklarını varsaymıştır. Ona göre firmanın yüksek kaldıraç oranı, yatırımcı tarafından yüksek kalitenin bir sinyali olarak algılanacaktır. Borç firmaya faizlerin ödenmesi vb. birtakım yazılı sorumluluklar yüklediği için öz sermayeye nazaran dışa daha iyi sinyal verir niteliktedir. Borcun yüklediği sorumlulukların yerine getirilememesi firmayı iflasa sürükleyecek ve yöneticiler işlerinden olacaklardır (Ross, 1977, s.23-40).

Araştırmada üç temel ampirik sonuç ortaya çıkar. Bunlardan ilki M-M'in ilgisizlik teoreminde olduğu gibi, her firmanın kendine özgü borç düzeyi olmasına rağmen, firmaların sermaye maliyetlerinin, finanslama kararlarından bağımsız olduğu sonucudur. İkincisi, iflas riski seviyesinin, firmanın temin ettiği borç miktarının artması ile arttığı yönündedir. Üçüncü saptamasında ise Ross, firma değerinin, borç/öz sermaye oranı ile pozitif yönlü ilişki içinde olduğunu ortaya koyar.

Ross'a göre düşük kalitedeki firmalar, yüksek miktarlarda borçlanarak, yüksek kaliteli firmalar gibi hareket edemezler. Çünkü düşük kaliteli firmaların borçlanmalarının her seviyesinde karşı karşıya oldukları yüksek iflas maliyetleri söz konusudur. Ross (1977) araştırmasında yatırımcıların, borcun yüksek seviyelerini, yüksek kalitenin bir sinyali olarak algılayacaklarını ve bu durumun kârlılık ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ilişkiye işaret edeceğini belirtir (Drobtz ve Fix, 2003, s.6)

Bu konuya ilişkin bir diğer araştırmada Heinkel (1982), yöneticilerin firma hisselerinin sahipleri olmadıklarını, firmada ücretli çalışanlar olduklarını ve firma değerinin yüksekliğinin onların başarısının en önemli göstergesi olduğunu söyler. Firma yöneticileri için maliyetsiz bir sinyal dengesi, firma değerinin maksimizasyonu için optimum sermaye yapısının oluşturulmasında temin edilecek borcun miktarının saptanması için kullanılabilir. Yani düşük kalitede bir firma kendisini yüksek kaliteliymiş gibi göstermek için, önemli miktarlarda düşük

fiyatlı borç senedi ihraç edip, aşırı fiyatlı hisse senetlerinin portföyü içindeki oranını azaltabilir. Benzer şekilde, yüksek değerli bir firma da kendisini düşük değerliymiş gibi göstermek adına az miktarda yüksek fiyatlı borç senedi ihraç ederek, önemli miktarda düşük fiyatlı hisse senetlerini portföyünde barındırabilir. Tüm bu hareketler, borç verenler açısından yararlı, ancak ortaklar açısından zararlı sonuçlar doğurabilir. Heinkel , yüksek kaliteli firmaların düşük borçlanma oranlarını tercih ettiklerini ortaya koymuştur.

Heinkel (1982) araştırmasında Ross'un ortaya attığı fikirlerin tam aksine sonuçlara ulaşmıştır. Bir kez daha bu durum, sermaye yapısına ilişkin yeni modellerdeki bir noktanın altını çizmektedir ki, o da varsayımlarda ortaya konan küçük değişikliklerin, sonuçlarda büyük etkiler yaratabildiğidir (Prasad vd., 2001).

2.1.4.2. Finansal Hiyerarşi Yaklaşımı

Firma kaldırıcını dengeleme modelinin, sermaye yapısı teorileri içinde en belirleyici olarak algılandığı dönemlerde, bu modelin açıklayamadığı bazı firma davranışlarının olduğu ortaya çıkmıştır. Örneğin, hemen hemen her endüstri de yüksek kârlı firmalar, dengeleme teorisinde öngörülenin aksine düşük borç oranlarına sahiptirler. Bunun yanı sıra dengeleme teorisine göre hisse senedi geri alımları ve borcun hisseye dönüştürülmesi talepleri gibi kaldıraca olumsuz etki etmesi beklenen oluşumların, hisse senedi fiyatlarını düşürmesinin beklendiği yerde, firma hisse sahiplerine pozitif anormal getiriler sağladığı görülmüştür. Ayrıca firmalar borç kağıtlarını sıklıkla arz ederlerken, köklü, tanınmış firmaların hisse senetlerinin arzı (Seasoned Equity Issue) çok az gerçekleşmektedir ve yeni hisse arzlarının haberi firma hisselerinin fiyatlarını düşürmektedir (Eriksson, 1999, s. 25).

Firmaların bir hedef sermaye yapısı belirleyip, ona doğru ilerlemeleri gerektiğini ortaya koyan dengeleme teorisine karşılık Myers ve Majluf (1984)' te, 1961'de Donaldson'ın firmaların uzun dönem finansman stratejileri için ilk olarak ortaya koyduğu finansal hiyerarşi fikrinden etkilenerek, finansal hiyerarşi teoremini (Pecking Order Theory) sistematik olarak ortaya koymuşlardır.

Myers ve Majluf (1984), araştırmalarında bilgi asimetrisinin firmanın pazardaki hisselerinde değer dūřmesine sebebiyet verdiğini sōylemektedirler. Firmalardan piyasaya bilgi akışının yoğun olmamasından, yōneticiler ile yatırımcılar eřit bilgiye sahip değildirler. Yōneticilerin organizasyon hakkında ve firmanın gelişme potansiyeline ilişkin kendi fikirleri vardır. Bu zaman içinde yōneticilerin bilinçli gayretleri ve edindikleri tecrübelerle ortaya çıkar. Bu noktada yatırımcılar yōneticiler ile eř değerde bilgiye sahip olmaya çalışırlar ama çoęu kez başarısız olurlar.

Yatırımcılar, yōneticilerin ancak hisseler ařırı deęerlendięinde hisse senedi ihraç edeceklerini, hisseler ancak dūřuk fiyatlı olduęunda borçlanma yoluna gideceklerini dūřündüklerinden, yeni hisseler dūřuk fiyat verecekler veya firma borç kapasitesini doldurmadan hisse alımına yanařmayacaklardır (Myers ve Majluf, 1984, s.187).

Mevcut hissedarların gerçek hisse değerlerinin olumsuz etkileneceğini dūřünen firma, net pozitif bugūnkū değere sahip projelerin finansmanı için bile hisse arzından kaçınacaktır. Çoęu kez bu durum dūřuk yatırım problemi (under-investment problem) olarak ifade edilmektedir. Araştırmacılar firmaların yeni yatırımlarını finanse ederlerken, bu problemi azaltmanın yollarını arayacaklarını ve yeni hisse ihracından kaçınacaklarını öngörümlemişlerdir (Mjos, Persson, 2007, s.14).

Finansal hiyerarşi yaklaşımı ise, şu şekilde açıklanabilir (Myers, 1984, s.9-10):

- Firmalar i finansmanı tercih ederler.
- Her ne kadar temettū ödemeleri sabit ve hedef temettū ödeme oranları sadece deęerli yatırım fırsatlarının büyüklüęüne göre dereceli olarak belirlense de, firmalar hedef temettū ödeme oranlarını yatırım fırsatlarına göre ayarlarlar.
- Sabit temettū ödeme politikaları ile kārlılık ve yatırım fırsatlarındaki beklenmedik dalgalanmalar, faaliyetlerin doğurduğu nakit akışlarının yatırım harcamaları için gereken fonlardan az veya çok olabileceği

anlamına gelir. Eğer nakit akışı yatırım harcamaları gereksiniminden az ise firma nakit bakiyesini veya portföyündeki spekülâtif amaçlı menkul kıymetleri kullanır.

- Eğer dış fon kullanımı gerekirse, firmalar önce en güvenli menkul kıymeti ihraç ederler. Yani önce borç kullanırlar, sonra hisseye dönüştürülebilir bonolar gibi karma menkul kıymetler (hybrid securities) ihraç ederler ve en son da hisse senedi ihracına yönelirler.
- Bu yaklaşımda iyi tarif edilmiş hedef borç-hisse oranı yoktur, iç fonlar finansal hiyerarşinin en üstünde ve hisseler de en altında olmak üzere iki tür öz kaynak vardır. Her bir firmanın gözlemlenen borç oranı dış fon için toplam ihtiyacı yansıtır.

Firmalar yukarıda açıklanan sebepler ile hisse ihracından kaçınırlarken, değerli yatırım projelerini değerlendirebilmek için nakit bulundurma şeklinde hazır rezerv oluşturmaya uğraşacaklardır. Yatırım fırsatları bu hazır rezervler sayesinde dış fon ihtiyacı olmaksızın gerçekleştirilebileceklerdir.

Dış fon tercihinde borç kullanımının hisse senedi ihracına tercih edilmesinin bir başka anlamı da firmalar ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinden ortaya çıkar. Firmalar ile yatırımcılar arasındaki bilgi akışının eksik olduğu durumlarda, borç sözleşmelerinde borç verenlerin yatırımlarını güvence altına alacak hükümler koyabilmeleri sebebiyle, borçlanma hisse senedi ihracına nazaran daha az maliyetli hale gelmektedir (Remolona, 1990, s.39).

Finansal hiyerarşi teoremi pek çok durumda, yüksek kârlılıkları olan firmaların neden daha az borç kullandıklarını, düşük kârlılıkları olan firmaların da neden yüksek oranda borç kullanımı yoluyla finanslama yoluna gittiklerini açıklamaktadır. Kârlılığı yüksek olan firmalar, dış fonlara ihtiyaç duymamakta, düşük kârlılıkları olan firmalar da yeterli iç fon yaratamamaları ve borcun hisse ihracına nazaran daha düşük ihraç etme ve bilgilendirme maliyetlerine sahip olması sebepleriyle borç ihracını, hisse senedi ihracına tercih etmektedirler (Drobtetz ve Fix, 2003, s.7).

2.1.4.3. Hatalı Seçim

Hatalı seçim teorileri Myers ve Majluf (1984) ve Myers (1984) tarafından ortaya atılmıştır. Temel fikir, firmanın sahip ve yöneticilerinin, firmanın varlıklarının ve büyüme fırsatlarının gerçek değerini bilmeleridir. İşletme dışı yatırımcılar ise bu değerleri sadece tahmin etmeye çalışırlar. Yöneticiler hisse senedi ihraç etmeye kalktıklarında, yatırımcılar yöneticinin bunu ne amaçla yaptığını soracaklardır. Pek çok durumda aşırı değerli bir firmanın yöneticisi, düşük değerli bir firmanın yöneticisinin aksine, hisse ihraç etmekten memnun olmaktadır (Frank ve Goyal, 2007, s.19).

Hatalı seçim probleminin temel sebebi piyasalar ile firma arasındaki asimetrik bilgidir. Hatalı seçim maliyetleri bu noktada, tam bilgi altında ödenen fiyat ile gerçek fiyat arasındaki farklılıktan oluşmaktadır (De Jong, 1999, s.16).

Literatürde hatalı seçimin pek çok versiyonu üzerine araştırmalar yapılmıştır. Genelde sonuçlar standart finansal hiyerarşi teoreminin öngörülmemeleri ile birebir tutarlılık göstermemektedir. Örneğin, Myers ve Majluf (1984) tek taraflı bilgi asimetrisinin ele aldıkları hatalı seçim modelinde firmanın hisse senetlerini nakte tercih ettikleri sonucuna ulaşmışlardır. Eckbo vd. (1990) araştırmalarında iki taraflı bilgi asimetrisini ele almış ve bu tip asimetriye sahip olan merger'ların hisse değişimlerini, nakit değişimlerine tercih edebildiklerini ortaya koymuştur.

Dybvig ve Zender (1991) araştırmalarında firma değeri ile ilişkilendirilmiş, usullere uygun hazırlanmış ücretlendirme kontratlarının hatalı seçim problemlerini ortadan kaldıracığını savunmuşlardır. Ancak her ne kadar ücret kontratları firma değerleri ile ilişkilendirilmiş olarak düzenlenmiş şekilde görülseler de, pratikte ücretler ile sermaye değeri arasında sıkı bağlantılar gözlemektedir (Frank ve Goyal, 2007, s.21)

Halov ve Heider (2005) çalışmalarında standart finansal hiyerarşinin, hatalı seçimin özel bir durumu olarak incelenebileceğini belirtmişlerdir. Firma değerine ilişkin bir hatalı seçim varsa firmalar borç çıkarımını, hisse senedi arzına tercih ederler ve finansal hiyerarşi geçerlidir. Ancak risk hakkında bir asimetrik bilgi söz konusu olduğunda borca ilişkin hatalı seçim problemleri baş

gösterebilir ve bu noktada firmalar fon ihtiyaçlarını hisse senedi ihracı yoluyla karşılayabilmektedirler.

2.2. Sermaye Yapısını Etkileyen Diğer Faktörler

Sermaye yapısı literatürde birçok tartışmaya konu olmuştur. Türkiye’de yapılan çalışmalarda bilgi asimetrisi, borç dışı vergi kalkanı, firma büyüklüğü, büyüme alternatifleri, bankacılık sektörünün gelişmişliği, emisyon hacmi, enflasyon, faaliyet kaldırıcı, iç borç oranı, iflas maliyetleri, ihracat etkileri, iş riski, kârlılık, kredi faiz oranları, kurumlar vergisi oranı, mevduat faizleri, net sabit varlıklar, para arzı, pazar değeri/defter değeri oranı, reel GSYİH büyüme oranı sektör farklılığı, temsil maliyetleri gibi çok çeşitli faktörlerin Türk firmalarının sermaye yapılarına etkileri analiz edilmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, yukarıda sermaye yapısı kuramlarının içinde açıklanan belirleyicilerin yanı sıra, çalışmaya konu olan diğer faktörler açıklanmaya çalışılacaktır.

2.2.1. Net Sabit Varlıklar

İşletmelerin tamamen kendi tasarrufunda olan varlıklarının içindeki sabit kısım, teminat gösterilebilir varlıklar olarak da literatürde adlandırılmaktadır. Bu sabit kısmın toplam varlıklar içindeki oranı, borç verenlerin risk derecesinde göz önünde bulundukları öncelikli kriterlerden birisidir. Bu oranın yüksek oluşu borç verenlerin daha gönüllü olmalarına sebep olur.

Literatürde çoğunlukla sabit varlıkların toplam varlıklara oranı olarak açıklanan bu oranın dengeleme teorisi ve temsil maliyetleri teorilerinin kabullerine göre, kaldıraç ile pozitif ilişkili olması beklenmiştir. Dengeleme teorisi, net sabit varlıkların teminat olarak gösterilmesi durumunda, alınabilecek teminatlı borcun, teminatsız borca oranla daha düşük maliyetli olacağını ortaya koymaktadır. Temsil maliyetleri teorisine göre ise borçlanma oranı yüksek olan şirketlerde hisse sahipleri, gereksiz (sub-optimal) yatırımlara yönelerek kreditorlerden servet transferi yapmaya çalışmaktadırlar. Bu aşırı yatırım

eğiliminden dolayı duran varlıklarda artış meydana gelecek, böylelikle borçluluk oranı ile net sabit varlıklar arasında pozitif bir ilişki beklenebilecektir (Jensen ve Meckling, 1976, s. 305-360).

Buna karşılık, yine temsil sorunu çerçevesinde yapılan bir başka açıklama ise teminat gösterilebilecek varlıklarla borçluluk oranı arasında ters yönde ilişki olacağını öngörmektedir. Bu yaklaşım, yöneticilerin şirket kaynaklarını optimalin üzerinde harcama eğilimlerinin olduğunu varsaymaktadır. Grossman ve Hart (1982)'a göre firmanın borçluluk oranı arttıkça iflas riskinin yükselmesinden dolayı şirket yöneticilerinin bu aşırı harcama eğilimleri azalmaktadır. Ayrıca borçluluk oranı yüksek şirketlerde borç verenlerin şirketi daha yakından takip etmeleri de yöneticilerin bu şekilde aşırı harcama yapmalarını frenleyici bir unsur olacaktır (Fıratoğlu, 2005, s.11).

Her ne kadar teminat gösterilebilecek varlıkların kredi verenler açısından önemi pek çok araştırmacı tarafından kanıtlanmışsa da Berger ve Udell 1994'te yaptıkları araştırmada kreditorlerle yakın ilişki içindeki firmaların, daha az teminat gösterilebilir varlık ile daha ucuz kredi bulabildikleri sonucuna varmışlardır.

Finansal hiyerarşi teoremine ilişkin, Harris ve Raviv (1991) yaptıkları araştırmada net sabit varlıklarla ilgili düşük bilgi asimetrisinin öz sermayeyi daha az maliyetli hale getirdiğini saptamışlar ve net sabit varlıklar ile kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki ortaya koymuşlardır.

Net sabit varlıklar değişkeni ile kaldıraç etkisi arasında Friend ve Lang (1988), Jensen, Solberg ve Zorn (1992), Thies ve Klock (1992), Downs (1993), Van der Vijst and Thurik (1994), Rajan ve Zingales (1995), Shenoy ve Koch (1996), Jordan ve diğerleri (1998), Hirota (1999), Bevan ve Danbolt (2002)' a göre önemli ve pozitif bir ilişki söz konusudur.

Bunların yanı sıra Barton ve Gordon (1988), Van der Vijst and Thurik (Uzun vadeli borçlar ile oranlamasında) (1994), Cornelli ve diğerleri(1996) negatif yönlü ilişki bulurken, Titman ve Wessels (1988) ile Lowe ve diğerleri (1994) anlamsız sonuçlara ulaşmışlardır.

2.2.2. Firma Büyüklüğü

Sermaye yapısını etkileyen faktörler arasında Firma Büyüklüğü literatürde çokça kullanılan bir kriter olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapılan araştırmaların bir kısmında büyük firmalarda iflas maliyetlerinin, küçük firmalara kıyasla firma değerinin küçük bir kısmını oluşturması nedeniyle firma büyüklüğü ile borçlanma kapasitesi arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Diğer görüşe göre büyük firmaların sermaye yapılarının daha çeşitli ve başarısızlık ihtimallerinin çok düşük olması sebebiyle daha rahat öz sermaye temini sağlayabildikleri yönündedir. Bu da negatif yönlü ilişkiye işaret eder.

Borç verenlere göre büyük firmalar, finansal faaliyetlerini (portföylerini) daha rahat çeşitlendirip, nakit akımlarında meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı daha etkili hareket etmektedirler. Bu da, büyük firmaların iflas riskini daha rahat kontrol altında tutabilmelerine olanak vermektedir. Büyüklük ile iflas riski arasında ters yönlü ilişki söz konusudur. Bununla beraber firma değeri düştükçe direkt iflas maliyetinin firma değeri içindeki payı da artacaktır. Böylelikle, firma büyüklüğü arttıkça borçlanma oranının da artması beklenmektedir (Fıratoğlu, 2005, s.10). Aynı zamanda büyük firmaların uzun vadeli borçlarına ilişkin işlem maliyetlerinde ölçek ekonomisi de vardır (Krishnan ve Moyer, 1997, s. 129). Bu da borçlanma ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişkiye işaret eder.

Dengeleme teorisi, firma büyüklüğü ile iflas olasılığı arasında ters yönlü bir ilişki öngörümlemesi ile firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki beklemektedir (Drobotz ve Fix, 2003, s.15). Statik dengeleme teorisinin kabullerine göre büyük firmalar daha fazla çeşitlendirilmiş sermaye yapılarına ve daha düşük oranlarda borcun ödenememesi riskine sahip olduklarından daha fazla borçlanabileceklerdir. Rajan ve Zingales (1995) ile Fama ve French (2002) araştırmalarında bu ilişkiyi güçlü şekilde ortaya koymuşlardır. Büyük firmalar aynı zamanda tipik olarak olgun firmalar (mature firms) olarak karşımıza çıkar. Bu firmaların borç pazarlarında saygınlıkları vardır ve bu sebeple borçlarına ilişkin daha düşük oranlı temsil maliyetleri ile karşı karşıyadırlar (Frank ve Goyal, 2007, s.39).

Finansal hiyerarşi teorisinin genel kabullerine göre firmalar finansal açıklarını kapatmada borç kullanmadan ziyade öz sermayelerini kullanmayı tercih etmektedirler. Teoriye göre kaldıraçla firma büyüklüğü arasında negatif yönlü ilişki öngörülmektedir. Frank ve Goyal (2003) araştırmalarında finansal hiyerarşi teoreminin büyük firmalarda başarı ile işlediğini ancak küçük firmalarda zayıf formda geçerli olduğunu ortaya koymuşlardır. Tartışmaların bir diğer yönü de büyük firmaların uzun zamandır piyasada varyetlerini sürdürmekte olduklarını ve iyi bilindiklerini ortaya koyar. Lemmon ve Zender (2002)' de finansal hiyerarşi teoreminin köklü firmalarda, yeni kurulan firmalara nazaran daha başarılı performans gösterdiğini saptamışlardır. Uzun zamandır faaliyet gösteren büyük firmaların düşük oranda yanlış seçimlerle karşı karşıya olduklarından, yanlış seçimlerin önemsiz olduğu noktada küçük firmalara nazaran daha kolay öz sermaye teminine gidebildiklerini ortaya koymuşlardır. Burada önemli bir uyarı yapmakta fayda vardır. Büyük firmalar aynı zamanda küçük firmalara kıyasla fazla varlığa sahip olduklarından bu yanlış seçimin geniş bir tabanı etkilemesi durumunda, yanlış seçim daha önemli bir hal alabilir. Bu noktada finansal hiyerarşi teorisinin öngörülmesi anlamsızlaşır. Kaldıraç ile firma büyüklüğü arasındaki yatay kesit analizleri güçlü şekilde pozitif yönlü olacaktır (Frank ve Goyal, 2007, s.39).

Ayrıca büyük firmalarda söz konusu olan düşük bilgi asimetrisi, Finansal Hiyerarşi teorisini özellikle büyük firmalar için geçerli kılmaktadır. Düşük asimetric bilgi ile büyük firmalar, küçük firmalara nazaran tercihlerini daha fazla öz sermaye yatırımdan yana kullanmaktadırlar. Bu durumda firmalar için büyüklükle kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişkinin olabileceği varsayımını ortaya çıkarmaktadır.

Temsil Teorisinin pek çok kullanımında büyüklük ile kaldıraç arasında yine pozitif yönlü ilişki söz konusudur. Bu teorisinin kabullerine göre büyük firmalarda ortaya çıkan düşük bilgi asimetrisi, bu firmaların borç pazarlarına geçişini kolaylaştırmaktadır. Sonuç olarak büyük firmalar, dış fon ihtiyaçlarını küçük firmalardan daha düşük maliyetle karşılayabilmektedirler (Titman ve Wessels, 1988, s.6). Ayrıca Rajan ve Zingales 1995' te yaptıkları araştırmada G-7 ülkelerinin pek çoğu için firmaların büyüklüğünün artması ile birlikte, dış

finansman ihtiyaçlarının da azaldığı sonucuna varmışlardır. Araştırmalarında büyük firmalara ilişkin finansal sıkıntı maliyetlerinin düşüklüğü şu noktaya kadar konuşulan pozitif yönlü ilişkinin gücünü azaltmaktadır. Myers vd. (2003) araştırmasında temsil teorisinin bazı versiyonlarının bu bağlamda dolaylı olarak finansal hiyerarşiyi işaret ettiğini söylemektedir.

Yapılan araştırmalarda ayrıca borçlanma oranı ile firma büyüklüğü arasında anlamlı ilişki olmadığına yönelik sonuçlara da ulaşılmıştır.

Büyüklik değişkeni ile firma kaldırıcı arasında Barton ve Gordon (1988), Friend and Lang (1988), Titman Ve Vessels (1988), Crutchley ve Hansen (1989), Chiarella ve diğerleri (1992), Downs (1993), Crowdhury, Green ve Miles (1994), Homaifa ve diğerleri (1994), Klein ve Belt (1994), Hussain (1995), Rajan Ve Zingales (1995), Cornelli ve diğerleri (1996), Shenoy ve Koch (1996), Jordan ve diğerleri (1998), Graham, Lemmon ve Schallheim (1988), Hirota (1999), Michaelas ve diğerleri (1999), Bevan ve Danbolt (2001), Hovakimain, Opler ve Titman (2001), Booth ve Diğerleri (2001), Fama ve French (2002), Fattouh, Haris ve Scaramozzino (2002) yaptıkları araştırmalarda anlamlı ve pozitif yönde sonuçlara ulaşmışlardır.

Kale ve diğerleri (1991), Chatrath (1994), Munro (1996), Faulkender ve Peterson (2006) anlamlı ve negatif yönde sonuçlara ulaşırlarken, Kim ve Sorensen (1986), Lowe ve diğerleri (1994), Van Der Wijst ve Thurik (1994) ise aralarında anlamlı ilişki olmayan sonuçlara ulaşmışlardır.

2.2.3. Kârlılık

Sermaye yapısına ilişkin kârlılık ve kaldıraç arasındaki ilişki literatürde farklı görüşleri ortaya çıkarmıştır. Bu ilişki genelde Dengeleme teorisi, Sinyal teorisi ve Temsil maliyetleri teorilerinin kabullerine göre pozitif yönlü gelişirken, Finansal hiyerarşi teorisine göre ise negatif yönlü ilişkiler vermiştir.

Myers ve Majluf (1984) araştırmalarında, firmaların finansman tercihlerinde Finansal Hiyerarşi Teorisine uygun şekilde davrandıklarını, öncelikle iç kaynaklardan finansman yoluna gittiklerini sonra dış kaynaklara

yöneldiklerini belirtmişlerdir. Firmaların kârlılıklarının artması ile birlikte iç kaynaklara yönelişlerinde bu oranda artış olacağını, bu durumda da kârlılığın öz sermaye ile pozitif yönlü ilişki içinde bulunacağı, ancak yatırımların ve kâr paylarının sabit olduğu varsayımı altında kârlılığın kaldıraç ile negatif yönlü ilişki içinde bulunması gerekeceğini ifade etmişlerdir.

Modigliani ve Miller (1958) ile orijini belli edilen, vergilerin ve finansal sıkıntı maliyetlerinin göz önünde bulundurulmadığı dengeleme teorisinin kabullerine göre kârlılıkla kaldıraç etkisi arasında negatif yönlü bir ilişki söz beklenebilir. Sermaye yapısının bu kabullerle firma değerinden tamamen bağımsız olduğunu savunan bu teorisinin üzerine yine aynı araştırmacılar tarafından geliştirilen vergi tabanlı teori (1963), kârlılıkla kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığından bahsetmektedir. Teoriye göre firmalar kârlarını arttırdıkları zaman, vergi kalkanından yararlanmak adına borçlanma yoluna giderler. Borçlanma ile oluşan faiz yükünün kurumlar vergisinden muaf tutulması ve bunun aksine temettü ödemelerinin bu tip bir avantaj sağlamaması firmaların bu davranışını açıklamaktadır. Ayrıca firmalar kârlılıkları ile ortaya koydukları ödeme güçlerini, borçlanırken bir avantaja da dönüştürmüş olmaktadır. Ancak firmalar için serbest nakit akışı veya yüksek kârlılığın yanı sıra, yüksek borç yönetiminin hareket kabiliyetlerini kısıtlayabilir.

Dengeleme teorisinin kaldıraçla kârlılık arasında ön gördüğü pozitif yönlü ilişki çok da açık değildir. Kârlılık aynı zamanda büyüme fırsatlarına gösterge niteliğindedir. Eğer kârlılığın, büyüme fırsatlarının göstergesi olarak kabul edilen piyasa değeri-defter değeri oranından çok daha az etkili bir büyüme fırsatı göstergesi olarak yorumu söz konusu olduğunda kârlılığın kaldıraçla ilişkisindeki negatif yönlülük statik dengeleme teorisinin öngörülerle tutarlı hale gelmektedir (Frank ve Goyal, 2007, s.40). Chen ve Zaho (2005) araştırmalarında ne işlem maliyetlerinin nede vergilerden doğan avantajların, kârlılık ile kaldıraç arasındaki negatif yönlü ilişkiyi açık bir şekilde ortaya koyamadığından bahsetmişlerdir.

Sinyal teorisinin kabullerine göre de kârlılık ile kaldıraç etkisi arasında pozitif yönlü ilişki beklenebilir. Teori yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki

asimetrik bilginin çeşitli durumlarında, borç oranlarındaki artışı pazara firmanın değeri hakkında verilmiş bir sinyal olarak yorumlayabilir. Bu sinyal pazarda firmanın gelecekteki kârlılığının artacağı yönünde olumlu olarak algılanabilmektedir (Plata, 2004, s.87).

Kârlılık değişkeni ile firma kaldıracı arasında Hallet ve Taffler (1982), Barton ve Gordon (1988), Friend ve Hasbrouck (1988), Chowdhury ve Miles (1989), Chiarella ve Diğerleri (1992), Jensen, Solberg ve Zorn (1992), Downs (1993), Chowdhury, Green ve Miles (1994), Hussain (1995), Cornelli ve Diğerleri (1996), Boyle ve Eckhold (1997), Harria ve Scaramozzino (2002), Schargrotsky (2002) yaptıkları çalışmalarda pozitif yönlü ilişkilere ulaşmışlardır.

Kester (1986), Friend ve Lang (1988), Allen ve Mizuno (1989), Crowdhury ve Miles (1989), Thies ve Klock (1992), Lowe ve Diğerleri (1994), Van Der Wijst ve Thurik (1994), Rajan ve Zingales (1995), Chebab (1995), Jordan ve Diğerleri (1998), Hirota (1999), Fama ve French (2002), Chen (2004) araştırmalarında bu ilişkiyi negatif yönlü olarak ortaya çıkarmışlardır.

Titman ve Vessels (1988) araştırmalarında kârlılık değişkeni ile firma kaldıracı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlayamazlarken, Buferna, Bangassa, Hodgkinson (2005) Libya'daki firmalar üzerine yaptıkları araştırmada firmaların dengeleme teorisine göre kârlılık ile firma kaldıracı arasındaki ilişkiyi pozitif yönlü saptarlarken, asimetrik bilgi teorisine göre bu ilişki negatif yönlü olarak ortaya çıkarmışlardır.

2.2.4. Büyüme Fırsatları

Firmaların büyüme fırsatları ile kaldıraç oranları arasındaki ilişki literatürde farklı görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Büyümenin firmaya sağlayacağı güvenle, firmanın gelecekteki borçlanma yeteneğini yükseltebileceği ile büyüyen firmaların temsil maliyetlerini azaltmak adına daha az borç kullanımıyla finansmanlarını sağlama yoluna gidebilecekleri gibi iki farklı öngörümleme yapılmıştır. Bu iki yaklaşımdan ilki büyüme ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişkinin varlığından bahsederken, ikincisi negatif bir ilişkinin varlığını savunmaktadır.

Dengeleme teorisi kaldıraçla büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki bekler. Literatürde yapılmış pek çok araştırma kaldıraçın piyasa değeri-defter değeri oranları ile negatif yönlü ilişki içinde olduğunu ortaya koymuştur. Baskin (1989)' a göre yüksek büyüme, büyük iflas riskini beraberinde getirir. Bu da dengeleme teorisi kabulleri ile tutarlılığı ortaya koyar.

Büyüme fırsatları, firmaya değer katan ancak karşılık gösterilemeyen ve beraberinde vergilendirilebilir gelir üretmeyen sermaye varlıklarıdır (Titman ve Vessels, 1988, s.4). Hızlı yükselen satışlara sahip firmalar genelde uzun dönemli firma aktiflerini büyütme ihtiyacındadırlar (Delcours, 2006, s.8). Büyüme fırsatları firma değerine etkindir. Büyüme fırsatı mevcut olan firmalar tüm dünyada yatırımcılara cazip gelmektedir. Çünkü büyüme fırsatları daha çok satış ve daha çok nakit girişi anlamına gelmektedir. Ancak aşırı büyüme fırsatlarının olması durumunda yöneticilerin sadece kendi çıkarlarına hizmet verecek şekilde fonları kullanma olasılığı gündeme gelir. Bu yüzden borç verenler için bu tür firmalara borç vermek cazip değildir. İşte bu temsil sorunu nedeniyle büyüme fırsatları fazla olan firmaların borçlanmalarının az olması beklenmektedir (Kula, 2000,s. 33).

Galai ve Masulis (1976), Jensen ve Meckling (1976) ve Myers (1977), yüksek büyüme oranlarına sahip firmaların temsil maliyetlerini azaltmak adına daha az miktarlarda veya daha kısa süreli borçlanma yoluna gideceklerini savunmaktadırlar. Büyümekte olan firmalar finansal sıkıntıya girdiklerinde firma değerlerinden çok kaybederler. Ayrıca firmaların borçlanma yoluna gittiklerinde, yöneticilerin varlık çevrimi fırsatları ile kazançları yatırımcılardan ortaklara doğru kaydıracaklarını ön görmüşlerdir. Titman ve Vessels (1988), firmaların kazancı yatırımcılardan ortaklara kaydırmak için sürekli gereksiz projelere yatırım yapma eğiliminde olduklarını belirtmişlerdir. Hızlı büyüyen firmalarda bu gibi temsil sorunları fazladır ve temsil maliyetlerinden kaçınma adına düşük oranlarda borçlanma yoluna giderler. Singh (1995), gelişmekte olan ülkelere yönelik yaptığı çalışmada, firmaların varlıklarını büyütme adına borçlanmak yerine öz sermayeleri ile finansmanı tercih ettiklerini saptamıştır. Tüm bu bilgiler ışığında büyüme oranı ile kısa vadeli borçlanma arasında pozitif yönlü bir

ilişkiden bahsedilebileceği gibi, varlık finansmanı için gereken uzun vadeli borçlanma ile arasında negatif yönlü bir ilişkiden bahsedilmektedir.

Büyüme alternatifleri arttıkça varlık yapısının değişmesi problemleri (asset substitution problems) ortaya çıkmaktadır. Bu durum net bugünkü değeri negatif görünen ancak gelecekte aşırı getiri vaadi bulunan yüksek riskli projelerin ortaklar açısından tercihini ifade eder, ancak borç verenler açısından bu durum dezavantajlıdır. Jensen ve Meckling (1976) araştırmalarında bu durumu yatırımların oluşturacağı getirinin ortaklara yararlı olacağını, olası zararın ise borç verenlere yansıtacağını ifade etmiştir.

Jensen (1986) araştırmasında yüksek gelişme alternatiflerine sahip firmalarda, ortaklar için proje riskini arttırmanın daha kolay olduğunu ancak borç verenlerin bu değişiklikleri takip etmelerinin daha zor olduğunu ortaya koymuştur. Bu durum yüksek gelişme alternatifine sahip firmalar için borcu daha maliyetli hale getirir. Serbest nakit akımlarının temsil maliyetleri, gelişmekte olan firmalar için daha az önem taşımaktadır ve yüksek gelişme alternatifleri bulunan firmaların daha düşük borçlanma yoluna gidecekleri öngörüsünü doğurur. Firmaların büyüme alternatifleri azaldıkça borçlanma, serbest nakit akımlarının temsil maliyetleri etkisini azaltmaktadır.

Bu noktada hızlı büyümenin firmalarda daha fazla sabit varlığa yatırım anlamına geldiğini ve böylelikle oluşan önemli miktarlardaki amortisman giderinin borç dışı vergi kalkanı olarak, borçlanmanın oluşturacağı vergi avantajının yerine kullanılabileceği de ortaya çıkmaktadır. Bonato ve diğerleri (1990) İtalya'da yaptıkları araştırmalarında amortisman giderlerinin önemli miktarlarda olması durumunda vergi matrahını düşürmede borç faizine gerek kalmayacağını, firmalar açısından borcun vergi kalkanı olarak kullanımının cazibesini azalttığını ifade etmişlerdir.

Finansal Hiyerarşi teoreminin kabullerine göre firmaların büyüme fırsatları ile kaldıraçları arasında pozitif ilişki beklenbilir. Gupta (1969), büyümenin firmaların gelecekteki borçlanma yeteneğini arttıracaklarını, hızlı büyüyen bir firmanın varlıklarını finanse etmek için borçlanma yoluna gideceğini savunmuştur. Daha fazla yatırım yapan firmalar, kârlarında tutarlılık

sağlayabilecek ve daha rahat borçlanabileceklerdir. Ginn, Young ve Beekun (1995), yaptıkları araştırmada Gupta' nın bu yorumunun finansal hiyerarşi teorisi ile tutarlılığını ortaya koymuşlardır. Bu çalışmalar da hızlı büyüyen firmaların, yüksek kaldıraç oranlarına sahip olmaları gerekliliğini yani kaldıraç ile büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu savunmaktadırlar.

Literatürde kaldıraç ile büyüme arasındaki ilişkiyi Gupta (1969), Jensen ve Meckling (1976), Kester (1986), Titman ve Vessels (1988), Crowdhury ve Miles (1989), Thies ve Klock (1992), Chatrath (1994), Demirgüç-Kunt Maksimovic (1994), Chehab (1995), Ginn ve Young (1995), Krishnan ve Moyer (1996), Boyle ve Eckhold (1997), Jordan ve Diğerleri (1998), Dağlı (1998), Fattouh, Haris ve Scaramozzino (2002), Schargrotsky (2002) yaptıkları çalışmalarda pozitif yönlü bulmuşlardır.

Kim ve Sorensen (1986), Barton ve Gordon (1988), Kale ve Diğerleri (1991), Chiarella ve Diğerleri (1992), Gardner ve Tricinka (1992), Lowe ve Diğerleri (1994), Rajan ve Zingales (1995), Burton ve Diğerleri (1996), Hirota (1999), Hall, Hutchkinson ve Michaelas (2000), De Miguel ve Pintado (2001), Chen ve Jiang (2001), Bevan ve Danbolt (2001) araştırmalarında kaldıraç oranı ile büyüme ilişkisine dair negatif yönlü sonuçlara ulaşmışlardır.

Barton ve Diğerleri (1989), Downs (1993), Klein ve Belt (1994), Taylor ve Lowe (1995) ve Munro (1996) yaptıkları araştırmalarda bu ilişki hakkında tutarsız sonuçlara ulaşmışlardır.

2.2.5. Temettü Politikaları

Yöneticilerin elde edilen kârın bir bölümünü hissedarlara dağıtması, etkin kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olarak değerlendirilmektedir. Hissedarın amacı, yatırımın karşılığı katlandığı risk ölçüsünde belirli bir getiri elde etmektir. Yatırımcılar hisse senedi değer artışı ile sermaye kazancına sahip olurlarken, aynı zamanda temettü ödemeleriyle de belli bir kazanç elde ederler. Bu iki getiri türünün toplamı hissedarın toplam getirisini orta koymaktadır.

Literatürde en yaygın olarak yapılan açıklamalardan bir tanesi, temettü politikalarının yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil sorununa çözüm olabileceği yönündedir. Düzenli olarak yapılan temettü ödemeleri firmaların sahip olabileceği serbest nakit akımlarını minimize ederek, serbest nakit akımlarının yarattığı temsil maliyetini azaltacaktır. Bu nedenle yeni ortak vasıtasıyla daha çok fon toplama ihtimali söz konusu olup, bu da borç kullanma ihtiyacını azaltır (Moh'd vd., 1998, s.90).

Yüksek temettü ödemeleri, yöneticilerin yeterli nakit akımları yaratmak ve bunların negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırılmamasını sağlamak üzere odaklanmalarını garanti etmektedir. Böylelikle sıkı temettü politikalarının, hissedarların izleme maliyetini azaltıcı yönde etki yarattığı söylenebilir.

Ayrıca daha fazla temettü ödeyen firmalar, büyüme olanaklarını değerlendirmek için daha sık dış fon sağlama ihtiyacı duyacaklardır. Borç ya da öz sermaye şeklinde fon sağlamak için, daha sık finansal piyasalara başvurmak zorunda kalacak ve fon sağlayanların izlemesine maruz kalacaklardır. Bu durum aynı zamanda bilgi asimetrisini azaltacak ve yöneticilerin, hissedar değerini arttıracak projelere yönelmelerini zorunlu kılacaktır. Bu bakımdan yüksek temettü ödemelerinin, serbest nakit akımını azaltarak ve firmaları finansal piyasaların izlemesine maruz bırakarak, temsil maliyetlerini azaltıcı yönde etkisinden bahsedilebilir.

Firmaların düzenli temettü dağıtması yeni hissedarlarca da daha olumlu bir şekilde algılanır ve böylelikle temettü ödeyen firmalar daha rahat bir şekilde yeni hisse çıkarımıyla finansal piyasalardan fon toplayabilirler. Bu yüzden bu tip firmaların daha az borç kullanması beklentisi literatürde birçok tartışmanın sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Statik dengeleme modeli firmaların piyasa tarafından düşük riskli olarak gözlemlendiklerinde ve düzenli temettü ödemesi yaptıkları durumda daha rahat borçlanabildiklerini ortaya koymaktadır. Teorinin beklentilerine göre temettü ile kârlılık arasındaki ilişki pozitifdir. Ancak dinamik dengeleme teorisi, yatırımları fazlası nakit akımlarına sahip firmaların bu farkı temettü olarak ödemek durumunda olacaklarını ve dengelemelerini borç çıkarımı yolu ile gerçekleştiremeyeceklerini savunmaktadır. Bu durumda

kaldıraç ile temettü ödemeleri arasındaki ilişki negatif yönlü olacaktır. Ayrıca temettü ödeyen firmaların öz sermayelerine ilişkin temsil maliyetlerinin düşük olması durumunda da yine temettü ödemeleri ile kaldıraç arasındaki ilişki negatif yönlü olacaktır (Easterbrook, 1984, s. 657).

Finansal hiyerarşi modeli de temettü ödemesi yapan firmaların daha yüksek kaldıraç oranına sahip olacağını öngörmektedir. Myers ve Shyam-Sunder (1999)'a göre temettü ödemesi firmalar tarafından sistem dışı bir olgu gibi görülmektedir. Firmalar bu istenmeyen kâr paylarını dağıttıklarında, açıklarını kapatmak adına borçlanacaklardır. Ayrıca Myers (1984) araştırmasında temettü dağıtımının (sebebi belli olmayan şekilde) sürekliliğine dikkat çeker. Nakit akımlarının değişiklik gösterdiği durumlarda açığın önemli ölçüde borç kullanımı ile kapatıldığını ortaya koymuştur. Yani, aralarındaki ilişki pozitifdir.

Temettü dağıtımının sistem dışı olarak algılanması fikri literatürde sıradışı olarak kabul edilmektedir, ancak temettü dağıtmayan firmaların yüksek bilgi asimetrisine sahip oldukları kabulü oldukça yaygındır. Bu durum bu tip firmalar yatırım finansmanında öz sermayeden çok borcu tercih eder hale getirmiştir.

2.2.6. Enflasyon Etkisi

Enflasyon, fiyatlar genel seviyesinde sürekli ve hissedilir yükselme eğilimidir. Bunun yanı sıra para değerinin düşmesi veya paranın değer kaybetmesi olarak da ifade edilebilir. Tüketici fiyatlarının yıllık değişimi ile ölçülen enflasyon oranı, hükümetin ekonomiyi yönetme becerisi ile ilgilidir. Aynı zamanda bu oran, uzun vadeli borç sözleşmelerinde kullanılan para birimine ilişkin değerinin istikrarı hakkında bilgi sağlar (Wanzenried, 2006, s.697).

Yapılan araştırmalar enflasyonun, firmaların sermaye yapıları içinde borç seviyesini arttırıcı ya da azaltıcı yönde etkileri olduğunu ortaya koymaktadır. Her iki durumda farklı avantajları ve dezavantajları olması sebebiyle bu farklılık, enflasyonist ortamda firmaların finansman kararlarının farklılaşması sonucunu doğurmaktadır.

Modigliani-Miller'ın çalışması, çeşitli koşullar altında firmaların sermaye yapısı davranışları ve optimal kâr dağıtım politikaları hakkında oluşturulan geniş literatüre öncülük etmiştir. Literatürdeki pek çok çalışma firma davranışlarını sürekli enflasyon ortamında incelemektedir.

Enflasyon ile finansal kaldıraç arasındaki ilişkiyi araştıran bazı çalışmalarda firma tahvillerinin arz ve talebine ilişkin durumu ortaya koymak adına yapılmıştır. Corcoran (1977), Zwick (1977) ve De Angelo ve Masulis (1980) çalışmalarında teorik olarak enflasyonun borcun gerçek değerini düşürmesi sebebiyle, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde firmaların daha fazla tahvil ihracı ile fon gereksinmelerini karşılama yoluna gittiklerini ve böylelikle enflasyonun daha fazla borçlanmaya sebebiyet verdiğini ortaya koymuşlardır.

Ayrıca borçlanma araçlarının nominal değerlere göre düzenlenmiş olması sebebiyle, yüksek enflasyon ile borç geri ödemeleri azalmakta ve reel bazda firmaların finansman riskini düşürmektedir. Yüksek enflasyon beklentisi borcu bugün için ucuz hale getirmekte ve böylelikle kaldıraçla ilişkisi de pozitif yönde olmaktadır (Joeveer, 2005, s.7). Bununla beraber faiz oranlarının enflasyonun artış hızının gerisinde kalabilmesi reel faiz oranlarının düşmesine (hatta negatif olmasına) neden olmaktadır (Durukan, 1997, s. 59).

Borçlanma ile oluşan vergi kalkanı etkisi, enflasyonun bulunduğu ortamda borç dışı vergi kalkanına nazaran daha fazla önem taşır hale gelebilmektedir. Borç dışı vergi kalkanı etkisini yaratan amortisman vb. kalemlerde nominal değerlerin baz alınması bu duruma sebeptir. Yapılan çalışmada enflasyon oranının yüksek olduğu durumda firmaların sermaye yapılarında borç seviyesinin yükseldiği ortaya çıkmıştır (Singh ve Hamid, 1992).

Öte yandan yüksek enflasyon her zaman firmaların borçlanma kabiliyetini olumlu yönde etkileyemeyebilir. Enflasyonun belirsizliği aynı zamanda piyasa faiz oranlarına da olumsuz yansımaktadır. Piyasalarda oluşan yüksek faiz oranları firmalara ilişkin finansal sıkıntının tahmini maliyetini arttıracığından firmaların borçlanma maliyetlerine de olumsuz yansır. Bu durum da yine borcun

vergi kalkanı avantajına rağmen firmanın sermaye yapısı içindeki borç oranını azaltmaktadır.

Mills (1996), araştırmasında yüksek enflasyon oranının sermaye maliyetini yükselttiğini, yöneticilerin sermaye yapılarını optimize etmek için daha çok dikkat sarf ettiklerini ve yüksek enflasyon dönemlerinde hedeflenmiş kaldıraç oranlarından sapmaların daha maliyetli sonuçlarla firmalara yansıdığını ortaya koymuştur.

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic de (1999), yüksek veya çok kararsız enflasyonun yatırımcılar açısından borç kontratlarını daha maliyetli hale getireceğinden, bu durumun firmaların borçlanma yeteneğine olumsuz yansıtacağını belirtmiştir. Yükselen faiz oranları ve nominal getirilerin uzun dönemde oluşturacağı olumsuz etkiler firmaların aktif yapılarında da duran varlıkların azalması yönünde bozulmalara neden olmaktadır (Alexakis ve Diğerleri, 1996, s. 101-112)

Enflasyon genelde ülkelerdeki ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Enflasyon belirsizliği, firmanın satışlarındaki değişkenliklerden olduğu kadar firma değerindeki ve firmaya ilişkin maliyet yapılarındaki değişkenliklerinde etkisi ile ortaya çıkan iş riskini arttırmaktadır. Satışlardaki, ürün fiyatlarındaki ve girdi fiyatlarındaki aşırı değişkenlik, firma riskini arttırmaktadır. Diğer koşulların sabit kaldığı varsayımı ile faaliyet kaldırıcının yükselmesi, iş riskini arttıracaktır. Enflasyon belirsizliği firmanın faaliyet gelirlerini ve borç ödeyememe olasılığını yükseltmektedir (Hatzinikolaou vd., 2002, s. 46). Bu durum firmaya borç verecekler açısından olumsuz algılanır ve kaldıraçla enflasyon oranı arasındaki ilişki negatif olarak yorumlanabilir.

Yüksek enflasyon ortamlarında, gelecekteki enflasyon belirsizliğinin firmaların yatırım kararları üzerinde de olumsuz etkisi vardır. Enflasyondaki dalgalanmadan oluşacak risk primi yatırım maliyetlerini arttıracığından böyle dönemlerde kârlı projelerin reddi gündeme gelmektedir. Bu durum aynı zamanda firmaları büyüme fırsatları açısından da olumsuz etkilemektedir. Hatzinikolaou, Katsimbris ve Noulas (2002) araştırmalarında enflasyon belirsizliğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini incelemişler ve enflasyon

belirsizliği ile firmanın borç-öz sermaye oranı arasında negatif yönlü ilişki bulunmuşlardır. Bu durumda borç ile finanse edilen yatırım projeleri sayısının azaldığını tespit etmişlerdir. Ayrıca enflasyon belirsizliği, borcun kullanımının azalmasına sebep olarak, borcun vergi kalkanı avantajını da ortadan kaldırma olasılığı ile birlikte, firmanın hissedarlarının varlık kaybına sebep olmaktadır.

Enflasyonun firmaların kaynak yapılarına olası etkilerinden bir diğeri de yatırımcılar tarafından, firma tahvil ve hisse senetlerine ilişkin talepte oluşacak değişikliklerdir. Enflasyon oranındaki artış milli paranın değerini düşüreceğinden hisse senetlerinin fiyatında bir artış olacaktır. Bu bakış açısı ile teoride enflasyon ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenir. Ancak yapılan pek çok ampirik çalışmada bu kanıtlanamamış olduğu gibi teorinin aksi yönünde sonuçlar ortaya konulmuştur (Karamustafa ve Karakaya, 2004, s. 23). Bu durum enflasyonun yüksek seyrettiği dönemlerde yatırımcıların hisse senedi talebinin azalmasına sebebiyet verir. Azalan talebin arzı da etkileyeceği düşünöldüğünde enflasyon ortamında firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek için hisse senedi ihraç etmeyecekleri (ya da edemeyecekleri) ve alternatif kaynaklardan faydalanacakları sonucu ortaya çıkmaktadır (Yener, 2002, s.14).

2.2.7. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Büyüme Oranı

Ölkelerin GSYİH, istihdam, yatırım gibi iktisadi göstergelerinde meydana gelen değişiklikler, uzun dönemli büyüme ve kalkınmalarına etkide bulunmaktadır. Ekonominin uzun dönemli büyüme eğilimi etrafında GSYİH, sanayi üretimi, istihdam, faiz oranları gibi istatistiksel büyüklüklerde meydana gelen dalgalanmalar, kısa dönemli dalgalanmalardır. Kısa dönemli dalgalanmalar, birbirini takip eden nitelikte özellik taşımaktadır.

GSYİH firmaların finansman ihtiyacının önemli bir göstergesidir. Firmalar için, yatırım fırsatlarının oluşumu ve projelerin optimal finansmanı üzerindeki etkilerini temsil etmektedir (Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 1999, s.312).

GSYİH gibi iktisadi göstergeler ile gözlenen uzun dönemli ekonomik büyüme eğilimleri firmaların faaliyetleri, yatırım ve finansman kararları üzerinde

etkili olmaktadır. Büyümenin firmaların sermaye yapısı üzerindeki asıl etkisi, firmaların, yatırım olanaklarının artması sonucu çeşitlenen yatırım alternatifleri ile karşılaşmaları ve firmaların daha fazla yatırım yapabilir hale gelmeleridir (Smith ve Wats, 1992, s.263-292).

Bir ekonomi büyüdüğü, firmaların yatırımlarını finanse etmeleri için ihtiyaç duydukları ülke ekonomisindeki sermaye miktarı artar. Büyüme, böylelikle firmaların daha fazla yatırım yapabilmelerine ve kârlılıklarının artmasına neden olabilir. Ekonomik genişleme periyodunda marjinal firmalar dahi kolayca kaynak (çoğunlukla borç niteliğinde) bulabilirlerken, ekonomik daralma dönemlerinde ise ancak başarılı olmuş, kendini kanıtlamış ve göreceli olarak daha iyi mevcut performansa sahip firmalar büyük miktarlarda borç bulabilmektedirler (Feri ve Jones, 1979, s. 640).

Özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerine gerçekleştirilen araştırmalarda GSYİH sermaye yapısı üzerine etkileri üzerinde durulmuştur. Ekonomik büyümenin en temel göstergesi olan GSYİH ile firmaların sermaye yapıları arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

BÖLÜM 3

SERMAYE YAPISINI BELİRLEYİCİ ETMENLER İMALAT SEKTÖRÜNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Örneklemi ve Değişkenler

Çalışmanın amaçlarını ortaya koymak için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) kayıtlı imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansal tablolarından yararlanılmıştır. İmalat sektörü seçilmesinin nedeni, faaliyet gösteren firmaların mali tablolarının daha tutarlı olmasıdır.

Analize 2000-2007 yılları arası İMKB'de işlem gören, imalat sektöründe faaliyet gösteren, finansal tablolarına eksiksiz ulaşılmış, 134 firma dahil edilmiştir. Analize konu firmaların isimleri ve faaliyette buldukları alt sektörler Ek-1'de gösterilmiştir. Analiz kapsamında yararlanılan değişkenlerin saptanması adına, ilgili firmaların bilanço, gelir tablosu ve nakit akım tablosu kalemlerinden faydalanılmıştır.

Analizlerde bağımlı değişken olarak firmalara ilişkin sermaye yapısını ifade eder nitelikte altı kaldıraç oranından yararlanılmıştır. Sermaye yapısını ifade etmek adına kullanılan bu değişkenlere ilişkin kalemler ile bunların analizlerde kullanılan simgeleri Tablo 3.1'de gösterilmiştir.

Analizlerde bağımsız değişken olarak sermaye yapısını belirlemede etken olan faktörler literatürdeki çalışmalar göz önünde bulundurularak saptanmaya çalışılmıştır. Bağımsız değişkenlere ilişkin literatür çalışmalarında ortaya konmuş ampirik beklentilere ilişkin özet bilgilere de aşağıda yer verilmiştir. Analizlerde kullanılan bağımsız değişkenlere ilişkin simgeler Tablo 3.2'de gösterilmiştir.

Tablo 3.1: Sermaye Yapısı Oranları (Bağımlı Değişkenler)

<u>Kaldıraç Oranları</u>	<u>Analizlerdeki Simgesi</u>
Toplam Borç / Toplam Aktifler	TB/TA
Toplam Borç / Öz Sermaye	TB/OS
Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktifler	KVB/TA
Kısa Vadeli Borç / Öz Sermaye	KVB/OS
Uzun Vadeli Borç / Toplam Aktifler	UVB/TA
Uzun Vadeli Borç / Öz Sermaye	UVB/OS

**Tablo 3.2: Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler
(Bağımsız Değişkenler)**

<u>Belirleyici Etmenler</u>	<u>Analizlerdeki Simgesi</u>
Net Sabit Varlıklar	MDV/TA
Firma Büyüklüğü	TA
Borç Dışı Vergi Kalkanı	YA/TA
Kârlılık Faktörü	NK/OS
Büyüme Fırsatları	%ΔTA

Net Sabit Varlıklar: Firmaların aktifleri içindeki sabit kısmın toplam varlıklar içindeki oranı, literatürde borç verenlerin risk derecesinde göz önünde bulundurduğu önemli bir kriter olarak düşünülmüş ve çoğunlukla sabit varlıkların toplam varlıklara oranı olarak açıklanan bu değişken ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmiştir. Aynı zamanda literatürde net sabit varlıkları fazla olan firmaların daha fazla sürekli sermaye gereksinimi düşüncesiyle de borç gereksinmelerinin fazla olacağı öngörümlemeleri mevcuttur. Literatürde çokça yapılan bu ve benzeri öngörümlemeler çerçevesinde dengeleme teorisi ve temsil maliyetleri teorisi, kaldıraç ile net sabit varlıklar değişkeni arasında pozitif yönlü ilişkiyi desteklemektedir. Ancak temsil sorunu çerçevesinde kabul edilen bir başka açıklamada da teminat gösterilebilecek varlıkların büyüklüğünün, yöneticilerin rahat borçlanma fikri ile

optimalin üzerinde harcama gerçekleştirme eğilimleri olabileceği hipotezi ele alınmıştır. Bu durum iflas riskini arttıracak, aynı zamanda borç verenlerin firmayı daha yakından takip edecekleri fikri ile yöneticilerin borçlanma isteğini azaltacaktır. Bu fikre, net sabit varlıklar ile kaldıraç ilişkisi arasında negatif yönlü ilişkinin açıklanması yolunda literatürde çokça değinilmiştir. Çalışmada net sabit varlıklar bağımsız değişkeni, net sabit varlıkların toplam varlıklara oranı olarak ifade edilmiş ve “MDV/TA” olarak tanımlanmıştır.

Firma Büyüklüğü: Literatürde firma büyüklüğü değişkeni ile kaldıraç arasında pozitif yönlü ilişki beklentisi yaygındır. Bu kanıya temel sebep, büyük firmalarda iflas maliyetlerinin, küçük firmalara kıyasla firma değerinin küçük bir kısmını oluşturmasıdır. Firma büyüklüğünün artması ile firmaların sermaye piyasalarına daha rahat ulaştıkları, daha az risk taşımaları sebebiyle diğer firmalara nazaran daha avantajlı borçlanmaları, düşük işletme riski ve gelirlerindeki göreceli tutarlılık da bu savı desteklemektedir. Ancak büyük firmaların sermaye yapılarının daha çeşitli oluşu ve böylelikle başarısızlık ihtimallerinin göreceli olarak çok daha düşük olması sebebiyle daha rahat özkaynak sağlayabildikleri yönündeki fikir, literatürde firma büyüklüğü ile kaldıraç derecesi arasında negatif yönlü ilişkiye de yer vermemektedir. Bu yönlü sonuçlar, firmaların finansal hiyerarşi teoremini destekleyen davranışlarına da işaret etmektedir. Çalışmada firma büyüklüğü bağımsız değişkeni, firmaların toplam aktif değerleri olarak ifade edilmiş ve “TA” biçiminde tanımlanmıştır.

Borç Dışı Vergi Kalkanı: Borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranı arasındaki ilişki literatürde çokça çalışmada negatif yönlü olarak tespit edilmiştir. Firmaların borçlanma faizlerini vergiden muaf etmeleri avantajı yanı sıra diğer gider gösterebildikleri bütün kalemler bu başlık altında kabul edilebilmektedir. Amortismanlar, yatırım indirimleri, geçmiş yıl zararları vb. bu kalemlerin borcun yaratacağı vergi avantajı karşısında önemli bir diğer vergi avantajı yaratmaları sebebiyle, yüksek borcun vergi kalkanı avantajını kullanan firmalar karşısında daha düşük oranlarda borçlanma yoluna gidecekleri öngörülmüştür. Literatürde aksi fikir De Angelo ve Masulis'in (1980) yaklaşımları ile başlamış, bu gibi borç

dışı vergi kalkanı avantajından yararlanan firmaların, muhtemelen kârlı ve vergi matrahlı firmalar olduğu ve bu firmaların da borçlanma yoluyla borcun vergi kalkanı avantajını kullanmak istedikleri üzerine fikirler az da olsa destek bulmuştur. Bu fikirler, kaldıraç ile ilişkiyi söz konusu değişkende pozitif yönlü saptamaktadırlar. Çalışmada borç dışı vergi kalkanı bağımsız değişkeni yıllık amortismanların toplam aktifler içindeki oranı olarak kabul edilmiş ve “YA/TA” biçiminde ifade edilmiştir.

Kârlılık: Literatürde kârlılık ile kaldıraç arasındaki ilişki genelde dengeleme teorisi, sinyal teorisi ve temsil maliyetleri teorisine göre pozitif yönlü ilişki beklentisini savunurken, finansal hiyerarşi teorisine göre ise negatif yönlü öngörülere işaret etmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, öncelikle iç kaynaklarla finansman yoluna gitmeyi tercih eden firmalar, kârlı oldukları pozisyonda borçlanmayı diğer firmalara nazaran daha az tercih edeceklerdir. Kârlılığın artışı ile borç tercihinin azalacağını öngören teori, negatif yönlü ilişkiyi işaret ederken, kârlarını arttıran firmaların vergi kalkanından yararlanmak adına daha fazla borçlanma yoluna gideceklerini öngören dengeleme teorisine göre ise işaret pozitif yönlü olacaktır. Aynı yönlü ilişkiyi işaret eden sinyal teorisine göre, yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi sebebiyle, çoğu durumda borç artışı pazarda firma değeri hakkında verilmiş bir olumlu sinyal olarak yorumlanabileceği anlamına gelmektedir. Çalışmada kârlılık değişkeni, net kârın öz sermaye oranı olarak kabul edilmiş, “NK/OS” biçiminde tanımlanmıştır.

Büyüme Fırsatları: Firmaların yüksek büyüme oranları ile kazanacakları güven duygusu, onlarda borçlanma hevesini artırır kabulüyle literatürde yapılan çalışmalar, kaldıraç ile büyüme fırsatları arasındaki ilişkiyi pozitif olarak öngörürken, büyüyen firmaların temsil maliyetlerini azaltmak adına daha az borç kullanacakları fikri negatif yönlü ilişkiye işaret eder. Aynı zamanda yüksek büyüme bazı araştırmacılar tarafından büyük iflas riskini de beraberinde getireceği için, dengeleme teorisine göre de negatif yönlü ilişkiye işaret söz konusudur. Pozitif yönlü ilişkiye işaret eden büyüme fırsatlarının, firmaların

gelecekteki borçlanma yeteneklerini arttıracakları kabulü, finansal hiyerarşi teoremini de destekler nitelikte karşımıza çıkmaktadır. Hızlı büyüyen firmalar daha yüksek kaldıraç oranlarına sahip olmalıdırlar. Çalışmada büyüme fırsatları bağımsız değişkeni, toplam varlıkların yıllar itibariyle yüzdesel değişimi olarak ifade edilmiş, “%ΔTA” biçiminde tanımlanmış ve aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmıştır;

$$\% \Delta TA = (TA_t - TA_{t-1}) / TA_{t-1}$$

TA_t : Cari Dönem Toplam Aktif Değeri

TA_{t-1} : Bir Önceki Döneme İlişkin Toplam Aktif Değeri

3.2. Model ve Araştırma Yöntemi

Çalışmanın amaçlarını ortaya koymak adına çalışmada ele alınan bağımlı ve bağımsız değişkenler, aşağıdaki regresyon modeli çerçevesinde analizlere tabi tutulmuşlardır.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1(MDV / TA)_t + \beta_2(TA)_t + \beta_3(YA / TA)_t + \beta_4(NK / OS)_t + \beta_5(\% \Delta TA)_t + \varepsilon_t$$

Y_t : Sermaye Yapısı Değişkenini,

β_0 : Sabit Değeri,

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: Tahminlenecek Katsayıları,

ε_t : Artık Değeri, ifade etmektedir.

Modelde Y_t ile ifade edilen bağımlı değişken olarak, Tablo 3.1’de gösterilen bütün kaldıraç oranları, tek tek yıllar itibari ile ele alınmış ve bu değerleri oluşturmada anlamlı bağımsız değişkenler saptanmaya çalışılmıştır.

Değişkenlerin anlamlılıklarını ortaya koymak adına çoklu regresyon modelleri oluşturulmuş ve En Küçük Kareler Yöntemi (EKKY) kullanılarak parametrelere ilişkin katsayılar, katsayıların istatistiksel anlamlılık değerleri, modele ilişkin anlamlılık değerleri ile bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri açıklama dereceleri elde edilmiştir.

Analizlerde SPSS 13.0 istatistik programı kullanılmış, yıllar itibari ile regresyon analizleri gerçekleştirilerek bağımlı ve bağımsız değişkenler arası anlamlılık ve ilişki dereceleri incelenmiştir. Yine yıllar itibari ile elde edilen bu ilk sonuçlar, adımsal (stepwise) regresyona tabi tutularak en etkin belirleyicilerin saptanması yoluna gidilmiştir.

3.3. Analizlerin Değerlendirilmesi

Araştırmamıza konu imalat sektöründe faaliyet gösteren 134 firmanın sermaye yapılarının belirleyicilerini öngörmeye yönelik analizlerin yıllar itibariyle yorumları ve toplu değerlendirmeleri şu şekildedir;

3.3.1. 2000 Yılı Verileri ile Analizler

Tablo 3.3'de sunulan 2000 yılına ait yatay kesit verileri ile gerçekleştirilen regresyon analizi bulgularına göre net sabit varlıklar değişkenine ilişkin tahminlenen katsayılar, altı eşitliğin beşinde negatif yönlüdür. Yalnızca UVB/TA bağımlı değişkeni ile kurulan denklemde değişkenler arasındaki ilişkinin yönü pozitifdir ve bu denklemde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünü gösteren düzeltilmiş belirlilik katsayısı değeri tüm denklemler içinde en düşüğü olan %19,6'dır. Diğer tüm belirleyicilerin istatistiki açıdan anlamı olduğu bu kompozisyonda, yine UVB/TA bağımlı değişkenine ilişkin anlamlılık bulunamamıştır.

Firma büyüklüğü değişkeni ile ele alınan altı kaldıraç değişkeni içinden KVB/TA bağımlı değişkeni dışındaki beşinde tahminlenen katsayının işareti pozitifdir. Bu beş değerden TB/OS, UVB/TA ve UVB/OS bağımlı değişkenleri ile regresyona tabi tutulmuş firma büyüklüğü değişkeni, istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermiştir.

Borç dışı vergi kalkanı bağımsız değişkeninin katsayılarının yönü ise kurulan altı denklemin beşinde negatiftir. Ancak bu denklemlerden sadece KVB/TA bağımlı değişkeni ile kurulanında istatistiksel açıdan anlamlı sonuç söz konusudur.

Bu yıla ilişkin kârlılık bağımsız değişkenine bakıldığında, kurulan denklemlerin tamamında negatif yönlü ilişkiler ortaya çıkmaktadır. Aynı

Tablo 3.3: 2000 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2	F
			1	2	3	4	5	6		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β	0,664	-0,424	7,45E-11	-0,363	-0,306	0,087	0,34	(12,399)*
		t	(18,225)*	(-4,886)*	1,127	-1,073	(-6,26)*	(2,094)*		
		VIF		1,328	1,042	1,292	1,098	1,073		
2	TB/OS	β	2,768	-3,855	7,64E-10	-2,474	-4,481	0,874	0,66	(44,045)*
		t	(11,831)*	(-6,889)*	(1,798)**	-1,124	(-14,282)*	(3,171)*		
		VIF		1,328	1,042	1,292	1,098	1,073		
3	KVB/TA	β	0,58	-0,454	-7,74E-12	-0,534	-1,43	0,041	0,307	(10,831)*
		t	(17,02)*	(-5,57)*	-0,125	(-1,664)**	(-3,126)*	1,056		
		VIF		1,328	1,042	1,292	1,098	1,073		
4	KVB/OS	β	2,23	-3,207	3,40E-10	-2,289	-2,786	0,588	0,59	(32,875)*
		t	(12,01)*	(-7,221)*	1,01	-1,311	(-11,19)*	(2,776)*		
		VIF		1,328	1,042	1,292	1,098	1,073		
5	UVB/TA	β	0,83	0,31	8,22E-11	0,166	-0,163	0,046	0,196	(6,391)*
		t	(3,845)*	0,589	(2,086)*	0,815	(-5,59)*	(1,854)**		
		VIF		1,328	1,042	1,292	1,098	1,073		
6	UVB/OS	β	0,538	-0,648	4,23E-10	-0,185	-1,695	0,259	0,567	(30,085)*
		t	(5,595)*	(-2,817)*	(2,424)*	-0,205	(-13,135)*	-2,355		
		VIF		1,328	1,042	1,292	1,098	1,073		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

zamanda denklemlerin tamamında kârlılık değişkeni parametresi istatistiksel açıdan %5 düzeyinde anlamlılık da içermektedir.

Bağımsız değişken olarak büyüme fırsatları değişkeni ele alındığında ise kurulan altı denklemin tamamında değişkenler arasındaki ilişkinin yönü pozitif olarak görülürken, istatistiki anlamlılık TB/TA, TB/OS, KVB/OS, UVB/TA bağımlı değişkenleri ile kurulan eşitliklerde söz konusudur.

Tablo 3.3'deki sonuçların karşılaştırmalı değerlendirilmesi sonucu anlamlılıkları yüksek değişkenlerin tekrar analize tabi tutulması ile Tablo 3.4'deki sonuçlara ulaşılmıştır. Bu yıl için net sabit varlıklar, firma büyüklüğü, kârlılık ve büyüme fırsatları faktörlerinin kaldıraç değerleri üzerinde etkili oldukları söylenebilir. Anlamlı değişkenlerle yapılan analizde \bar{R}^2 değerlerinde çok düşük değişimler gözlemlenirken, modellerin F istatistiklerinin anlamlılığının oldukça yükseldiği de görülmektedir.

Bu analizlerde net sabit varlıklar değişkeninin, UVB/TA bağımlı değişkeninin dışında diğer tüm değişkenlerle kurulan modellerde negatif yönlü ve anlamlı sonuçları söz konusudur. Elde edilen sonuçlar çerçevesinde, 2000 yılı için toplam aktiflerinin içindeki net sabit varlıkları yüksek olan firmaların daha az borçlanma yolu ile yatırımlarını gerçekleştirdikleri ifade edilebilir.

Firma büyüklüğü değişkeni ile kaldıraç arasında sadece uzun vadeli borcun anlamlı ilişkisi mevcuttur. Uzun vadeli borcun hem toplam aktiflere hem de öz sermayeye oranlanması ile elde edilen değişkenlerin firma büyüklüğü değişkeni ile pozitif yönlü ve anlamlı sonuçları mevcuttur. Bu pozisyona ilişkin büyük firmaların yatırım finansmanı tercihlerinde uzun vadeli borç kullanımını küçük firmalara nazaran daha çok kullandıkları şeklinde yorum yapılabilir.

Bu ikinci analiz sonucu kârlılık değişkeni ile UVB/OS bağımlı değişkeni dışındakilerle yapılan regresyonlarda negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar yine söz konusudur. UVB/OS değişkeni de negatif yönlü sonuçlar vermesine karşın istatistiki açıdan anlamlı değildir. Bu durumda, kârlı firmaların finansman tercihlerinde daha az borç kullanımı yoluna gittikleri ifade edilebilir.

2000 yılı için yapılan ikinci analiz sonucu büyüme fırsatları değişkeni ile KVB/TA ve UVB/TA bağımlı değişkenleri dışında diğer tüm değişkenlerle yapılan analizlerde de değişkenler arasında pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlara

Tablo 3.4: 2000 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regresyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN		BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2	F
		1	2	3	5	6			
1	TB/TA	β	0,653	-0,467		-0,298	0,097	0,341	(23,295)*
		t	(19,427)*	(-6,155)*		(-6,251)*	(2,356)*		
		VIF		1,099		1,047	1,044		
2	TB/OS	β	2,713	-4,173		-4,375	0,93	0,653	(84,551)*
		t	(12,422)*	(-8,471)*		(-14,139)*	(3,493)*		
		VIF		1,009		1,047	1,044		
3	KVB/TA	β	0,585	-0,52		-0,131		0,301	(29,679)*
		t	(22,698)*	(-7,279)*		(-2,992)*			
		VIF		1,005		1,005			
4	KVB/OS	β	2,161	-3,513		-2,735	0,652	0,588	(64,159)*
		t	(12,558)*	(-9,05)*		(-11,217)*	(3,108)*		
		VIF		1,09		1,047	1,044		
5	UVB/TA	β	0,129		8,52E-11	-0,157		0,185	(16,078)*
		t	(15,888)*		(2,16)*	-5,536			
		VIF			1,03	1,03			
6	UVB/OS	β	0,532	-0,683	4,28E-10	-1,691	0,264	0,574	(45,732)*
		t	(5,997)*	(-3,424)*	(2,474)*	(-13,335)*	(2,453)*		
		VIF		1,011	1,036	1,075	1,047		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

ulaşmıştır. Böylelikle, büyüme alternatifleri fazla olan firmaların daha çok borç kullanımına eğilimli oldukları ifade edilebilir.

Tüm analiz sonuçları için varyans enflasyon faktörü değerleri 1 civarındadır ve bu durum bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

3.3.2. 2001 Yılı Verileri ile Analizler

2001 yılına ilişkin yapılan regresyon analizlerinin toplu sonuçları tablo 3.5'de belirtilmiştir. Tablodan da görülebileceği gibi net sabit varlıklar değişkeni ile kaldıraç değişkenlerinin dördü arasında negatif yönlü, üçü için istatistiksel anlamın olduğu, diğerleri için ise pozitif yönlü ilişkiler söz konusudur. Bu pozitif yönlü ilişkilerin uzun vadeli borç değerleri ile oluşturulan kaldıraç değişkenlerinin

kullanıldığı denklemlerde çıktığı, ancak istatistiksel anlamlılıklarının bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

İşletme büyüklüğü değişkeni ele alındığında, kaldıraç değişkenlerinin beşi ile pozitif yönlü sonuçlar mevcut iken, hiçbir sonucun istatistiki açıdan anlamının bulunmadığı gözlemlenmiştir.

Borç dışı vergi kalkanı değişkeninin ise analize tabi tutulduğu kaldıraç değişkenlerinin dördü ile negatif yönlü ilişkisi söz konusudur. Bu dört kaldıraç değişkeni içinden KVB/TA değişkeni ile ilişkiler istatistiki olarak anlamlı iken UVB/TA değişkeni ile kurulmuş modele ilişkin yön pozitifdir ve istatistiki anlam burada da söz konusudur.

Büyüme fırsatları değişkeni bu yılda altı kaldıraç değişkeninin üçünde negatif yönlü, üçünde de pozitif yönlü ilişki sergilemiştir. Ancak hiçbir katsayıya ilişkin istatistiki anlamlılık söz konusu değildir.

2001 yılına ilişkin bu saptamalar içinden anlamlı olan katsayılarla ifade edilmiş değişkenler kendi aralarında tekrar regresyon analizine tabi tutulmuş ve elde edilen sonuçlar Tablo 3.6'da ifade edilmiştir.

Bu ikinci analizde \bar{R}^2 değerlerinde önemli bir değişime rastlanmazken, F istatistiği değerleri ilk analizdeki değerlerin oldukça üstünde ve istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermişlerdir. Bu analizde 2001 yılına ilişkin, kaldıraç değişkenleri ile net sabit varlıklar, borç dışı vergi kalkanı ve kârlılık değişkenleri arasında anlamlı ilişkilere rastlanmaktadır.

Net sabit varlıklar değişkeni, toplam borç ve kısa vadeli borç kalemlerinin kullanımı ile ortaya konan bağımlı değişkenlerin tamamı ile negatif yönlü ilişki sergilemiştir ve sadece TB/OS bağımlı değişkeni ile ilişkisinde istatistiki anlam söz konusu değildir. Bu sonuç, aktifleri içindeki sabit kısımları yüksek olan firmaların bu yılda daha az borçlanma yoluna gittiklerini ve aynı zamanda uzun vadeli borç kullanımlarına ilişkin anlamlı değişimin söz konusu olmadığını göstermektedir.

Borç dışı vergi kalkanı değişkeni KVB/TA bağımlı değişkeni ile pozitif yönlü ilişki içinde olmasına rağmen istatistiki açıdan anlamlı değildir. Ancak borç dışı vergi kalkanı değişkeni, UVB/TA değişkeni ile pozitif yönlü ve istatistiki yönden de anlamlı sonuçlar vermiştir.

Tablo 3.5: 2001 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2	F
			1	2	3	4	5	6		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β	0,786	-0,375	1,94E-11	-0,657	-0,002	-0,038	0,109	(3,712)*
		t	(12,024)*	(-2,725)*	0,258	-1,243	-0,663	-0,559		
		VIF		1,241	1,018	1,329	1,008	1,098		
2	TB/OS	β	1,987	-2,393	6,41E-10	-2,532	-3,14	0,842	0,989	(2024,618)*
		t	(3,628)*	(-2,073)*	1,015	-0,571	(-109,736)*	1,456		
		VIF		1,241	1,018	1,329	1,008	1,098		
3	KVB/TA	β	0,711	-0,457	-2,83E-11	-1,234	-0,003	-0,035	0,279	(9,565)*
		t	(13,43)*	(-4,1)*	-0,464	(-2,88)*	-0,948	-0,625		
		VIF		1,241	1,018	1,329	1,008	1,098		
4	KVB/OS	β	2,021	-2,568	3,61E-10	-6,462	-2,839	0,719	0,989	(2014,214)*
		t	(4,067)*	-2,453	0,631	-1,608	(-109,398)*	1,371		
		VIF		1,241	1,018	1,329	1,008	1,098		
5	UVB/TA	β	0,074	0,082	4,70E-11	0,577	0	-3,62E-03	0,047	(2,102)**
		t	(2,245)*	1,179	1,248	(2,15)*	0,209	-0,103		
		VIF		1,241	1,018	1,329	1,008	1,098		
6	UVB/OS	β	-0,33	0,175	2,79E-10	3,93	-0,301	0,123	0,734	(62,126)*
		t	-0,111	0,276	0,807	1,617	(-19,148)*	0,388		
		VIF		1,241	1,018	1,329	1,008	1,098		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Tablo 3.6: 2001 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regresyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN		BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER				\bar{R}^2 F		
		1	2	4	5			
1	TB/TA	β	0,744	-0,437			0,121	(10,154)*
		t	-16,886	(-3,557)*				
		VIF		1				
2	TB/OS	β	2,508	-2,703		-3,143	0,989	(5988,549)*
		t	(6,711)*	-2,587		(-109,39)*		
		VIF		1,003		1,003		
3	KVB/TA	β	0,685	-0,458	-1,185		0,287	(18,82)*
		t	(18,152)*	(-4,161)*	-2,874			
		VIF		1,219	1,246			
4	KVB/OS	β	2,324	-3,351		-2,844	0,989	(5864,882)*
		t	(6,802)*	(-3,509)*		(-108,284)*		
		VIF		1,003		1,003		
5	UVB/TA	β	0,097		0,689		0,056	(8,829)*
		t	(5,203)*		(2,971)*			
		VIF			1			
6	UVB/OS	β	0,389			-0,3	0,735	(369,487)*
		t	(4,048)*			(-19,222)*		
		VIF				1		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Kârlılık değişkeni, özsermaye değeri yardımı ile oluşturulan kaldıraç değişkenlerinin tamamı ile negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermiştir. Ayrıca bu sonuçların alındığı modellere ilişkin \bar{R}^2 ve F istatistiği değerleri de oldukça anlamlı ilişkilere işaret etmektedir. Elde edilen bu sonuç ile, kârlı firmaların finansman tercihlerini yoğunlukla borçlanmadan yana gerçekleştirmedikleri ifade edilebilir.

Tüm analiz sonuçlarında elde edilen değişken katsayıları için varyans enflasyon faktörü değerleri 1 veya 1'e çok yakın seviyelerdedir ve bu durum, bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

3.3.3. 2002 Yılı Verileri ile Analizler

Tablo 3.7'den de görülebileceği gibi, 2002 yılına ilişkin oluşturulan kaldıraç değişkenlerinden beşi ile net sabit varlıklar değişkeni arasında negatif yönlü ilişki mevcuttur. UVB/OS kaldıraç değişkeni ile kurulan modele ilişkin ise pozitif yönlü, ancak istatistiki açıdan anlamsız sonuçlar elde edilmiştir.

Firma büyüklüğü değişkenine ilişkin oluşturulmuş altı farklı kaldıraç değişkeni ile kurulan regresyon denklemlerinde değişkenler arasındaki ilişkinin yönü pozitif olmasına karşın, hiçbirisi istatistiki açıdan anlamlı değildir.

Borç dışı vergi kalkanı bağımsız değişkeni ise beş kaldıraç değişkeni ile pozitif yönlü ilişki sergilerken, UVB/TA olarak ifade edilen kaldıraç değişkeni ile ise negatif yönlü ilişki ortaya koymuştur. Sadece KVB/OS bağımlı değişkeni ile kurulan modele ilişkin analizde, borç dışı vergi kalkanı değişkeninin istatistiki açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kârlılık değişkeni ele alındığında, toplam aktifler kalemi ele alınarak ortaya konulan kaldıraç değişkenleri ile yapılan modellemeler sonucu pozitif yönlü, ancak istatistiki yönden anlamsız sonuçlara ulaşılırken, öz sermaye kalemi ile oluşturulan kaldıraç değişkenleri ile negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Büyüme fırsatları bağımsız değişkeninde ise bu yılda toplam aktifler kalemi ele alınarak ortaya konulan kaldıraç değişkenleri ile yapılan modellemelerde negatif yönlü sonuçlara ulaşılırken, öz sermaye kalemi ile oluşturulan kaldıraç değişkenleri ile de pozitif yönlü sonuçlar elde edilmiştir. İstatistiki yönden anlamlılık, toplam aktifler kalemi kullanılarak elde edilmiş TB/TA ve UVB/TA bağımlı değişkenleri ile yapılan modellemelerde mevcuttur.

Tablo 3.7'deki en etkin bağımlı ve bağımsız değişkenler göz önünde bulundurularak ele alınan modeller basamaklı regresyon analizine tabi tutulduğunda Tablo 3.8'deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Bu ikinci analizde beklenildiği gibi \bar{R}^2 değerlerinde önemli bir değişime rastlanmazken, F istatistiği değerleri ilk analizdeki değerlerin üzerinde ve istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermişlerdir. Bu analizde 2001 yılına ilişkin, kaldıraç değerleri ile net sabit varlıklar, borç dışı vergi kalkanı, kârlılık ve büyüme fırsatları değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler söz konusudur.

Tablo 3.7: 2002 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2 F	
			1 Sabit	2 MDV/TA	3 TA	4 YA/TA	5 NK/OS	6 % Δ TA		
1	TB/TA	β	0,758	-0,495	8,84E-11	0,022	0,058	-0,125	0,06	(2,409)*
		t	(10,285)*	(-2,779)*	1,283	0,766	1,56	(-1,696)**		
		VIF		1,022	1,293	1,007	1,024	1,296		
2	TB/OS	β	1,511	-2,092	6,87E-10	0,296	-3,848	1,012	0,436	(18,152)*
		t	2,012	-1,154	0,978	1,004	(-10,087)*	1,35		
		VIF		1,022	1,293	1,007	1,024	1,296		
3	KVB/TA	β	0,559	-0,475	1,18E-11	0,033	0,033	-3,56E-03	0,168	(5,481)*
		t	(13,945)*	(-4,912)*	0,314	(2,083)*	1,635	-0,089		
		VIF		1,022	1,293	1,007	1,024	1,296		
4	KVB/OS	β	1,545	-2,356	4,36E-10	0,295	-2,505	0,554	0,458	(19,727)*
		t	(3,281)*	(-2,072)*	0,992	1,592	(-10,471)*	1,179		
		VIF		1,022	1,293	1,007	1,024	1,296		
5	UVB/TA	β	0,199	-0,019	7,66E-11	-0,011	0,025	-0,121	0,006	1,134
		t	(3,14)*	-0,154	1,567	-0,517	0,946	(-2,324)*		
		VIF		1,022	1,293	1,007	1,024	1,296		
6	UVB/OS	β	-0,034	0,264	2,50E-10	0,002	-1,343	0,458	0,319	(11,375)*
		t	-0,101	0,324	0,795	0,013	(-7,849)*	1,361		
		VIF		1,022	1,293	1,007	1,024	1,296		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Tablo 3.8: 2002 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN		BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						
		1	2	4	5	6	\bar{R}^2	F
1	TB/TA	β t VIF	0,747 (11,281)*	-0,516 (-2,923)* 1				0,054 (8,542)*
2	TB/OS	β t VIF	0,851 (0,093)*			-3,822 (-10,164)* 1,001	1,374 (2,091)* 1,001	0,44 (53,198)*
3	KVB/TA	β t VIF	0,573 (1,036)*	-0,496 (-5,204)* 1,002	0,032 2,054 1,002			0,176 (15,222)*
4	KVB/OS	β t VIF	1,923 (4,402)*	-2,379 -2,074 1,018		-2,513 (-10,423)* 1,018		0,446 (54,557)*
6	UVB/OS	β t VIF	0,303 (2,212)*			-1,349 (-7,991)* 1		0,321 (63,855)*

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Net sabit varlıklar değişkeni ile TB/TA, KVB/TA ve KVB/OS bağımlı değişkenleri arasında negatif yönlü ilişki söz konusudur ve toplam aktifler kalemi ile oluşturulan kaldıraç değerleri ile istatistiki anlam mevcut değildir. Elde edilen bu sonuç çerçevesinde, aktifleri içindeki sabit kısımları yüksek firmaların daha iyi borçlanma kabiliyetleri ile bu tabloda yer aldıkları ifade edilebilir.

Borç dışı vergi kalkanı bağımsız değişkeni ile sadece KVB/TA bağımlı değişken arasında pozitif yönlü, ancak istatistiki açıdan anlamı olmayan bir ilişkiden bahsedilebilir.

Kârlılık değişkeni, öz sermaye kalemleri kullanımıyla elde edilmiş TB/OS, KVB/OS ve UVB/OS kaldıraç değerleri ile negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar vermiştir. Kârlı firmaların daha az borçlanma yolu ile finansman tercihlerinden bu yıl içinde bahsedilebilir.

Büyüme fırsatları değişkenine bakıldığında ise sadece TB/OS kaldıraç değişkeni ile pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı bir ilişkinin söz konusu olduğu görülmektedir. Bu sonuç ile büyüme fırsatları yüksek firmaların toplam borçlarındaki yükselmenin anlamlı olduğu ifade edilebilir.

2002 yılına ilişkin tüm analiz sonuçlarında elde edilen değişken katsayıları için varyans enflasyon faktörü değerleri 1 veya 1'e çok yakın seviyelerdedir ve bu durum bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

3.3.4. 2003 Yılı Verileri ile Analizler

2003 yılına ilişkin regresyon analizleri sonuçları Tablo 3.9'da görülebilir. Net sabit varlıklar değişkeninin, toplam aktifler verisi ile oluşturulan kaldıraç değerleriyle negatif yönlü ilişki içindeyken, öz sermaye kalemi yardımı ile oluşturulan kaldıraç değişkenleriyle pozitif yönlü ilişki içinde bulunduğu görülmektedir. Negatif yönlü ilişki ortaya koyduğu TB/TA ve KVB/TA kaldıraç değişkenleriyle istatistiki açıdan pozitif sonuçlar söz konusu iken kurulan diğer analiz denklemlerinde istatistiki açıdan anlamlılığa rastlanamamıştır.

2003 yılına ilişkin firma büyüklüğü değişkeni ile yapılan analizlerde bu değişkenin kısa vadeli borçların toplam aktiflere ve öz sermayeye oranlanmasıyla elde edilen kaldıraç değerleriyle ilişkisi negatif yönlü, diğer kabul edilen kaldıraç değişkenleriyle ilişkisi ise pozitif yönlü olarak saptanmıştır. Bu değişkene ilişkin sadece UVB/TA ile ifade edilen kaldıraç değişkeni ile ilişki istatistiki açıdan anlamlıdır.

Yapılan analizlerde borç dışı vergi kalkını bağımsız değişkeninin kaldıraç ile ilişkisi tüm kurulan regresyon modellerinde pozitif yönlü, ancak istatistiki açıdan anlamsız olarak sonuçlar vermiştir.

Kârlılık değişkenine ilişkin saptamalar ele alındığında yine net sabit varlıklar değişkenindeki gibi toplam aktifler verileriyle elde edilmiş kaldıraç değerleri arasındaki ilişki negatif yönlü, öz sermaye verileriyle elde edilmiş kaldıraç değerleriyle ilişki ise pozitif yönlü olarak ortaya çıkmaktadır. Tüm modellerde kârlılık değişkenine ilişkin katsayıların anlamlılığı istatistiki açıdan olumludur.

Tablo 3.9: 2003 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2	F
			1	2	3	4	5	6		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β	0,612	-0,428	1,82E-11	0,012	-0,138	-0,021	0,153	(5,004)*
		t	(12,51)*	(-4,398)*	0,778	0,501	(-2,818)*	(-2,031)*		
		VIF		1,054	1,036	1,025	2,542	2,528		
2	TB/OS	β	2,308	3,656	2,43E-11	0,053	12,603	-4,236	0,894	(187,563)*
		t	1,593	1,267	0,035	0,077	(8,702)*	(-13,497)*		
		VIF		1,054	1,036	1,025	2,542	2,528		
3	KVB/TA	β	0,475	-0,376	-2,44E-12	0,019	-0,078	-9,22E-03	0,136	(4,486)*
		t	(11,265)*	(-4,481)*	-0,121	0,963	(-1,861)**	-1,01		
		VIF		1,054	1,036	1,025	2,542	2,528		
4	KVB/OS	β	1,74	3,219	-1,28E-11	0,055	10,176	-3,464	0,893	(186,66)*
		t	1,471	1,367	-0,023	0,097	(8,607)*	(-13,521)*		
		VIF		1,054	1,036	1,025	2,542	2,528		
5	UVB/TA	β	0,137	-0,052	2,06E-11	-0,008	-0,059	-0,012	0,049	(2,141)**
		t	(6,241)*	-1,191	(1,971)**	-0,735	(-2,709)*	(-2,591)*		
		VIF		1,054	1,036	1,025	2,542	2,528		
6	UVB/OS	β	0,569	0,438	3,71E-11	-0,002	2,427	-0,772	0,885	(172,227)*
		t	(2,024)*	0,783	0,276	-0,011	(8,647)*	(-12,693)*		
		VIF		1,054	1,036	1,025	2,542	2,528		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

2003 yılına ilişkin büyüme fırsatları değişkeni ile kaldıraç değişkenleri arasındaki ilişkinin yönü negatif olarak saptanmış ve KVB/TA olarak ifade edilen kaldıraç değişkeni ile uygulanan regresyon modeli dışında tüm modellerde değişkenin katsayısı istatistiki açıdan anlamlıdır.

Tablo 3.9'da anlamlılığı yüksek değerler içinden, etkinliği belirli olanlar arasında yapılan ilave regresyonlar sonucu, kaldıraç değerleriyle net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları değişkenleri arasında ilişkiler saptanmıştır. Etkinliği yüksek değişkenlerle yapılan bu destekleyici analizde, \bar{R}^2 değerlerinde önemli değişiklikler bulunmamasına karşın F istatistikleri güçlenmiş, ancak KVB/TA değişkenine ilişkin modelin F istatistik değeri yükseldiği noktada istatistiki açıdan anlamını yitirmiştir. Bu ilişkiler ve değerlerine ilişkin detaylar Tablo 3.10'da da görülmektedir.

Tablo 3.10'da da görüldüğü gibi net sabit varlıklar değişkeni ile TB/TA ve KVB/TA ile tabloda gösterilmiş toplam aktifler verileri kullanılarak elde edilmiş kaldıraç oranlarını ifade eden bağımlı değişkenler arasında negatif yönlü ilişki söz konusu iken, TB/TA ile ifade edilen kaldıraç değişkeni bu faktörle istatistiki olarak anlamlı ilişki ortaya koymuştur. KVB/TA değişkeni ile kurulan modelde ise F istatistiği istatistiki açıdan anlamsızdır. Net sabit varlıkları yüksek firmaların toplam borçlarındaki azalış eğiliminden bahsedilebilir.

Bu destekleyici regresyonlar sonucu kârlılık değişkenine bakıldığında, öz sermaye verileri kullanılarak ortaya konmuş kaldıraç değişkenleriyle pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu yıl için kârlı firmaların borcun vergi kalkanından yararlanmak ve borç kullanımının piyasalarda olumlu sinyal olarak algılanabileceği fikirlerinden hareketle borçlanma eğilimlerini arttırdıkları ifade edilebilir.

Büyüme fırsatları değişkeninin yapılan analizler sonucu aldığı katsayılar bakıldığında ise yine kârlılık değişkeninde olduğu gibi öz sermaye verileriyle elde edilmiş kaldıraç değerleri ele alınarak oluşturulan bağımlı değişkenlerle ilişkisi ortaya çıkmaktadır. Burada bu ilişki yine istatistiki açıdan anlamlı, ancak negatif yönlüdür. Bu duruma ilişkin yüksek büyümenin oluşturabileceği iflas

Tablo 3.10: 2003 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN		BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER				\bar{R}^2	F
		1	2	5	6		
1	TB/TA	β t VIF	0,605 (12,916)*	-0,435 (-4,526)* 1			0,128 (20,487)*
2	TB/OS	β t VIF	4,01 (7,014)*		12,711 (9,029)* 2,443	-4,254 (-13,903)* 2,443	0,897 (571,393)*
3	KVB/TA	β t VIF	0,469 11,766	-0,377 -4,603 1			0,132 21,185
4	KVB/OS	β t VIF	3,227 (6,907)*		10,262 (8,921)* 2,443	-3,482 (-13,925)* 2,443	0,895 (567,299)*
6	UVB/OS	β t VIF	0,783 (7,092)*		2,449 (9,009)* 2,443	-0,772 (-13,071)* 2,443	0,888 (528,984)*

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

riskinden kaçınmak adına büyüyen firmaların diğer firmalara nazaran daha düşük borçlanma eğiliminde oldukları ifade edilebilir.

Tüm analiz sonuçlarında elde edilen değişken katsayıları için varyans enflasyon faktörü değerleri net sabit varlıklar değişkeni için 1, diğer bağımsız değişkenler için 2,443 olarak saptanmıştır. Bu durum da bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

3.3.5. 2004 Yılı Verileri ile Analizler

2004 yılına ilişkin, söz konusu bağımsız değişkenler ile kaldıraç değişkenleri arasında yapılan anlamlılık araştırmalarına ilişkin detaylı sonuçlar Tablo 3.11’de ifade edilmiştir.

Bu yıla ilişkin tüm kaldıraç değişkenleri ile analize konu bağımsız değişkenler arasında negatif yönlü ilişki söz konusudur, ancak sadece UVB/TA

değişkeninin bağımlı değişken olarak kabul edildiği modelde faktörün istatistiki açıdan anlamı söz konusu değildir.

Regresyona tabi tutulan modellerde firma büyüklüğü değişkeni kaldıraç değişkenleriyle negatif yönlü ilişkiyi ortaya koyarken, katsayıların istatistiki olarak anlamı söz konusu değildir.

Borç dışı vergi kalkanı değişkeninin regresyonlar sonucu altı kaldıraç faktöründen beşi ile arasındaki ilişkinin yönü negatif, sadece UVB/OS ile ifade edilen kaldıraç değişkeni ile arasındaki ilişkinin yönü pozitif olarak saptanmıştır. Regresyon modellerinden KVB/TA ile TB/TA bağımlı değişkenleriyle kurulanlarında borç dışı vergi kalkanı değişkeninin katsayıları istatistiki açıdan anlamlı çıkmıştır.

Kârlılık değişkeninin, toplam aktiflerin kullanıldığı kaldıraçlarla oluşturulan bağımlı değişkenlerle arasındaki ilişkinin yönü negatif olarak ortaya çıkarken, öz sermaye verileriyle oluşturulan kaldıracı ifade eden bağımlı değişkenlerle olan ilişkisi ise pozitif yönlü olarak ortaya çıkmaktadır. Yapılan analizde yalnızca KVB/TA bağımlı değişkeniyle kurulan modele ilişkin kârlılık faktörünün katsayısı istatistiki açıdan anlamsızdır.

Büyüme fırsatları bağımsız değişkeninin kaldıraç oranlarıyla ilişkisi ele alınan altı modelden beşinde negatif yönlü, birinde ise pozitif yönlü gerçekleşmiştir. Pozitif yönlü ilişki KVB/TA bağımlı değişkeniyle kurulan modelde söz konusudur ve bu değer aynı zamanda istatistiki açıdan anlamsızdır. TB/TA bağımlı değişkeniyle oluşturulmuş modelde de negatif yönde bir ilişki söz konusu, ancak istatistiki açıdan anlamsızlık da söz konusudur.

Tablo 3.11'deki sonuçlar karşılaştırmalı olarak değerlendirildiğinde anlamlılıkları yüksek değişkenler tekrar analize tabi tutulmuş ve analiz sonuçları Tablo 3.12'de gösterilmiştir. Anlamlı değişkenlerle yapılan analizde \bar{R}^2 değerlerinde çok düşük değişimler gözlemlenirken, modellerin F istatistiklerinin anlamlılığının oldukça arttığı, ancak UVB/TA bağımlı değişkeniyle oluşturulmuş modele ilişkin F istatistiği değerinin istatistiki açıdan anlamını yitirmiş olduğu görülmektedir.

Tablo 3.11: 2004 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2 F	
			1	2	3	4	5	6		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β	0,621	-0,352	-2,01E-12	-1,035	-0,01	-0,038	0,159	(5,191)*
		t	(10,384)*	(-3,185)*	-0,108	(-1,78)**	(-3,515)*	-0,39		
		VIF		1,25	1,016	1,27	1,054	1,169		
2	TB/OS	β	5,17	-4,494	-2,60E-10	-2,619	7,346	-8,012	0,995	(4411,192)*
		t	(5,475)*	(-2,835)*	-0,884	-0,285	(158,796)*	(-5,234)*		
		VIF		1,25	1,016	1,27	1,054	1,169		
3	KVB/TA	β	0,48	-0,325	-5,44E-12	-1,026	-0,004	0,068	0,173	(5,637)*
		t	(9,666)*	(-3,537)*	-0,351	(-2,123)*	-1,525	0,842		
		VIF		1,25	1,016	1,27	1,054	1,169		
4	KVB/OS	β	3,084	-3,094	-1,08E-10	-3,345	3,099	-3,5	0,991	(2490,006)*
		t	(5,81)*	(-3,153)*	-0,654	-0,648	(119,146)*	(-4,068)*		
		VIF		1,25	1,016	1,27	1,054	1,169		
5	UVB/TA	β	0,141	-0,027	3,43E-12	-0,009	-0,007	-0,106	0,161	(5,242)*
		t	(4,947)*	-0,518	0,387	-0,033	(-4,724)*	(-2,289)*		
		VIF		1,25	1,016	1,27	1,054	1,169		
6	UVB/OS	β	2,085	-1,855	-1,52E-10	0,727	4,247	-4,511	0,996	(5295,884)*
		t	(4,189)*	(-2,016)*	-0,979	0,15	(174,148)*	(-5,59)*		
		VIF		1,25	1,016	1,27	1,054	1,169		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Tablo 3.12: 2004 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regresyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2	F
			1	2	4	5	6			
			Sabit	MDV/TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA			
1	TB/TA	β t VIF	0,587 (12,795)*	-0,417 (-4,207)* 1,002		-0,009 (-3,267)* 1,002		0,159	(13,58)*	
2	TB/OS	β t VIF	5,001 5,581	-5,128 (-3,122)* 1,109		7,347 (162,126)* 1,014	-7,962 (-5,317)* 1,122	0,995	(8839,621)*	
3	KVB/TA	β t VIF	0,501 (12,762)*	-0,347 (-3,9)* 1,179	-0,965 (-2,077)* 1,179			0,176	(15,228)*	
4	KVB/OS	β t VIF	2,946 (5,854)*	-3,314 (-3,593)* 1,109		3,101 (121,872)* 1,014	-3,409 (-4,053)* 1,122	0,991	(5001,055)*	
5	UVB/TA	β t VIF	0,128 (10,588)*			-0,007 (-4,856)* 1,014	-0,094 (-2,218)* 1,014	0,181	15,727	
6	UVB/OS	β t VIF	2,055 (4,355)*	-1,814 (-2,097)* 1,109		4,246 (177,844)* 1,014	-4,554 (-5,772)* 1,122	0,996	(10628,733)*	

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

2004 yılına ilişkin yapılan bu ikinci regresyon analizleri sonucu net sabit varlıklar değişkeninin TB/TA, TB/OS, KVB/TA KVB/OS ve UVB/OS kaldıraç değişkenlerinden oluşan bağımlı değişkenlerle kurulmuş modellerde negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçları mevcuttur. Aktifleri içindeki net sabit değerler oranının yüksek olduğu firmalarda daha az borçlanma yolu ile finansman tercihinden bu yıl için de bahsedilebilir.

Borç dışı vergi kalkanı değişkeniyle ilişkili negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuç, KVB/TA kaldıraç değişkeniyle kurulmuş modelde mevcuttur. Firmalar adına borç faizi dışı vergi matrahını azaltıcı unsurları yoğun olanlara ilişkin kısa vadeli borçlanma eğilimlerinde azalıştan bahsedilebilir.

Kârlılık değişkeni ele alındığında ise toplam aktifler kalemi ile oluşturulmuş TB/TA ve UVB/TA kaldıraç değişkenleriyle kurulumuş modellerde

negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar elde edilirken, öz sermaye kalemiyle oluşturulmuş TB/OS, KVB/OS ve UVB/OS kaldıraç ifadelerini gösteren bağımlı değişkenlerle kurulmuş modellerde pozitif yönlü ve yine istatistiki açıdan anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Kârlı firmaların daha düşük borçlanma eğiliminde oldukları ifade edilebilir.

Firma büyüklüğü değişkeni ise TB/OS, KVB/OS, UVB/TA ve UVB/OS ifadeleriyle belirtilen kaldıraç bağımlı değişkenleriyle negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar vermiştir. Bu yıl için durum, 2003 yılı için elde edilen aynı faktöre ilişkin değerlerle benzeşerek, yüksek büyümenin oluşturabileceği iflas riskinden kaçınmak adına büyüyen firmaların diğer firmalara nazaran daha düşük borçlanma eğiliminde oldukları sonucu burada da ifade edilebilir.

2004 yılına ilişkin tüm analiz sonuçlarında elde edilen değişken katsayıları için varyans enflasyon faktörü değerleri 1'e çok yakın seviyelerdedir ve bu durum bu yıl için de bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

3.3.6. 2005 Yılı Verileri ile Analizler

2005 yılı verileriyle regresyona tabi tutulan modellere ilişkin analizlerin detaylı sonuçları Tablo 3.13'de gösterilmiştir.

Söz konusu yıla ilişkin net sabit varlıklar bağımsız değişkeni ele alındığında, TB/TA, KVB/TA ve UVB/OS olarak ifade edilen kaldıraç değerlerinden oluşan bağımlı değişkenlerle kurulmuş modellere ilişkin değişkenler arasındaki ilişkinin yönü negatiftir ve tüm değişkenlerin katsayıları istatistiki açıdan anlamlıdır. TB/OS, KVB/OS ve UVB/TA değişkenlerine ilişkin kurulan modellerde bu faktörün yönü pozitif olarak saptanmış, ancak TB/OS bağımlı değişkenine ilişkin faktöre ait katsayı istatistiki olarak anlamsız çıkmıştır.

Firma büyüklüğü değişkeni ele alındığında, bağımlı değişkenin KVB/TA olarak belirlendiği modele ilişkin faktör katsayısı negatif yönlü olarak saptanmıştır. Diğer kaldıraç değişkenleriyle oluşturulan modellerde faktör katsayısı pozitif yönlü tespit edilmiş, ancak hiçbir modelde katsayıların istatistiki olarak anlamlı olduğu sonuçlara ulaşılamamıştır.

Tablo 3.13: 2005 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2 F	
			1	2	3	4	5	6		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β	0,52	-0,26	2,72E-12	-0,097	-0,045	0,072	0,82	(2,989)*
		t	(10,248)*	(-2,353)*	0,154	-0,539	(-3,472)*	1,116		
		VIF		1,025	1,006	1,061	1,019	1,074		
2	TB/OS	β	-3,387	6,759	3,55E-10	0,308	-7,852	5,301	0,606	(35,13)*
		t	-1,571	1,439	0,473	0,04	(-14,313)*	(1,936)*		
		VIF		1,025	1,006	1,061	1,019	1,074		
3	KVB/TA	β	0,453	-0,367	-3,64E-12	-0,081	-2,80E-05	0,04	0,075	(2,791)*
		t	(10,432)*	(-3,875)*	-0,241	-0,528	-0,003	0,729		
		VIF		1,025	1,006	1,061	1,019	1,074		
4	KVB/OS	β	-4,029	8,095	2,00E-10	0,68	-2,255	4,057	0,118	(3,979)*
		t	(-1,995)**	(1,803)**	0,279	0,093	(-4,298)*	1,549		
		VIF		1,025	1,006	1,061	1,019	1,074		
5	UVB/TA	β	0,066	0,107	6,36E-12	-0,016	-0,045	0,032	0,305	(10,748)*
		t	(2,872)*	(2,119)*	0,789	-0,189	(-7,603)*	1,077		
		VIF		1,025	1,006	1,061	1,019	1,074		
6	UVB/OS	β	0,642	-1,336	1,55E-10	-0,372	-5,597	1,243	0,978	(996,773)*
		t	(2,251)*	(-2,149)*	1,559	-0,368	(-77,062)*	(3,43)*		
		VIF		1,025	1,006	1,061	1,019	1,074		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Tablo 3.14: 2005 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER				\bar{R}^2	F
			1	2	5	6		
			Sabit	MDV/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β t VIF	0,531 (11,205)*	-0,273 (-2,518)* 1,004	-0,043 (-3,408)* 1,004		0,101 (8,448)*	
2	TB/OS	β t VIF	0,266 0,331		-7,778 (-14,266)* 1		0,604 (203,519)*	
3	KVB/TA	β t VIF	0,455 (11,294)*	-0,374 (-4,068)* 1			0,105 (16,546)*	
4	KVB/OS	β t VIF	-0,069 -0,09		-2,224 (-4,27)* 1		0,115 (18,235)*	
5	UVB/TA	β t VIF	0,076 (3,491)*	0,101 (2,044)* 1,004	-0,044 (-7,567)* 1,004		0,317 (31,872)*	
6	UVB/OS	β t VIF	0,725 (2,613)*	-1,39 (-2,256)* 1,01	-5,591 (-77,283)* 1,014	1,218 (3,456)* 1,017	0,978 (1998,174)*	

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Yapılan analizlerde borç dışı vergi kalkanı bağımsız değişkeni, TB/TA, KVB/TA, UVB/TA ve UVB/OS bağımlı değişkenleriyle negatif yönlü bir ilişki ortaya koyarken, TB/OS ve KVB/OS değişkenleriyle pozitif yönlü ilişki içinde karşımıza çıkmaktadır. Ancak kurulan altı modelin hiçbirisinde borç dışı vergi kalkanı bağımsız değişkenine ilişkin istatistiki açıdan anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır.

Ele alınan altı farklı kaldıraç değerinden oluşmuş bağımlı değişkenlerle kurulan modellerde kârlılık faktörünün kaldıraç oranlarıyla arasındaki ilişkinin yönünün negatif olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca KVB/TA bağımlı değişkeni dışında kabul edilen diğer tüm kaldıraç değişkenleriyle oluşturulmuş modellerde, kârlılık faktörünün katsayı değerleri istatistiki açıdan anlamlı tespit edilmiştir.

2005 yılı için büyüme fırsatları faktörünün tüm kaldıraç değişkenleriyle arasındaki ilişki pozitif yönlüdür. Ancak sadece TB/OS ve UVB/OS bağımlı değişkenleriyle kurulan modellerde katsayıları istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar vermiştir.

Tablo 3.13'deki en etkin bağımlı ve bağımsız değişkenler göz önünde bulundurularak ele alınan modeller tekrar regresyon analizine tabi tutulduğunda 2005 yılı için Tablo 3.14'deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Bu ikinci analizde \bar{R}^2 değerlerinde önemli bir değişime rastlanmazken, F istatistiği değerleri ilk analizdeki değerlerin oldukça üzerinde ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar vermiştir. Bu analizde 2005 yılına ilişkin, kaldıraç değişkenleri ile net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları değişkenleri arasında anlamlı ilişkiler söz konusudur.

Net sabit varlıklar değişkeni, kaldıraç ifadelerinden TB/TA, KVB/TA ve UVB/OS değişkenleri ile oluşturulan modellerde negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı katsayılarla yer almıştır. Değişkene ilişkin, UVB/TA kaldıraç değişkeni ile kurulan modelde ise pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı katsayı değeri ile karşılaşılmaktadır.

Kârlılık değişkenine ilişkin katsayı değerleri ise ikinci analizde TB/TA, TB/OS, KVB/OS, UVB/TA ve UVB/OS kaldıraç değişkenleri ile oluşturulan modellerde pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlarla elde edilmiştir. Bu yılda 2004 yılından farklı olarak kârlı firmaların 2000 - 2002 dönemlerindeki gibi daha az borçlanma eğilimi içinde oldukları ifade edilebilir.

Büyüme fırsatları değişkeni ise sadece UVB/OS bağımlı değişkeni ile çalıştırılan regresyon modelinde değişkenler arası pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı sonuç ile elde edilmiştir. Bu yıl için düşük de olsa büyüme alternatifi yüksek firmaların yatırım finansmanlarında daha fazla borçlanma eğiliminde oldukları yorumu yapılabilir.

2005 yılına ilişkin tüm analiz sonuçlarında elde edilen değişken katsayıları için varyans enflasyon faktörü değerleri 1'e çok yakın seviyelerdedir ve bu durum bu yıl için de bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

3.3.7. 2006 Yılı Verileri ile Analizler

Tablo 3.15'de 2006 yılına ilişkin oluşturulmuş, analizlerimize konu altı kaldıraç değişkeni ile beş faktöre ilişkin modellerin toplu regresyon analizi sonuçları görülmektedir. Bu yıla ilişkin net sabit varlıklar değişkeninin, dört kaldıraç değişkeni ile negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı katsayıları söz konusudur. Uzun vadeli borç kalemleri ile oluşturulan iki farklı kaldıraç değerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı denklemlerde, net sabit varlıklar kalemine ilişkin farklı yönlerde ve istatistiki açıdan anlamsız sonuçlara ulaşılmıştır.

Söz konusu yıla ilişkin firma büyüklüğü değişkeni modellemeler sonucunda kaldıraç değişkenleriyle arasında pozitif yönlü, ancak istatistiki açıdan anlamsız sonuçlara ulaşılmıştır. Borç dışı vergi kalkanının kaldıraçlarla ilişkisi bu yıl için farklı yönlerde ve istatistiki olarak anlamsız sonuçlarla yer almıştır. Kârlılık değişkenine bakıldığında ise öz sermaye kalemlerinin yardımıyla oluşturulmuş kaldıraç değişkenleriyle ilişkisinin negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı oluşu saptanmış iken, toplam aktifler kalemi yardımıyla oluşturulmuş kaldıraç değişkenleriyle ilişkisi pozitif yönlü, ancak istatistiki olarak anlamsız sonuçlarla karşımıza çıkmaktadır.

Büyüme fırsatları değişkeni ise bu yıl için yalnızca TB/TA bağımlı değişkeniyle negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamsız sonuçlar ortaya koymuşken, diğer tüm kaldıraçla değişkenleriyle ilişkisinde pozitif yönlü sonuçlar vermiştir. Bu pozitif yönlü ilişkilerden yalnızca TB/OS ve UVB/OS bağımlı değişkenleriyle kurulan regresyon modelleri sonucu elde edilen sonuçlar istatistiki açıdan anlamlı çıkmıştır.

Tablo 3.15'de detaylı sonuçlarıyla ortaya konulan değişkenlerin en etkin olanları arasında yeniden modelleme yapılarak regresyon analizleri uygulanmış ve Tablo 3.16'daki sonuçlara ulaşılmıştır. Tablo 3.16'daki sonuçlarda, \bar{R}^2 değerlerine ilişkin düşük değişikliklerin olduğu, ancak F istatistiği değerlerinde önemli güçlenmeler ile istatistiki açıdan anlamlılığın devam ettiği gözlemlenmiştir. Söz konusu tablodan da görüleceği gibi bu ilave regresyon analizleri sonucunda TB/OS, KVB/TA, KVB/OS ve UVB/OS kaldıraç değişkenleriyle net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları bağımsız değişkenleri arasında anlamlı sonuçlar ulaşılmıştır.

Tablo 3.15: 2006 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2 F	
			1	2	3	4	5	6		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β	0,516	-0,302	1,37E-11	0,898	0,058	-0,074	0,1	1,214
		t	(8,462)*	(-2,307)*	0,891	0,875	1,413	-0,662		
		VIF		1,308	1,063	1,312	1,022	1,149		
2	TB/OS	β	2,282	-2,639	1,35E-10	-3,227	-6,081	1,406	0,799	(88,95)*
		t	(5,587)*	(-3,008)*	1,309	-0,469	(-22,177)*	(1,867)**		
		VIF		1,308	1,063	1,312	1,022	1,149		
3	KVB/TA	β	0,452	-0,358	6,35E-13	0,079	0,023	0,026	0,066	(2,576)*
		t	(-9,566)*	(-3,53)*	0,053	0,1	0,714	-0,3		
		VIF		1,308	1,063	1,312	1,022	1,149		
4	KVB/OS	β	2,104	-2,392	8,66E-11	-5,096	-3,568	0,078	0,613	(36,106)*
		t	(5,463)*	(-2,89)*	0,893	-0,786	(-13,796)*	0,11		
		VIF		1,308	1,063	1,312	1,022	1,149		
5	UVB/TA	β	0,064	0,056	1,31E-11	0,818	0,05	0,048	0,026	1,602
		t	(1,842)**	0,758	1,496	1,406	1,514	-0,757		
		VIF		1,308	1,063	1,312	1,022	1,149		
6	UVB/OS	β	0,177	-0,247	4,81E-11	1,869	-2,513	1,328	0,769	(74,971)*
		t	0,978	-0,634	1,05	0,612	(-20,637)*	(3,969)*		
		VIF		1,308	1,063	1,312	1,022	1,149		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Tablo 3.16: 2006 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN		BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER					\bar{R}^2	F
		1	2	5	6			
2	TB/OS	β	2,241	-2,813	-6,07	1,696	0,8	(178,201)*
		t	(6,137)*	(-3,556)*	(-22,299)*	2,343		
		VIF		1,069	1,013	1,066		
3	KVB/TA	β	0,448	-0,337			0,094	(14,833)*
		t	(12,27)*	(-3,851)*				
		VIF		1				
4	KVB/OS	β	2,08	-2,744	-3,543		0,619	(109,259)*
		t	(6,947)*	(-3,811)*	(-13,922)*			
		VIF		1,007	1,007			
6	UVB/OS	β	0,177		-2,522	1,412	0,773	(226,647)*
		t	(2,357)*		(-21,078)*	(4,551)*		
		VIF			1,003	1,003		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Bu destekleyici analizlerde net sabit varlıklar değişkeni ele alındığında bu bağımsız değişkenin TB/OS, KVB/TA, KVB/OS kaldıraç değişkenleriyle negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı ilişkiler içinde sonuçlar verdiği gözlenmiştir. Varlık kalemleri içinde sabit kısmı güçlü firmaların daha rahat borçlanabildikleri ve böylelikle finansman tercihlerinde borç kullanımının daha fazla olacağı varsayımı bu yıl içinde geçerli değildir denilebilir.

Kârlılık değişkeni ele alındığında ise öz sermaye kalemi kullanılarak elde edilen bütün kaldıraç değişkenleriyle negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı ilişkiler söz konusudur. Bu yıl için de kârlılık değişkeninin durumu ele alındığında firmaların, finansal hiyerarşi hipotezinde de desteklendiği gibi yatırım finansmanında otofinansman ağırlıklı tercihlerde buldukları ifade edilebilir.

Büyüme fırsatları değişkeni TB/OS ve UVB/OS kaldıraç değişkenlerinin kullanıldığı modellerde pozitif yönlü sonuçlar verirken, yalnızca UVB/OS kaldıraç ifadesinin bağımlı değişken olarak ele alındığı modelde istatistiki

açıdan anlamlı sonuç vermiştir. Uzun vadeli borç kalemi göz önünde bulundurulduğunda, büyüme alternatifi güçlü firmaların finansman gereksinmelerinde daha fazla borç kullanımı tercihi geçerliliğinden bahsedilebilir.

2006 yılına ilişkin tüm analiz sonuçlarında elde edilen değişken katsayıları için varyans enflasyon faktörü değerleri 1'e çok yakın seviyelerde olup, bu durum söz konusu yıl için de bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

3.3.8. 2007 Yılı Verileri ile Analizler

2007 yılına ilişkin oluşturulan modellerin regresyon sonuçlarına ait detaylı veriler Tablo 3.17'de görülebilir.

Bu yıla ilişkin net sabit varlıklar kaleminin altı kaldıraç değişkeninin bağımlı değişken olarak analize tabi tutulduğu modellerde, uzun vadeli borç kaleminin yardımı ile oluşturulan bağımlı değişkenler dışındaki tamamıyla negatif yönlü ilişkiler söz konusu iken uzun vadeli borç kalemlerinin kullanıldığı kaldıraç değişkenleriyle pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Negatif yönlü sonuçların elde edildiği kaldıraç ifadelerine bakıldığında ise TB/TA ve KVB/TA'nın bağımlı değişken olarak kullanıldığı denklemlerde bu katsayının istatistiki açıdan anlamlı olduğu görülmektedir.

Firma büyüklüğü değişkeni ise bütün kaldıraç değişkenleri ile oluşturulan modellerde pozitif yönlü ilişkiler sergilemiş, ancak yalnızca UVB/OS bağımlı değişkeni ile kurulan modelde istatistiki açıdan anlamlı sonuç vermiştir.

Borç dışı vergi kalkanı değişkeni öz sermaye kalemi kullanılarak oluşturulmuş kaldıraç değişkenleriyle negatif yönlü ilişki sergilerken, toplam aktifler kalemi değeri yardımı ile oluşturulmuş kaldıraç değişkenlerinin kullanıldığı modellerde pozitif yönlü ilişkiler gözlemlenmiştir. Söz konusu değişkene ilişkin katsayılar incelendiğinde istatistiki açıdan anlamlı sonuçlar, uzun vadeli borç değeri kullanılarak da edilmiş kaldıraç değişkenleriyle oluşturulan modellerde söz konusudur.

Tablo 3.17: 2007 Yılı Yatay Kesit Regreyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER						\bar{R}^2 F	
			1	2	3	4	5	6		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS	% Δ TA		
1	TB/TA	β	0,492	-0,228	1,80E-11	0,881	-0,384	0,086	0,097	(3,374)*
		t	(9,523)*	(-1,802)**	1,367	0,778	(-4,054)*	1,314		
		VIF		1,337	1,043	1,441	1,116	1,171		
2	TB/OS	β	1,974	-0,742	8,43E-11	-14,222	-2,594	0,138	0,078	(2,885)*
		t	(4,609)*	-0,709	0,773	-1,516	(-3,301)*	0,256		
		VIF		1,337	1,043	1,441	1,116	1,171		
3	KVB/TA	β	0,463	-0,349	3,33E-12	0,265	-0,334	0,037	0,153	(5,007)*
		t	(10,318)*	(-3,179)*	0,291	0,27	(-4,055)*	0,661		
		VIF		1,337	1,043	1,441	1,116	1,171		
4	KVB/OS	β	1,794	-1,17	4,69E-11	-11,247	-2,132	0,015	0,079	(2,891)*
		t	(4,607)*	-1,229	0,473	-1,319	(-2,985)*	0,03		
		VIF		1,337	1,043	1,441	1,116	1,171		
5	UVB/TA	β	0,029	0,122	1,46E-11	0,615	-0,05	0,048	0,102	(3,505)*
		t	1,226	(2,198)*	2,554	(1,242)*	-1,207	(1,688)**		
		VIF		1,337	1,043	1,441	1,116	1,171		
6	UVB/OS	β	0,181	0,427	3,75E-11	-2,975	-0,462	0,124	0,105	(3,591)*
		t	2,372	(2,292)**	(1,93)**	(-1,781)**	(-3,303)*	1,286		
		VIF		1,337	1,043	1,441	1,116	1,171		

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Kârlılık değişkeni analizlerimize konu altı kaldırıcı değişkeninin tamamıyla negatif yönlü ilişki içerisindeyken, yalnızca UVB/TA bağımlı değişkeniyle oluşturulan modelde istatistiki açıdan anlamsız katsayı ile karşılaşılmaktadır.

Büyüme fırsatları bağımsız değişkeni bu noktada tüm kaldırıcı değişkenleriyle pozitif yönlü ilişki içindeyken, bu değişken de yalnızca UVB/TA bağımlı değişkeni ile kurulan modelde istatistiki açıdan anlamlı katsayıya sahiptir.

Tablo 3.17'deki sonuçların karşılaştırmalı değerlendirilip, anlamlılıkları yüksek değişkenlerin tekrar analize tabi tutulması sonucu Tablo 3.18'e ulaşılmıştır. Anlamlı değişkenlerle yapılan analizde \bar{R}^2 değerlerinde önemli değişimler gözlemlenmezken, modellerin F istatistiklerinin anlamlılığının güçlendiği görülmektedir.

Tablo 3.18: 2007 Yılı Yatay Kesit Basamaklı Regresyon Analizleri Sonuçları

BAĞIMLI DEĞİŞKEN			BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER					\bar{R}^2 F	
			1	2	3	4	5		
			Sabit	MDV/TA	TA	YA/TA	NK/OS		
1	TB/TA	β t VIF	0,46 (23,035)*				-0,332 (-3,685)* 1	0,086	(13,576)*
2	TB/OS	β t VIF	1,958 (5,643)*			-19,235 (-2,473)* 1,008	-2,457 (-3,319)* 1,008	0,094	(7,911)*
3	KVB/TA	β t VIF	0,477 (12,329)*	-0,342 (-3,694)* 1			-0,315 (-4,083)* 1	0,173	(14,871)*
4	KVB/OS	β t VIF	1,64 (5,174)*			-17,662 (-2,486)* 1,008	-2,084 (-3,082)* 1,008	0,086	(7,228)*
5	UVB/TA	β t VIF	0,041 (2,055)*	0,161 (3,414)* 1	1,27E-11 (2,239)** 1			0,098	(8,198)*
6	UVB/OS	β t VIF	0,233 (7,25)*		4,04E-11 (2,061)* 1,02		-0,4 (-2,926)* 1,02	0,066	(5,672)*

*: %5 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

** : %10 düzeyinde istatistiksel anlam mevcuttur.

Söz konusu ikinci analizler incelendiğinde, net sabit varlıklar değişkeninin KVB/TA bağımlı değişkeni ile negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı katsayılara sahip olduğu, UVB/TA bağımlı değişkeniyle ise pozitif yönlü ve yine istatistiki açıdan anlamlı katsayılarla sonuç verdiği görülmektedir.

Firma büyüklüğü değişkeni ise yalnızca uzun vadeli borç değeri ile oluşturulan kaldıraç değişkenleriyle yapılan regresyonlarda pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı katsayılar sahip olabilmektedir. Elde edilen bu sonuçlar çerçevesinde, büyük firmaların bu yıl için daha fazla uzun vadeli borç kullanımı ile yatırımlarını finanse ettikleri ifade edilebilir.

Borç dışı vergi kalkanı değişkeninin ise TB/OS ve KVB/OS bağımlı değişkenleriyle negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı katsayıları mevcuttur. Bu faktöre ilişkin literatürdeki genel beklenti çerçevesinde firmaların vergi avantajlarından yararlanmak adına vergi matrahını azaltıcı borç dışı değerleri kullanabildikleri noktada borçlanma yoluyla finansman eğilimlerinin azaldığı yönünde bir yorum yapılabilir.

Kârlılık değişkeni UVB/TA olarak ifade edilen kaldıraç değişkeni dışındaki diğer analize konu beş değişken ile negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlarla karşımıza çıkmaktadır.

2007 yılına ilişkin tüm analiz sonuçlarında elde edilen değişken katsayıları için varyans enflasyon faktörü değerleri 1 ve 1'e çok yakın seviyelerde olup, bu durum bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık probleminin olmadığını ifade etmektedir.

SONUÇ

1958'de Modigliani ve Miller'ın, Nobel ödüllü makaleleri ile finans literatürüne sağladıkları katkı, pek çok araştırmacı tarafından modern sermaye yapısı teorilerinin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. Modigliani ve Miller bu araştırmalarında, firmaların seçeceği finansman politikalarının, firma değerinde bir değişim yaratmayacağını ortaya koymuşlardır. Ancak işleyen piyasaların, onların kabul ettiği etkin çalışma varsayımından uzak olduğu ve vergi unsurunun borçlanma politikalarını etkilediği yönünde yapılan çokça saptama ile birlikte bu varsayımın geliştirilmesine yönelik araştırmalar literatürde yer almaya başlamıştır. Borcun vergi avantajının kabul edilmesi, optimum sermaye yapısına ilişkin araştırmaların başlangıcı olmuştur.

Firmalar için sermaye yapısını oluşturmada etkili kararlar, firmanın sermaye maliyetini, sermaye bütçelemesini ve firmanın piyasa değerini doğrudan etkilemektedir. Uzun vadede ortakların kazançlarının maksimizasyonu hedefleri ile pek çok firma, toplam firma değerini maksimum kılmak adına, belirli bir optimum sermaye yapısı ile faaliyetlerine yön verme isteğindedir. Finansal piyasalarda firmanın toplam değerinin en yüksek olacağı bu noktada, firmanın, kaynak yapısı bileşenlerinin toplam maliyetinin minimum olacağı kabul edilir. Minimum kaynak maliyetinin olduğu noktada ortaya çıkan optimum sermaye yapısı fikri literatürde dengeleme teorisi olarak da yer almaktadır.

Literatürde, firmaların bu optimum sermaye yapılarına ulaşmak için, kaynak sağlama alternatiflerine ilişkin etkin ve verimli çözümlenmeleri ne şekilde ve ne başarıda ortaya koyabildiklerini inceleyen birçok araştırma vardır. Bu araştırmaların pek çoğunda, teorik olarak ortaya konulabilen bu optimum sermaye yapısı bileşeninin, gerçek hayatta firmaların karakteristiklerine uygun

kesin biçimlerle ifade edilebilir niteliklerde olmadığı yönünde sonuçlar da mevcuttur.

Firmalara ve/veya sektörlere ilişkin optimum sermaye yapısı, diğer bir ifade ile hedef kaldıraç oranı karakteristiklerinden kesin ifadelerle bahsetmenin güçlüğü noktasında, çeşitli araştırmalarla, anlamlı belirleyicilerin neler oldukları ve bunların sermaye yapısını ne ölçülerde ifade yeteneğine sahip oldukları yönünde de ciddi ilerlemeler kaydedilmiştir. Ancak bu noktada pek çok firmanın hedef kaldıraç oranı istenenin dışında, çeşitli endişe ve beklentiler çerçevesinde sermaye yapılarını farklı tercihlerle belirlediklerine ilişkin sonuçlar yaygındır.

Bu noktada 1984 yılında Myers'ın ortaya attığı teori literatürde bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir. Myers firmalar için bir hedef kaldıraç oranının olmadığını, firmaların finansman eğilimlerinin öncelikli iç fonların kullanımından yana olduğunu ortaya koymuştur. Myers'ın öncelikle ortaya attığı, literatürde finansal hiyerarşi olarak da bilinen bu yaklaşımda, firmaların yatırım finansmanlarında öncelikle öz sermayelerini kullandıkları, sonra borçlanma yoluna gittikleri ve hisse senedi çıkarımı yoluyla fon teminini ise son çare olarak düşündükleri yönünde kabuller vardır. Bu yaklaşımın sebebi olarak da yöneticiler ile yatırımcılar ve yöneticiler ile borç verenler arasındaki asimetric bilgi gösterilmektedir.

Myers'ın bu davranışları açıklamada asimetric bilginin etkilerinden yararlanması ile literatürde gerçek piyasa şartlarının sermaye yapılarına etkilerini belirlemek adına, asimetric bilgi, temsil maliyetleri ve hatalı seçim problemlerinin oluşturduğu maliyetler çerçevesinde araştırmalar yön bulmuştur. Myers'ın 1984'te "Sermaye Yapısı Bulmacası-(Capital Structure Puzzle)" olarak ifade etmeye çalıştığı firmaların sermaye yapısı kararlarına ilişkin belirsizlikleri aydınlatmak ve açıklamak amacıyla literatürde bu yönde araştırmalar yapılagelmektedir.

Çalışmada Türkiye'de firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler, finans literatüründe gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri ele alınarak gerçekleştirilmiş pek çok araştırmanın bulguları göz önünde bulundurularak değerlendirilmeye çalışılmıştır. Analize 2000-2007 yılları arası İMKB'de işlem

gören, imalat sektöründe faaliyet gösteren, finansal tablolarına eksiksiz ulaşılmış, 134 firma dahil edilmiştir.

Türkiye’de İMKB’ye kayıtlı, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin tespit edilmesine ilişkin 2000 - 2007 yılları arasında gerçekleştirilen analizler sonucu şu tespitler ifade edilebilir;

Sermaye yapısını ifade etmek adına analize tabi tutulan altı kaldıraç değişkeni ile net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları bağımsız değişkenleri arasında güçlü ve anlamlı sonuçlar söz konusu iken firma büyüklüğü ile borç dışı vergi kalkını değişkenlerine ilişkin güçlü ancak yalnızca iktisadi açıdan anlamlı tutarlılıklardan bahsedilebilir.

Maddi duran varlıkların toplam aktifler içindeki payı olarak değerlendirmeye tabi tutulan net sabit varlıklar faktörü analizlere konu yılların tamamında, ele alınan kaldıraç değişkenlerinin önemli çoğunluğunda negatif yönlü ve istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlar vermiştir.

Literatürdeki genel beklenti, net sabit varlıklar faktörü ile borçlanma arasında pozitif ilişki yönündedir. Dengeleme teorisi, net sabit varlıkları yüksek olan firmaların düşük iflas riskleri ile daha rahat borçlanabilecekleri savı ile tutarlılığını ortaya koymaktadır. Temsil maliyetleri teoremine göre de yine aynı sebeplerle bu tip firmalarda düşük bilgi asimetrisi beklentisi ile temsil maliyetleri daha düşük olacak ve böylelikle yine yüksek borçlanma beklenebilecektir.

Ancak Haris ve Raviv (1991) araştırmalarında düşük bilgi asimetrisinin net sabit varlıklar ile ele alındığı noktada, öz sermaye ile finansmanın, borç kullanımına nazaran daha düşük maliyetli olacağını ortaya koymuş ve finansal hiyerarşi hipotezine uygun şekilde borçlanma ile negatif yönlü sonuçlar elde etmişlerdir.

Analizlerde elde edilen sonuçlardan yola çıkarak firmalara ilişkin net sabit varlıkların borçlanma eğilimi ile negatif yönlü ilişkisi, finansal hiyerarşi teoremini destekler niteliktedir denilebilir. Türkiye’de büyük firmaların aktifleri içindeki net sabit kısmı borçlanmaya ilişkin bir koz olarak düşünmedikleri, bilhassa kârlı oldukları dönemlerde yabancı kaynak kullanımından ziyade öz kaynakları ile finansmanı tercih ettikleri şeklinde bir yorum mümkündür.

Firma büyüklükleri ile sermaye yapısı arasında ilişkileri ortaya koymak adına 2000 - 2007 yılları arasında yapılan analizlerin sonuçları ele alındığında firma büyüklüğü bağımsız değişkeninin regresyon analizlerinin önemli çoğunluğunda pozitif yönlü katsayılarla değerlendirildiği gözlemlenmiştir. Firma büyüklüğü değişkeni olarak toplam aktifler kaleminin ele alındığı analizlerde istatistiki anlamlılık çok yaygın olarak gözlemlenememesine karşın, iktisadi açıdan anlamlılık söz konusudur.

Literatürdeki araştırmaların ortaya koyduğu sonuçlar değerlendirildiğinde firma büyüklüğü değişkeni kaldıraç oranlarıyla, dengeleme teorisi ve temsil maliyetleri teorilerinin pek çok kullanımında pozitif yönlü ilişkiler sergilemişlerdir. Finansal hiyerarşi teoremine göre negatif yönlü beklenti ise, literatürde özellikle uzun zamandır piyasada faaliyet gösteren büyük firmaların pek çoğunun hatalı seçimlerle bu teorideki beklentilerin aksi yönünde hareket edebilmeleri sebebiyle, tutarsızlıklar göstermektedir. Bu fikrin özü, firma değerine ilişkin yöneticilerin zihinlerindeki tutarsız fikirlerin, onları borçlanmaya yönlendirdiği üzerinedir.

Araştırmamızda elde edilen pozitif yönlü ve iktisadi açıdan anlamlı firma büyüklüğü değişkeni bulguları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılan pek çok araştırmadaki beklentilerle aynı yönde dengeleme teorisini ve temsil maliyetleri teorisini destekler niteliktedir. Yüksek bilgi asimetrisinin geçerli olduğu varsayımı ile oluşan hatalı seçim problemlerinin göz önünde bulundurulduğu durumlara ilişkin bu sonuç, finansal hiyerarşi teoremindeki negatif yönlü beklentinin aksi yönde sonuçlara sebebiyet vermiştir denilebilir.

Borç dışı vergi kalkanı değişkeni analize konu yıllar içinde 2002 ve 2003 yılları haricinde, ele alınan pek çok kaldıraç değeri ile negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı katsayılarla yer almıştır. Literatürdeki pek çok araştırmanın sonuçları ile örtüşür nitelikteki bu sonuç, analize konu firmalar içinde geçerliliği ortaya koymaktadır. Elde edilen bu sonuçlarla firmaların, borç dışı kalemlerle vergi matrahlarını düşürebildikleri durumda, diğerlerine nazaran daha az borçlanma yolu ile finansmanı tercih ettikleri ifade edilebilir.

Kârlılık değişkenine ilişkin katsayılar ele alındığında, 2003 ve 2004 yılları dışındaki tüm yıllarda kaldıraç değerleri ile negatif yönlü ve istatistiki açıdan

anlamalı sonuçlarla karşılaşılmıştır. 2003 ve 2004 yıllarında ise katsayılar genellikle pozitif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlıdır. Literatürdeki araştırmaların varsayım ve sonuçları incelendiğinde, 2003 ve 2004 yıllarına ilişkin dengeleme teorisi kabullerinin geçerliliğinden, diğer yıllara ilişkin ise finansal hiyerarşi teoremini destekleyici yöndeki eğilimlerden bahsedilebilir.

Kârlılık değişkenine ilişkin teorik saptamalardaki benzer durum, büyüme fırsatları değişkeninde de kendini göstermektedir. Bu değişken de 2003 ve 2004 yıllarında negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlı sonuçlarla karşımıza çıkmakta, diğer yıllar içinse pozitif yönlü ve yine istatistiki açıdan anlamlı katsayılarla yer almaktadır. Bu değişkenlerin regresyona tabi tutulmaları sonucu elde edilen katsayılardan yola çıkılarak, analize konu firmalara ilişkin 2003 ve 2004 yılları eğilimleri dengeleme teorisini destekler nitelikte, diğer yıllara ilişkin eğilimleri ise finansal hiyerarşi teoremini destekler niteliktedir denilebilir.

KAYNAKÇA

- ACARAVCI, S. K. (2004), Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, Adana.
- AKDOĞAN, N.; TENKER N. (2006), **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, 10. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- AKGÜÇ, Ö. (2002), **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7. Basım, Avcıol Basım-Yayın, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, İstanbul.
- AKGÜÇ, Ö. (1995), **Mali Tablolar Analizi**, Genişletilmiş 8. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:61, İstanbul.
- AKSOY, A. (1993), **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Gazi Büro Kitabevi, Ankara.
- ALLEN, D. E.; MIZUNO, H. (1989), “The Determinants of Corporate Capital Structure: Japanese Evidence”, *Applied Economics*, Vol. 21, No. 5, S. 569-586.
- ALPUGAN, O.; DEMİR, H.; OKTAV, M.; ÜNER, N. (1997), **İşletme Ekonomisi ve Yönetimi**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.
- ALTMAN, E. I. (1984), “Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question”, *Journal of Finance*, S. 1067-1089.
- AUKEN, H.; DORAN, B. M.; YOON K. J. (1993), “Financial Comparison Between Koren and Us Firms: A Cross Balance Sheet Canonical Correlation Analysis”, *Journal of Small Business Management*, 31, 3, S. 73-84.
- AYDIN, N. (1999), **Finansal Yönetim**, Birlik Ofset, Eskişehir.
- BALAKRISHNAN, S.; FOX, I. (1993), “Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure”, *Strategic Management Journal*, 14, 1, S. 3-16.
- BARTON, S. L.; GORDON, P. J. (1988), “Corporate Strategy and Capital Structure”, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, S. 623-632.
- BARTON, S. L.; HILL, N. C. ; SUNDARAM, S. (1989), “Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure”, *Financial Management*, 18, S. 36-44.
- BASKIN, J. (1989), “Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis”, *Financial Management*, 18, S. 26-35.

- BAŞKAYA, Z.; DEĞER, A. (2003), **Finans Matematiği**, Hünkar Ofset, İstanbul.
- BAXTER, N. D.; CRAGG, J. G. (1970), "Corporate Choice Among Long-Term Financing Instruments", *Review of Economic and Statistics*, 52, S. 225-235.
- BERGER, P. G.; OFEK, E.; YERMACK, D. L. (1997), "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, 52, 4, S. 1411-1439.
- BERGER, A.; UDELL, G. (1994), "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business*, 68, 3, S. 351-381.
- BEVAN, A. A.; DANBOLT, J. (2001), "On the Determinants and Dynamics of UK Capital Structure", *Working Paper Series*, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, S. 1-37.
- BLAKE, D. (1990), **Financial Market Analysis**, McGraw-Hill Book Company, London.
- BONATO, L.; FAINI, R.; RATTI, M. (1990), "Empirical Determinants of Corporate Debt Decisions: Some Evidence For Italy", **Financial Markets Liberalisation and the Role of Banks**, in V. Conti and R. Hamoui (eds.), S. 56-85, Cambridge University Press, Cambridge.
- BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMİRGÜÇ-KUNT, A. E.; MAKSIMOVIC, V. (2001), "Capital Structure in Developing Countries", *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1, S. 87-130.
- BOWEN, R. M.; DALEY, L. A.; HUBER, C. C. (1982), "Evidence on the Existence and Determinants of Inter-industry Differences in Leverage", *Financial Management*, 11, S. 10-20.
- BOYLE, G. W.; ECKHOLD, K. R. (1997), "Capital Structure Choice and Financial Market Liberalization: Evidence Form New Zealand", *Applied Financial Economics*, C. 7, S. 427-437.
- BRADLEY, M.; JARREL, G. A.; KIM E. H. (1984), "On The Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, S. 857-878.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. (2000), **Principles of Corporate Finance**, 6th ed., McGraw Hill, New York.

- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARKUS, A. J. (1997), **Fundamentals of Corporate Finance**, McGraww-Hill Inc., USA.
- BRIGHAM, E. F. (1995), **Fundamentals of Financial Management**, Seventh Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace Collage Publishers, Orlando, USA.
- BUFERNA, F.; BANGASSA, F.; HODGKINSON, L. (2005), "Determinants of Capital Structure Evidence from Libya", *The University of Liverpool Research Paper Series*, No. 2005/08, S. 1-31.
- BURTON, B. M.; LONIE, A. A.; POWER, D. M. (1996), "Corporate Growth Opportunities and the Market Response to New Financing Announcements", *Discussion Papers in Accountancy and Business Finance*, Department of Accountancy and Business Finance, University of Dundee, UK.
- BUTTERS, J. K. (1949), **Effects of Taxation on Inventory Accounting and Policies**, Riverside Press, Cambridge, MA.
- CANDAŞ, S.; DOĞUKANLI, H. (2001), **Finansal Pazarlar**, Geliştirilmiş Üçüncü Baskı, Beta Basım, Adana.
- CASTANIAS, R. (1983), "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 5, S. 1617-1635.
- CEYLAN, A. (1998), **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi, Bursa.
- CEYLAN, A. (2001), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitapevi, Bursa..
- CHANG, R. P.; RHEE, S. G. (1990), "Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions", *Financial Management*, 19, 2, S. 21-33.
- CHATRATH, A. (1994), Financial Leverage and the Cost of Capital: A Re-examinaion of the Value-Relevance of Capital Structure, Basılmamış Doktora Tezi, Cleveland State University, USA.
- CHEHAB, A. (1995), Essays on the Determinants of Capital Structure, Unpublished PhD. Dissertation, University of New Orleans, USA.
- CHEN, L. H.; JIANG, G. J. (2001), "Determinants of Dutch Capital Structure Choice", *The European Economic Association Annual Congress*, Berlin (September), 2-5, S. 1-25.
- CHEN, J. (2004), "Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies", *Journal of Business Reserch*, Vol. 57, S. 1341-1351.

- CHEN, L.; ZHAO, X. (2005), "Why Do More Profitable Firms Have Lower Leverage Ratios?", *Working Paper*, Michigan State University, USA.
- CHIARELLA, C.; PHAM, T. M.; SIM, A. B.; TAN, M. M. L. (1992), "Determinants of Corporate Capital Structure: Australian Evidence", *Pacific Basin Capital Markets Research*, Vol. 3, Elsevier, Netherlands, Amsterdam, S. 139-158.
- CHOWDHURY, G.; MILES, D. (1989), "Modelling Companies' Debt and Dividend Decisions with Company Accounts Data", *Applied Economics*, Vol. 21, S. 1483- 1507.
- CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM, J. B. (2005), "Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring", *Journal of Business Research*, 58, 6, S. 766-776.
- COASE, R. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, 16, S. 386-405.
- CORCORAN, P. (1977), "Inflation, Taxes and Corporate Investment Incentives", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 2, S. 1-9.
- CORNELLI, F.; PORTES, R.; SCHAFFER, M. E. (1996), "The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe", *Centre for Economic Policy Research (CEPR)*, Discussion Paper No. 1392, London, UK.
- CROWDHURY, G.; GREEN, C. J.; MILES, D. (1994), "UK Companies' Short-term Financial Desicions: Evidence from Company Account Data", *The Manchester School of Economics and Social Studies*, Vol. 62, S. 395-411.
- CRUTCHLEY, C. E.; HANSEN, R. S. (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", *Financial Management*, Vol. 18, S. 33-46.
- DAĞLI, H. (1998), "Türkiye'de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler", *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 12, Sayı 1-2, S. 114-131.
- DeANGELO, H.; MASULIS, R. (1980), "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, S. 3-29.
- DE JONG, A. (1999), *An Empirical Analysis of Capital Structure Decisions in Dutch Firms*, Ph.D. Dissertation, CentER, Tilburg, The Netherlands.

- DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. (2001), "Determinants of Capital Structure: New Evidence From Spanish Panel Data", *Journal of Corporate Finance*, C. 7, S. 77-99.
- DELCOURE, N. (2006), "The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies", *International Review of Economics and Finance*, Reveco-00328, S. 1-16.
- DEMİRĞÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (1994), "Capital Structure in Developing Countries", The World Bank Policy Research Working Paper, No.1320.
- DEMİRĞÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (1999), "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity", *Journal of Financial Economics*, C. 54, S. 295-336.
- DEMSETZ, R. S.; SAIDENBERG, M. R.; STRAHAN, P. E. (1997), "Agency Problems and Risk Taking at Banks", *Research Paper*, Federal Reserve Bank of New York, No. 9709, S. 32.
- DIACOYIANNIS, G. P. (1994), **Financial Management a Modelling Approach Using Spreadsheets**, McGraw-Hill Book Company, England.
- DOĞAN, M. (1998), **İşletme Ekonomisi ve Yönetimi**, Anadolu Matbaacılık, İzmir.
- DOWNS, T. W. (1993), "Corporate Leverage and Non-Debt-Tax Shields: Evidence on Crowding Out", *Financial Review*, Vol. 28, S. 549-583.
- DROBETZ, W.; FIX, R. (2003), "What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland", *WWZ/Department of Finance*, Working Paper No. 4/03.
- DURAND, D. (1952), "The Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", *Conference On Research On Business Finance*, New York National Bureau of Economic Research, S. 215-247.
- DURUKAN, B. (1997), İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir.
- DYBVIK, P.; ZENDER (1991), "Capital Structure and Dividend Irrelevance with Asymmetric Information", *Review of Financial Studies*, Vol. 4, No. 1, S. 201-219.

- EASTERBROOK, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *The American Economic Review*, 74, S. 650–659.
- ECKBO, B. E.; MAKSIMOVIC, V.; WILLIAMS J. (1990), "Consistent Estimation of Cross-sectional Models in Event Studies", *Review of Financial Studies*, 3, S. 343-365.
- ERDEMOL, H. (1992), **Factoring ve Forfaiting**, Akbank Ekonomi Yayınları, İstanbul.
- ERIKSSON, J. (1999), "Observers or Advocates? On the Political Role of Security Analysts", *Cooperation and Conflict*, Vol. 34, No. 3, S. 311-330.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1, S. 1-33.
- FATTOUH, B.; HARRIS, L.; SCARAMOZZINO, P. (2002), Capital Structure in South Korea: A Quantile Regression Approach", *Royal Economic Society Annual Conference*, No. 70, S. 1-34.
- FAULKENDER, M.; PETERSEN, M. A. (2006), "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?", *The Review of Financial Studies*, 19, S. 45-79.
- FERRI, M. G.; JONES, W. H. (1979), "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach", *The Journal of Finance*, Vol. 34, No. 3.
- FIRATOĞLU, B. (2005), "Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelebilecek Değişiklikler", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.
- FITCH T.P. (2000), Dictionary of Banking Terms, **Barron's Educational Series Inc.**, ABD.
- FRANK, Z. M.; GOYAL, V. K. (2003), "Capital Structure Decisions", *Working Paper, UBS and HKUST*.
- FRANK, Z. M.; GOYAL, V. K. (2007), "Trade-off Pecking Order Theories of Debt", *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 2, Bölüm 12, Elsevier, North-Holland.
- FRIEND, I.; HASBROUCK, I. (1988), "Determinants of Capital Structure", in J. Chen (ed.), *Research in Finance*, JAI Press, London.

FRIEND, I.; LANG, L. H. (1998), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interests on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 44, S. 19-40.

FRIEND, I. L.; LARRY, H.P. (1988), "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, S. 271-281.

GALAI, D.; MASULIS, R. W. (1976), "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock, *Journal of Financial Economics*, No. 3, S. 53-81.

GARDNER, J. C.; TRZCINKA, C. A. (1992), "All-Equity Firms and the Balancing Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Research*, No. 15, S. 77-90.

GINN, G. O.; YOUNG, G. J.; BEEKUN, R. I. (1995), "Business Strategy and Financial Structure: An Empirical Analysis of Acute Care Hospitals", *Hospital & Health Services Administration*, 40(2), S.191-209.

GRAHAM, J. R.; CAMPBELL R. H. (2001), "The Theory And Practice Of Corporate Finance: Evidence From The Field", *Journal of Financial Economics*, 60.

GRAHAM, J. R.; LEMMON, M.L.; SCHALLEIM, J. S. (1998) , "Debt, Leases, Taxes and the Endogeneity of Corporate Tax Status", *Journal of Finance*, 53, 1, S. 131-162.

GROOP, R. E. (1997), "The Effect of Expected Effective Corporate Tax Rates on Incremental Financing Decisions", *IMF Staff Papers*, 44, 4, S. 485-509.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. (1982), "Corporate Financial Structure of Manufacturing Companies", *Journal of Finance*, S. 517-529.

GUPTA, M. C. (1969), "Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies", *Journal of Finance*, S. 517-529.

GÜCENME, Ü. (2001), "MUFAD Yuvarlak Masa Toplantısı", *Muhasebe Finansman Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı.

HALL, G.; HUTCHINSON, P.; MICHAELAS, N. (2000), "Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure", *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 7, No. 3, S. 297-312.

HALLET, M. P.; TAFFLER, R. J. (1982), "Balance Sheet Financing in the U.K.: An Empirical Analysis", The City Business School: UK.

- HALOV, N.; HEIDER, F. (2005), "Capital Structure, Risk and Asymmetric Information", *NYU and ECB Working Paper*.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991), "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, 46.
- HATZINIKOLAOU, D.; KATSIMBRIS, G. M.; NOULAS, A. G. (2002), "Inflation Uncertainty and Capital Structure Evidence From a Pooled Sample of the Dow-Jones Industrial Firms", *International Review of Economics and Finance*, C.11, S. 45-55.
- HAUGEN, R. A.; SENBERT, L. W. (1978), "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 33.
- HEINKEL, R. (1982), "A Theory of Capital Structure Relevance Under Imperfect Information", *Journal of Finance*, Vol. 37, S. 1141- 1150.
- HENRY, P. B. (2000), "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?", *Journal of Financial Economics*, 58.
- HIROTA, S. (1999), "Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 13, S. 201-229.
- HOMAIFA, G.; ZIETZ, J.; BENKATO, O. (1994), "An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 21, S. 1-14.
- HOVAKIMIAN, A.; OPLER, T.; TITMAN, S. (2001), "The Debt-Equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1-24.
- HUANG, G.; SONG, F. M. (2006), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review*, 17, S. 14-36.
- HUFFT, E. M.; DUFRENE, U. (1994), "Small Firm Capital Structure Decisions: The Effect of Agency Costs", *Indiana University Southeast Working Paper*, S. 15.
- HUSSAIN, Q. (1995), "Implications of Foreign Capital Inflows and Shareholder Concentration on Financial Sector: A Case Study of Indonesia", School of Economics and Law, University of Gothenburg, Sweden.

- JENSEN, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76.
- JENSEN, M. C.; MECKLING W. (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, C. 4, S. 305-360.
- JENSEN, G. H.; SOLBERG, D. P.; ZORN, T. S. (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial Quantitative Analysis*, Vol. 27, S. 247-261.
- JOEVEER, K. (2006)İ "Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Countries", *Charles University Center for Economic Research and Graduate Education Academy of Sciences of the Czech Republic Economics Institute, Working Paper Series 306*, ISSN 1211-3298.
- JORDAN, J.; LOWE, J.; TAYLOR, P. (1998), "Strateg and Financial Policy in UK Small Firms", *Journal of Business and Finance and Accounting*, Vol. 25, S. 1-27.
- KALE, J. R.; THOMAS H. N.; GABRIEL G. R. (1991), "The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 5, S. 1693-1715.
- KARAMUSTAFA, O.; KARAKAYA, A. (2004), "Enflasyonun Borsa Performansı Üzerindeki Etkisi", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7, 1, S. 23-35.
- KARGIN, S. (2006), Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, Manisa.
- KAYALI, C. A., (1999), Türkiye'de Sermaye Piyasasının Kurumsallaşma Sürecini Belirleyen Unsurların Analizi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, İzmir.
- KEOWN, A. J.; PETTY, J. W.; SCOTT, D. F.; MARTIN, J. D. (1998), **Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management**, Second Edition, Prentice-Hall.
- KESTER, V. (1986), "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations", *Financial Management*, 15.

- KIM, W. S.; SORENSEN, E. H. (1986), "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt in Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, S. 131-144.
- KLEIN, D. P.; BELT, B. (1994), "Sustainable Growth and Choice of Financing : A Test of the Pecking-Order Hypothesis", *Review of Financial Economics*, Vol. 3, S. 143-154.
- KOCAMAN, B. (1994), **Finansal Açidan Factoring**, Atilla Kitabevi, Ankara.
- KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. (1973), "State Preference Model of Optimal Financial Leverage", *Journal of Finance*, 28, S. 911-922.
- KRISHNAN, V. S.; MOYER, R. C. (1996), "Determinants of Capital Structure: An empirical Analysis of Firms in Industrialised Countries", *Managerial Finance*, Vol. 22, S. 39-55.
- KULA, V. (2000), Küçük ve Orta Ölçekli İmalat İşletmelerinin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Afyon'daki İşletmeler Üzerine Bir Araştırma, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Afyon.
- LEMMON, M. L.; ZENDER, J. F. (2002), "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories, *Working Paper SSRN*.
- LEWELLWN, W.G.; MAUER, D. C. (1988), "Tax Options and Corporate Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, S. 387-400.
- LOWE, J.; NAUGHTON, T.; TAYLOR, P. (1994), "The Impact of Corporate Strategy on The Capital Structure of Australian Companies", *Managertial and Desicion Economics*, Vol. 15, S. 245-257.
- MACKIE-MASON, J. K. (1990), "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?", *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 5, S. 1471-1493.
- MARIOLA, E. (1997), Determinants of the Choice of Financial Instruments: An Emprical Investigation, Graduate School-Newark Rutgers, The State University of New Jersey.
- MARSH, P. (1982), "The Choice Between Equity and: an Empirical Study", *Journal of Finance*, 37, 1, S. 121-144.
- MARTIN, J. D.; SCOTT, D. F. (1974), "A Discriminant Analysis of the Corporate Debt-Equity Decision", *Financial Management*, S. 71-79.

MCCABE, G. M. (1979), "Empirical Relationship Between Investment and Financing: a New Look", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 4, S. 539-560.

MEHRAN, H. (1992), "Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 4, S. 539-560.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POUTZIOURIS, P. (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in UK. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics*, Vol.12, S. 113-130.

MILLER, M. H. (1997), "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, XXXII, Vol. 2.

MILLS, G. (1996), "The Impact of Inflation on Capital Budgeting and Working Capital", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 9, No. 1, S. 79-87.

MJOS, A.; PERSSON, S. A. (2007), Default of Multiple Degrees: The risk of Lost Debt Coupons, Unpublished Working Paper Norwegian School of Economics and Business Administration.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment", *The American Economic Review*, No. 48.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1963), "Corporate Income Taxes And The Cost Of The Capital:A Correction", *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3.

MOH'D, M.; PERRY, L. G.; RIMBEY, J. N. (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series and Cross Sectional Analysis", *Financial Review*, 33, 3, S. 85-99.

MUNRO, J. W. (1996), "Convertible Debt Financing: An Empirical Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, S. 319-334.

MYERS, S. C. (1977), "Determinants Of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*.

MYERS, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 39, S. 575-592.

MYERS, S. C. (2000), "Outside Equity," *The Journal of Finance*.

MYERS, S. C. (2003), "Financing of Corporations," in G. M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier North Holland.

- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13.
- MYERS, S. C.; SHYAM-SUNDER, L. (1999), "Testing Static Tradeoff vs. Pecking Order Theories of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*.
- OKKA, O. (2005), **Finansal Yönetime Giriş**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- ONURSAL, E. (2003), "Dış Ticaretin Finansmanında Factoring ve Forfaiting'in Hukuki Çerçevesi",
<www.die.gov.tr/kutuphane/icindekiler/disticaretdergisi.html> (Erişim Tarihi: 12.01.2007).
- ÖZDEMİR, M. (1999), **Finansal Yönetim**, Türkmen Yayınları, No. 142, İstanbul.
- PALATA, M. (2004), Capital Structure Theory and the Czech Practice, Charles University Prague Faculty of Social Sciences Institute of Economic Studies Diploma Thesis.
- PAMUKÇU, A. B. (1999), **Finans Yönetimi**, Der Yayınları, İstanbul.
- PARASIZ, İ.; YILDIRIM, K. (1994), **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulamaları**, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- PETERSON, P. P.; BENESH, G. A. (1983), "Reexamination of the Empirical Relationship Between Investment and Financing Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18, 4, S. 439-453.
- PRASAD, S.; GREEN, J. C.; MURINDE, V. (2001), "Company Financing, Capital Structure and Ownership: A Survey and Implications for Developing Economics", *Economic Research Paper* No:01/3, Loughborouh University.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. (1995), "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, Vol. 50, S. 1421-1460.
- REMOLONA, E. M. (1990), "Understanding International Differences in Leverage Trends", *Quarterly Review* (Federal Reserve Bank of New York), 15, 1, S. 31-43.
- ROSS, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, S. 23-40.

- SAA – REQUEJO, J. (1996), "Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience", *Journal of Financial Management*, Vol. 25.
- SARIKAMIŞ, C. (1998), **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- SCHARGRODSKY, E. (2002), "The Effect of Product Market Competition on Capital Structure: Empirical Evidence From the Newspaper Industry", Universidad Torcuato Di Tella, Centro de Investigacion en Finanzas, 04/2002, S.1-32, <www.utdt.edu/~eschargr/RevisionDeptFebruary22_2002.PDF> Erişim Tarihi: 21.12.2007.
- SCOTT, J. H. (1977), "Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, 32, 1, S. 1-19.
- SHAPIRO, C. A. (1998), "Multinational Financial Management", University of Souther California.
- SHENOY, C.; KOCH, P. D. (1996), "The Firm's Leverage-Cash Flow Relationship", *Journal of Emprical Finance*, Vol. 10, S. 55-73.
- SHIH, M. S. (1996), "Determinants of Corporate Leverage: a Time-Series Analysis Using US Tax Return Data", *Contemporary Accounting Research*, 13, 2, S. 487-504.
- SINGH, A.; HAMID, J. (1992), "Corporate Financial Patterns in Developing Countries", *Technical Paper, International Finance Corporation*, No. 2, S. 102.
- SINGH, A.; HAMID, J. (1995), "Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies: a Comparative International Study", *Technical Paper, International Finance Corporation*, No.2, S. 73.
- SMITH, C. W.; WATTS, R. L. (1992), "The Inversment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Polices", *Journal of Financial Economics*, C. 32, S. 263-292.
- TAUB, A. J. (1975), "Determinants of the Firm's Capital Structure", *The Review of Economics and Statistics*, S. 410-416.
- TALU, H. (1995), Forfaiting Ders Notları, İ.Ü. İktisat Fak. İşletme Yönetimi ve Muhasebe Araştırma Merkezi İthalat ve İhracat Elemanı Yetiştirme Programı Ders Notları, İstanbul.

- TANER, B.; AKKAYA, G. C. (2004), **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler**, Birleşik Matbaacılık, İzmir.
- TAYLOR, P.; LOWE, J. (1995), "Note on Capital Structure and Corporate Strategy", *Strategic Management Journal*, 16, 5, S. 411-414.
- TECER, M. (1980), *İşletmelerde Sermaye Maliyeti*, Sevinç Matbaası, Ankara.
- THIES, C. F.; KLOCK, M. S. (1992), "Determinants of Capital Structure", *Review of Financial Economics*, Vol. 1, S. 40-52.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, Vol. 43, S. 1-19.
- TÜKENMEZ, M. vd. (1999), **Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir.
- UĞURLU, M. (1992), "Capital Structure Determinants: Evidence from Turkish Manufacturing Firms at İstanbul Stock Exchange", *METU Studies in Development*, 19, 2, S. 225-247.
- UĞURLU, M. (2000), "Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry", *Journal of Economic Studies*, Vol. 27, No. 6, S. 66-599, MCB University Press ISSN 0144-3585.
- VAN DER W. R.; THURIK, R. (1994), "Determinants of Small Firm's Debt Ratios: Analysis of Retail Panel Data", *Small Business Economics*, Vol. 5, S. 55-65.
- WALD, J. K. (1999), "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison", *Journal of Financial Research*, Vol. 22, No. 2.
- WALKER, E. W.; PETTY, J. W. (1978), "Financial Differences Between Large and Small Firms", *Financial Management*, S. 61-68.
- WANZENRIED, G. (2006), "Capital Structure Dynamics in the UK and Continental Europe", *The European Journal of Finance*, Vol. 12, No. 8, S. 693-716.
- WESTON, J. F.; BRIGHAN, F. E. (1993); **Essentials of Managerial Finance**, The Drydon Press, Tenth Edition.
- YENER, A. L. (2002), *Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Beşyüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Görenler İçin Bir Analiz*, Doktora Tezi, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara.

ZWICK, B. (1977), "The Market for Corporate Bonds", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, 2, S. 27-36.

EK-1: Analize Tabi Tutulan İmalat Sanayi Firmaları (Alt Sektörlere Göre Ayırım)

<u>GIDA, İÇKİ ve TÜTÜN</u>		
İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
AEFES	00/07	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
BANVT	92/11	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ TİCARET A.Ş.
ERSU	00/03	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.
KENT	90/11	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
KNFRT	96/06	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KRSTL	97/08	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
MERKO	94/10	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
PENG D	98/04	PENGUEN GIDA SANAYİ A.Ş.
PINSU	87/08	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
PNSUT	86/09	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
SELGD	98/07	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.
SKPLC	00/02	ŞEKER PİLİÇ VE YEM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
TATKS	93/08	TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.
TUKAS	94/12	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ULKER	04/02	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
VANET	98/03	VAN-ET TİCARİ YATIRIMLAR GIDA SANAYİ TURİZM İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.

<u>KAĞIT ve KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM ve YAYIN</u>		
İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
ALKA	00/11	ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BAKAB	98/06	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
DENTA	00/06	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.
DOBUR	00/03	DOĞAN BURDA DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.Ş.
DURDO	91/07	DURAN-DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
HURGZ	92/02	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
IPMAT	00/06	İPEK MATBAACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ISAMB	94/06	İŞIKLAR AMBALAJ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
KAPLM	95/09	KAPLAMIN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
OLMKS	86/01	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER SABANCI AMBALAJ SAN. VE TİC. A.Ş.
TIRE	91/06	TİRE KUTSAN OLUKLU MUKAVVA KUTU VE KAĞIT SAN.A.Ş.

DOKUMA, GİYİM EŞYASI ve DERİ

İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
AKALT	89/12	AK-AL TEKSTİL SANAYİİ A.Ş.
AKIPD	93/11	AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYA APRE FABRİKALARI T.A.Ş.
ALTIN	91/12	ALTINYILDIZ MENSUCAT VE KONFEKSİYON FAB.A.Ş.
ARSAN	98/07	ARSAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ATEKS	96/05	AKIN TEKSTİL A.Ş.
BERDN	97/03	BERDAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BOSSA	95/08	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.
BRMEN	96/07	BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.
CEYLN	97/07	CEYLAN GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
CYTAS	97/03	CEYTAŞ MADENCİLİK TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
DERIM	91/06	DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SAN.VE TİC.A.Ş.
EDIP	92/09	EDİP İPLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ESEMS	95/06	ESEM SPOR GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
GEDİZ	96/02	GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.
IDAS	98/06	İDAŞ İSTANBUL DÖŞEME SANAYİİ A.Ş.
KORDS	86/01	KORDSA GLOBAL ENDÜSTRİYEL İPLİK VE KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KRTEK	94/11	KARSU TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
MEMSA	97/10	MENSA MENSUCAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
MNDRS	00/07	MENDERES TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
MTEKS	98/08	METEMTEKS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
OKANT	89/12	OKAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
SKTAS	95/04	SÖKTAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
SNPAM	94/12	SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.
SONME	91/09	SÖNMEZ FİLAMENT SENTETİK İPLİK VE ELYAF SANAYİ A.Ş.
VAKKO	98/04	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.
YUNSA	90/04	YUNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

ORMAN ÜRÜNLERİ ve MOBİLYA

İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
GENTS	90/02	GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KLMO	90/08	KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

KİMYA, PETROL, KAUKUK ve PLASTİK ÜRÜNLER

İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
AKSA	89/12	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
ALKİM	00/03	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
AYGAZ	89/11	AYGAZ A.Ş.
BAGFS	86/01	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.
BRISA	86/01	BRISA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SAN.VE TİC.A.Ş.
DEVA	86/03	DEVA HOLDİNG A.Ş.
DYOBY	87/08	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ECILC	90/06	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SANAYİ VE TİC.A.Ş.
EGGUB	86/01	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.
EGPRO	93/12	EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
EPLAS	94/04	EGEPLAST EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
GOODY	86/03	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
GUBRF	86/01	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
MRSHL	90/11	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.
PETKM	90/07	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
PIMAS	86/01	PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.
PRTAS	96/04	ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİ A.Ş.
PTOFS	91/05	PETROL OFİSİ A.Ş.
SASA	96/11	ADVANSA SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
SODA	00/04	SODA SANAYİİ A.Ş.
TRCAS	99/11	TURCAS PETROL A.Ş.
TUPRS	91/05	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.

METAL ANA SANAYİ

İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
BRSAN	94/09	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BURCE	92/08	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.
CELHA	86/01	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.
CEMTS	94/12	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
DMSAS	97/07	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİ A.Ş.
DOKTS	86/01	COMPONENTA DÖKÜMCÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
EREGL	86/01	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
FENIS	90/09	FENİŞ ALÜMİNYUM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
IZMDC	86/01	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
SARKY	86/01	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SAN. VE TİCARET A.Ş.

TAŞ ve TOPRAĞA DAYALI SANAYİ

İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
AFYON	91/03	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
AKCNS	96/10	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ANACM	86/01	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
ASLAN	89/04	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.
BOLUC	86/02	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
BTCIM	95/03	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
BUCIM	93/10	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
CIMSA	86/01	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
CMBTN	97/12	ÇİMBETON HAZİRBETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SAN. VE TİC. A.Ş.
CMENT	92/10	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.
DENCM	87/07	DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
ECYAP	95/06	ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
EGSER	93/02	EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
HZNDR	95/12	HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİİ A.Ş.
IZOCM	86/01	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
KONYA	90/10	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
KUTPO	90/09	KÜTAHYA PORSELEN SANAYİİ A.Ş.
MRDIN	87/07	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
NUHCM	00/02	NUH ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
TRKCM	90/11	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
UNYEC	90/12	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
USAK	90/11	UŞAK SERAMİK SANAYİİ A.Ş.

METAL EŞYA, MAKİNE ve GEREÇ YAPIM

İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
ALCAR	92/01	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ARCLK	86/01	ARÇELİK A.Ş.
ASUZU	97/04	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BEKO	92/10	GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş.
BFREN	94/01	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BSHEV	90/02	BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
DITAS	91/05	DITAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.
EGEEN	90/01	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
EMNIS	95/12	EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
FMIZP	90/08	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.
FROTO	86/01	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
IHEVA	96/10	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KARSN	00/02	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
KLMSN	97/08	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
MAKTK	86/02	MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.
MUTLU	94/09	MUTLU AKÜ VE MALZEMELERİ SANAYİİ A.Ş.
OTKAR	95/04	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.
PARSN	90/10	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.
PRKAB	86/01	TÜRK PRYSMİAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
TOASO	91/07	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
TUDDF	86/01	T.DEMİR DÖKÜM FABRİKALARI A.Ş.
VESTL	90/06	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

DİĞER İMALAT SANAYİ

İMKB İşlem Kodu	Halka Arz Tarihi (Yıl/Ay)	Firma Adı
ADEL	96/06	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
GOLDS	99/12	GOLDAŞ KUYUMCULUK SANAYİ İTHALAT İHRACAT A.Ş.
SERVE	98/08	SERVE KIRTASIYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.