

ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN MUKAYESELİ
İNCELEMESİ VE TEORİLERİN TEST EDİLMESİ**

Doktora Tezi

SEDA CANSIZ

Ankara-2017

TC
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN MUKAYESELİ
İNCELEMESİ VE TEORİLERİN TEST EDİLMESİ**

Doktora Tezi

SEDA CANSIZ

Tez Danışmanı

Prof.Dr.Güven SAYILGAN

Ankara-2017

TC
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

**SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN MUKAYESELİ
İNCELEMESİ VE TEORİLERİN TEST EDİLMESİ**

DOKTORA TEZİ

Tez Danışmanı: Prof.Dr. Güven SAYILGAN

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

Prof.Dr. Güven SAYILGAN

Prof.Dr. Hasan ŞAHİN

Prof.Dr. Kadir GÜRDAL

Prof.Dr. Fazıl GÖKGÖZ

Prof.Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU

Tez Sınav Tarihi:

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(...../...../200...)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

İmzası

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	1
TABLolar VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	3
EKLER LİSTESİ	4
GİRİŞ	5
BÖLÜM 1	8
SERMAYE YAPISI VE FINANSAL KARARLAR.....	8
1. Sermaye Yapısı Teorileri	8
1.1. Ödünleşme Teorisi	13
1.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	16
1.2. Bilgi Asimetrisi ve Sinyal Teorisi.....	18
1.3. Ters Seçim ve Temsilcilik Maliyetleri	19
1.4. Firma Kontrolü ve Finansal Sıkıntı.....	20
1.5. Sermaye Yapısı Değişim Hızı	21
1.6. Sermaye Yapısı Teorilerine Eleştiriler.....	21
BÖLÜM 2	24
SERMAYE YAPISI DAVRANIŞLARINI AÇIKLAMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER	24
2.1. Kârlılık	24
2.2. Büyüklük.....	26
2.3. Büyüme Fırsatları.....	27
2.4. Temettü Ödemeleri	27
2.5. Varlık Yapısı	28
2.6. Borç Dışı Vergi Kalkanı	30
2.7. Borsanın Gelişmişlik Düzeyi	31
2.8. Bankacılık Sektörünün Gelişmişliği	33
2.9. Kamu İç Borç Stoku.....	34
2.10. İşletme Riski	35
BÖLÜM 3	36
TÜRKİYE’DE VE YURTDIŞINDA YAPILMIŞ ARAŞTIRMALAR	36
3.1. Türkiye’deki Firmalar Özelinde Yapılan Çalışmalar.....	36

3.2. Yurtdışında Yapılan Çalışmalar.....	45
3.3. Ülkeye Özgü Faktörleri Açıklayıcı Değişkenlere Ekleyen Çalışmalar.....	52
BÖLÜM 4.....	56
SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERE İLİŞKİN BİR UYGULAMA	56
4.1. Araştırmanın Örneklemi ve Değişkenler	56
4.2. Araştırma Soruları ve Hipotezler	68
4.3. Model ve Araştırma Yöntemi	71
4.4. 2003-2014 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinde ve Borsa İstanbul’da Yaşanan Gelişmeler Paralelinde Sonuçların Yorumlanması	77
4.4.1. 2003-2014 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinde ve Borsa İstanbul’da Yaşanan Gelişmeler.....	80
4.4.2. Açıklayıcı Değişkenlerin Kaldıraç Oranına Etkileri ve Firma Davranışlarının Yorumlanması.....	94
4.4.2.1. Merkez Bankası Sektör Bilançolarından Derlenen Veriler.....	94
4.4.2.2. Tez Çalışmasında Elde Edilen Sonuçlar	101
EKLER.....	129
ÖZET	143
ABSTRACT.....	144

TABLolar VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Tablo 1. Araştırmada Ele Alınan Sektörler.....	57
Tablo 2. İmalat Alt Sektörlerin Dağılımı	58
Tablo 3. Kaldıraç Oranları, Açıklayıcı Değişkenler ve Referansları	59
Tablo 4. Tez Çalışmasında Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	66
Tablo 5. Kullanılan Açıklayıcı Değişkenler ve Simgeleri	67
Tablo 6. Modelin Panel Veri Analiz Sonuçları	74
Tablo 7. Açıklayıcı Değişkenler ve Sermaye Yapısı Teorilerine Uyumu	75
Tablo 8. Hipotezler ve Elde Edilen Sonuçlar	76
Tablo 9. T.C. Merkez Bankasının Raporlarından Alınan Veriler.....	95
Şekil 1. Ödünleşme Teorisi.....	15
Şekil 2. Firmaların Yıllar İtibariyle Ortalama Borçluluk Oranları.....	91
Şekil 3. Yıllar İtibariyle Borsanın Gelişmişlik Düzeyi	92
Şekil 4. Sektörlere Göre Firmaların 2003-2014 Yılları Arasında Ortalama Kaldıraç Oranları	93
Şekil 5. Reel Sektörün Finansal Yükümlülüklerinin Gelişimi.....	99
Şekil 6. Yurtiçi Özel Sektör ve Kamu İhraç Büyüklükleri.....	111
Şekil 7. Bankaların Gelişmişlik Düzeyinin Hisse Senedi Piyasasının Gelişmişlik Düzeyine Oranlanması	114

EKLER LİSTESİ

EK 1 Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi	129
EK 2 Redundant Likelihood Testi Sonucu.....	130
EK 3 Hausman Testi Sonucu	131



GİRİŞ

Firmaların varlıklarının devamlılığı finansal yapılarını güçlü bir şekilde oluşturabilmelerine bağlı olup, yanlış sermaye yapısı kararları işletme iflasları ile sonuçlanabilmektedir. Bu nedenle sermaye yapısına verilen önem giderek artmıştır. Miller ve Modigliani'nin 1958 yılında yazdıkları "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment" başlıklı makaleden günümüze kadar konu ile ilgili çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Geliştirilmiş olan bu teoriler temel alınarak sermaye yapısı ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır ve günümüzde halen yapılmaktadır.

Sermaye yapısının oluşturulması ve yönetimi bir firmanın değerinin artırılmasından çok, firmanın mevcut durumunun devamı ve değer kaybının önlenmesi açısından önemli olmaktadır (Koller vd., 2005). Finansın en çok tartışılan konularından birisi olmakla birlikte, herkesin kabul ettiği tutarlı bir sermaye yapısı teorisi mevcut değildir (Brealey vd., 1997).

Değişen firma ve piyasa koşulları sebebiyle, bir firmanın değerini maksimize eden veya sermaye maliyetini minimize eden devamlı ve değişmez bir sermaye yapısı söz konusu değildir (Frank ve Goyal, 2007; Sayılğan, 2010). Sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin hâlâ test ediliyor olmasının en önemli sebebi, firmaların sermaye yapısı kararlarının ülke, sektör, zaman ve firma özelinde sürekli değişiklik gösteriyor olmasıdır. Konu ile ilgili ilk çalışmalar Amerika başta olmak üzere gelişmiş ülkelere odaklanmıştır. Ancak günümüzde firma kaldırıcına etki eden faktörlerin gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasında benzerlik gösterip göstermediği araştırılmaktadır. Bu konuda önemli bir aşama kaydedilmiş olsa da konu henüz netlik

kazanmamıştır ve daha çok araştırma yapılması gerekmektedir (Köksal vd., 2013). Bu sebeple günümüzde halen Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmeler açısından hangi teorilerin daha açıklayıcı olduğunu ortaya koymaya çalışan araştırmalar yapılmaya devam etmektedir.

Rajan ve Zingales tarafından 1995 yılında yapılan çalışma sıklıkla referans gösterilmektedir. Yazarlar, 1995 yılında yaptıkları çalışmada Amerikan firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörlerin diğer ülkelerdeki firmaların sermaye yapısını da etkileyip etkilemediğini araştırmış, G7 ülkelerinin sermaye yapısı ile Amerikan firmalarının sermaye yapılarını karşılaştırmıştır. Sonuçta ortak özellikler tespit edilmiş ancak ileride daha detaylı çalışmaların yapılmasının gerekliliğine vurgu yapılmıştır. Drobetz ve Fix (2003), optimal sermaye yapısı ile ilgili uygulamalara rehberlik edecek yeterli akademik literatür olmadığına vurgu yapmışlar, mevcut kaynakların ise Amerikan verilerine dayanan çalışmalar olduğunu belirtmişlerdir. Jong vd. (2008) firmaya özgü açıklayıcı bileşenlerin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğini tespit etmiştir. Literatürde vurgu yapıldığı gibi gelişmekte olan ülkelerde de yapılacak ilgili çalışmaların literatüre katkısı olacaktır. Bu kapsamda Türkiye özelinde sermaye yapısı kararları konusunda yapılacak çalışmalar kuşkusuz büyük fayda sağlayacaktır. Sermaye yapısı kararlarının oluşturulması ve sürdürülmesi birçok işletme içi ve dışı faktöre bağlıdır. Sermaye yapısı kararlarını etkileyen bileşenlerin belirlenmesi konusunda elde edilen sonuçlar zaman ve koşullara göre değişkenlik göstermektedir.

Tez çalışması ile gelişmekte olan bir ÷lkede araştırma yapılarak uluslararası literat÷re katkı sağlanması, sermaye yapısı ile ilgili geliştirilmiş teoriler test edilerek, işletmelerin ger÷ek hayattaki davranışların ortaya konması amaçlanmıştır.

Tez çalışmasında mali kuruluşlar örnekleme göz ardı edilmiş olup (Rajan ve Zingales, 1995; Drobetz ve Fix (2003), Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren mali kuruluşlar dışındaki işletmelerin sermaye yapısına etki eden faktörler, 2003-2014 yıllarına ait finansal tablo verileri kullanılarak dengesiz panel veri yöntemiyle belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde sermaye yapısı ve finansal kararlar, ikinci bölümünde sermaye yapısı davranışlarını açıklamada kullanılan değişkenler, üçüncü bölümünde Türkiye’de ve yurtdışında yapılmış araştırmalar, dördüncü bölümde uygulama yer almaktadır.

BÖLÜM 1

SERMAYE YAPISI VE FINANSAL KARARLAR

Tez çalışmasının birinci bölümünde sermaye yapısının ve finansal kararların işletme değeri üzerinde etkileri ele alınırken, geçmişten günümüze geliştirilmiş olan teorilerden yola çıkılmıştır. Bu teoriler sırasıyla; Ödünleşme Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Bilgi Asimetrisi ve Sinyal Teorisi, Ters Seçim ve Temsilcilik Teorisidir. Teoriler, Modigliani ve Miller'in çalışmalarının üzerine inşa edilmiş olup, zaman içinde tespit edilen eksiklikler giderilerek teoriler birbirinden farklı noktalara vurgu yapmışlardır. Bu kapsamda teoriler hem birbirleri ile çelişmekte hem de ortak sonuçlara varmaktadır. Teorileri test etmek için yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçların hem ödünleşme teorisini hem de finansman hiyerarşisini desteklemesinin temel nedeni budur.

1. Sermaye Yapısı Teorileri

Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yaptıkları çalışmadan günümüze kadar, borç ve özsermayenin optimal kombinasyonunun firma değerini maksimize edip etmediği sorusu gündeme gelmiş, eğer maksimize ediyorsa, hangi faktörlerin şirketin optimal sermaye yapısını etkilediği sıklıkla tartışılmıştır (Sayılğan vd., 2006). Modigliani ve Miller (1958) çalışmalarında, işletmelerin sermaye yapılarının işletme değerini etkilemediğini, borçlanma miktarını değiştirmekle işletme değerinin artırılmayacağını ileri sürmüşlerdir.

Modigliani ve Miller (1958), piyasaların mükemmel işlediğini, iflas maliyetlerinin, temsilci maliyetlerinin ve piyasa aksaklıklarının (asimetrik bilgi, firma iflası, vergiler vb.) olmadığını varsaymışlardır. Sermaye yapısının önemsizliği varsayımı, finansman seçiminin (tahviller, dağıtılmamış karlar ve hisse senedi ihracı) toplam nakit akımlarının olasılık dağılımını etkilemediği sürece, firmanın değerini etkilemeyeceğini ortaya koymaktadır (Başoğlu vd. 2009).

Modigliani ve Miller'in kuramı üç önermeden oluşmaktadır. Buna göre; I. Önerme: sermaye yapısının önemsizliği varsayımı; firma değerinin sermaye yapısından etkilenmeyeceği yönündeki önermedir. Her firmanın beklenen gelirleri dâhil oldukları risk grubuna ait kapitalizasyon oranıyla hesaplanır. Sermaye yapısı sadece öz sermayeden oluşan bir firma ile sermaye yapısında borç bulunduran aynı risk sınıfındaki bir diğer firmanın piyasa değerleri aynı olmalıdır. Bunun nedeni olarak rasyonel yatırımcı varsayımı gösterilmektedir. İki firma farklı şekillerde finanse edilmişse ve piyasa değerleri farklıysa, yatırımcılar yüksek değerli firmanın hisselerini satın, düşük değerli firmanın hisselerini satın alarak, firmaları aynı piyasa değerine ulaştırırlar (Akgüç, 1994). I. Önermeye göre firmanın değerini belirleyen borç/özsermaye oranı değil, varlıklarıdır (Durukan, 1998). Firmanın elde ettiği kârı kullanma biçimi firmanın değerini etkilemez, bir diğer deyişle kâr dağıtım politikası pazar fiyatının oluşmasında önemli değildir. Önemli olan yatırım kararı ve firmanın kazanma gücüdür. II. Önermede vergilerin olmadığı varsayımı sürdürülmüştür. Ancak 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. Firma değerinin finansal kaldıraçtan etkilenmemesi ortalama sermaye maliyetinin sabit kalmasına bağlıdır (Gürsoy,

2007). Modigliani- Miller son olarak III. Önergelerini ortaya atmışlardır. Buna göre; kurumlar vergisi nedeniyle borç kullanan firmanın değerinin vergi tasarrufu kadar fazla olacaktır.

Modigliani ve Miller'ın varsayımları sırasıyla (Dizdarlar, 1997);

- İş riski, faiz ve vergiden önceki kârla ölçülmektedir. Homojen risk sınıfında yer alan büyüklükleri aynı olan firmalar, iş riski derecesi aynı olan firmalardır. Kuramda aynı risk sınıfındaki firmaların nasıl saptanacağına ilişkin net bir bilgi verilmemiştir (Kula, 2000). Aynı risk kategorisinde olan ve net faaliyet kârları eşit olan firmaların değerleri, arbitraj imkânı nedeniyle eşit olacaktır. Aynı risk kategorisine giren firmalardan birinin hisse senedinin verimi diğerine göre düşükse bu durum uzun süre devam edemez (Akgüç, 1994).
- Simetrik bilgi varsayımına göre (bilgiye erişim herkes için ücretsizdir ve herkes eşit bilgiye erişim imkânına sahiptir) yatırımcıların, gelecekte beklenen firma kazançları ve bu kazançların riskliliği hakkında homojen beklentileri vardır.
- Hisse senetleri ve tahviller, hiçbir işlem maliyetinin olmadığı (menkul kıymetlerin alım ve satım işlemleri için herhangi bir işlem ücreti ödenmez), bireysel ve kurumsal yatırımcıların, firmalarla aynı oranlarda borçlanabildikleri mükemmel sermaye pazarlarında alınıp satılabilir.
- 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.

- Menkul değerler en küçük parçalara ayrılabilir.
- Tüm yatırımcılar rasyonel davranışlarda bulunurlar. Rasyonel yatırımcı, firmaların yatırımlarının kârlılığı ile ilgilenir, firmanın hangi yolla kaynak bulduğu (borçlanma ya da öz sermaye kullanımı) ile ilgilenmez. Rasyonel yatırımcı, borç kullanmayan firmanın hisse senetlerine yatırım yaparak bu firmanın değerini de piyasada borç kullanan firmanın değerine kadar yükseltecektir.
- Firmaların ve bireylerin borcu risksiz olduğundan, borcun faiz oranı risksiz faiz oranıdır ve firma ne kadar borç kullanırsa kullansın sabit kalmaktadır.
- Firmada büyüme yoktur, nakit akışları sonsuza dek aynı kaldığından, firmanın beklenen vergi ve faizden önceki karı sabittir. Tahvillerin nakit akımları da sonsuza dek aynı kalmaktadır. Firmaların sabit olan faiz ve vergiden önceki karı, yatırımcıların tahmini faiz ve vergiden önceki kar düzeyleriyle aynıdır.
- Kurama başlangıçta vergi etkisi dâhil edilmezken daha sonra kurumlar vergisi etkisi dâhil edilmiştir. Kuramda gelir vergisinin hiçbir etkisi yoktur (Dizdarlar, 1997).

Bu varsayımlara sıklıkla eleştiriler getirilmiştir. Özellikle sermaye piyasalarında arbitrajın bu şekilde gerçekleşmeyeceği yönünde eleştiriler olmuştur. Modigliani ve Miller, yapılan eleştirileri dikkate alarak, 1963 yılında yaptıkları çalışmada kurumlar vergisinin olduğu bir ortamda, borç için ödenen faizin vergi matrahını azaltıcı etkisi

olduğundan özkaynak kullanımından daha avantajlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Firmaların en yüksek piyasa değerine, sermaye yapılarını tamamen borç ile oluşturmaları durumunda ulaşabileceklerini savunmuşlardır. Ancak bu çalışmada borçlanmadan kaynaklanan iflas olasılığı (borçlanmanın kritik bir noktaya ulaşmasından sonra) ve iflas maliyetlerini göz ardı etmişlerdir.

1976 yılında Meckling tarafından tanımlanan temsilcilik sorunu ve temsilcilik maliyetleri, hissedarlar ile yöneticiler ve hissedarlar ile alacaklılar arasındaki çıkar çatışmaları ve bu çatışmaların işletmelere yükledikleri maliyetlerdir.

1977 yılında Myers tarafından iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri tanımlanmıştır. İflas maliyeti; yabancı kaynağın maliyetinden dolayı işletmenin finansal baskı altına girmesi ve yeni yabancı kaynak kullanmanın marjinal maliyetinde artış ortaya çıkmasıdır. Bradley vd. (1984) temsil maliyeti ile iflas maliyetlerinin finansal sıkıntı maliyetlerini oluşturduğunu ve finansal sıkıntı maliyetleri ile borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Myers ve Mafluj (1984), asimetrik bilgi ve sinyal etkisi nedeniyle işletmelerin optimal borçlanma oranlarının olamayacağını ileri sürmüşlerdir. Asimetrik bilgi, işletme yöneticileri ile çıkar gruplarının işletme ile ilgili sahip oldukları bilgilerin farklılığına dayanır. Yatırımcıların, işletmenin değeri hakkında içerdekinden daha az bilgiye sahip olması nedeniyle, hisse senetleri piyasa tarafından yanlış değerlendirilebilmektedir. Asimetrik bilgi ve sinyal teorisine göre, potansiyel yatırımcıların işletmenin geleceği hakkında yeterli bilgiye sahip olamamaları, yatırımın finansmanında kullanılması düşünülen hisse senetlerinin yüksek değerlendirildiğine ilişkin bir işaret olarak algılanabilecek ve ihraç edilen hisse senetleri yeterli talebi görmeyecektir.

Ödünleşme ve Finansal Hiyerarşi Teorileri, sermayenin finansmanında özsermaye ve borçlanma seçenekleri arasında nasıl karar verildiğini açıklamaya çalışır. İşletmelerin, özsermaye ile borç arasındaki seçimde en önemli kriterleri maliyettir. Yapılan çalışmaların esas amacı, hangi koşulların borçlanmanın ve öz kaynakların maliyeti üzerinde etkili olduğunun araştırılmasıdır (Okuyan ve Taşçı, 2009).

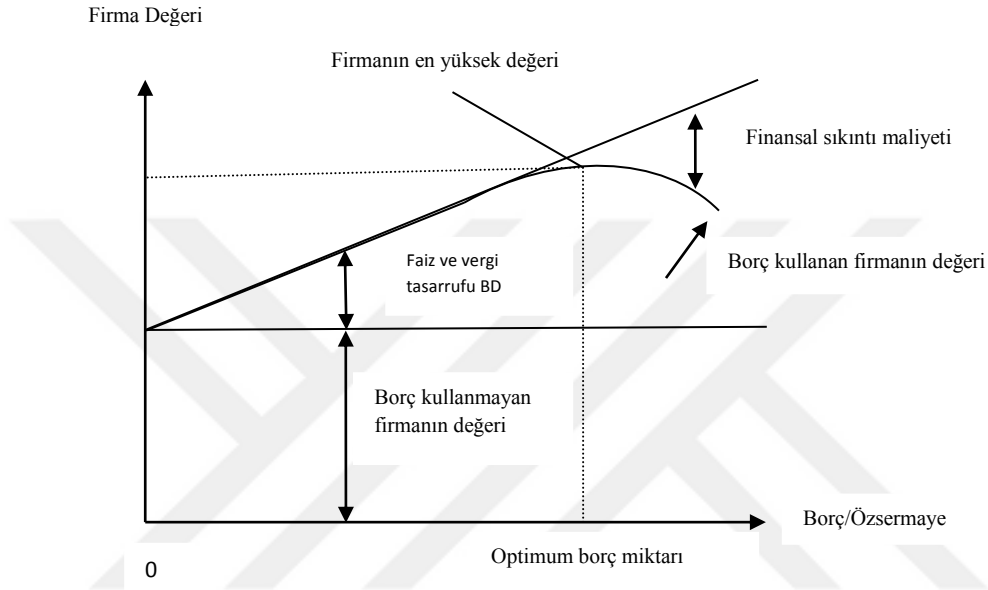
1.1. Ödünleşme Teorisi

İflas maliyetleri (Myers, 1977) ve temsil maliyetleri (Jensen ve Meckling, 1976) Ödünleşme Teorisinin temelini oluşturur. Firmalar, ödenen faizin sağlayacağı vergi tasarrufu ile yöneticilerin finansal anlamda disiplin altına alınması avantajına sahiptir (Azhagaiah ve Gavoury, 2011). Ancak avantajının yanı sıra ortaklar ve kredi verenler arasında oluşacak temsil maliyetlerine katlanmak zorundadırlar. İşletmelerin borçlanması alınan riskleri artırır ve nakit akış problemine neden olabilir bu nedenle borçlanma ve temsil maliyetleri arasında bir denge kurulması gerekmektedir. Bu teoriye göre; borç düzeyindeki artış finansal sıkıntı (iflas ve temsil maliyetleri) maliyetlerinde artışa neden olur ve dolayısıyla firma değeri düşer. Myers (1984), borcun vergi kalkını ile iflas maliyeti arasında bir denge noktasında hedef bir borç oranı belirlenmesini, borçlanmanın faydaları (kurumlar vergisi tasarrufu) ile direkt ve endirekt finansal sıkıntı maliyetlerinin (yöneticiler ile paydaşlar arasında temsilcilik maliyetleri gibi) dengelenmesini öngörmüştür (Graham ve Leary, 2011). Optimal nokta olarak ifade edilen bu borçlanma düzeyinde borçlanmanın marjinal maliyeti ile marjinal faydası birbirine eşittir ve firma performansı maksimum noktadadır. Optimal noktadan sonra firma borçlanmaya devam ederse borcun vergi avantajı ortadan kalkacak, finansal sıkıntı ve iflas riski artacaktır. Firmaların sürekli

borçlanamaması ve firmalar için optimal bir borç oranının olmasının sebebi budur (Weston ve Brigham, 1993). Borçla finansmanın olumsuz sonuçları; iflas riskinin artmasından dolayı faiz yükünün yükselmesi, işletmenin faiz ve vergi öncesi kârlarının faizleri karşılamada yetersiz kalması sonucunda finansal sıkıntı ile karşılaşılmasıdır. Güvenilir işletme, maddi duran varlıkları olan ve vergilendirilebilir kârı tasarruf sağlamaya yeterli olan işletmedir. Bu işletmenin tasfiyesi halinde varlık değerlerinde düşüş daha az olacağından, hedef borçluluk oranları daha yüksek olabilecektir. Maddi olmayan duran varlıklara sahip, kârlılığı yetersiz olan işletmelerin ise özsermaye finansmanını tercih etmeleri gerekecektir. Maddi duran varlıklar ile kaldıraç arasında pozitif ilişki bu şekilde açıklanırken, Ar-Ge harcamaları ile negatif ilişki söz konusu olduğu da ortaya konmuştur (Graham ve Leary, 2011). Firmaların sahip oldukları varlıklar finansal sıkıntı maliyetlerini tanımlar. Borçla finansmanda küçük firmaların büyük firmalara göre iflas riskleri daha fazladır. Bunun nedenlerinden biri büyük firmalar gibi arsa, ekipman ya da diğer duran varlıklara çok fazla yatırım yapmamış olmalarıdır. Maddi duran varlıkları fazla olan işletmelerin finansal sıkıntı maliyetleri daha az olacaktır. Varlık yapısı, hem küçük hem de büyük firmalar için kaldıraç oranı ile pozitif ilişkilidir. Vergi ise büyük firmalar için kaldıraç oranı ile pozitif ilişkilidir ancak küçük firmalar için kaldıraç ile ilişkisizdir (Bas vd. 2009). Bunun nedenlerinden biri yüksek kârlılığın, beklenen finansal sıkıntı maliyetlerini azaltması ve firmaların kaldıraç oranlarını artırarak vergi avantajından daha fazla yararlanmalarını sağlamasıdır. Borcun vergi avantajı, yüksek kâr sağlayan büyük firmalar için avantajlı iken, küçük firmalar daha az kârlı olduklarından vergi avantajı uygun olmayacaktır (Petit ve Singer, 1985). Yatırım fırsatları az olan işletmeler, yöneticiler ile hissedarlar arasında

temsil maliyetleri ile başetmeye çalışırken, büyüme fırsatı olan işletmeler borç yükü sorunu ile yüzleşirler (Graham ve Leary, 2011).

Şekil 1. Ödünleşme Teorisi



Kaynak: Brealey vd., 1977.

Şekil 1’de verilen grafiğe göre firma borçlandıkça piyasa değeri artmaktadır. Firmanın piyasa değeri eğri çizgi ile gösterilmiştir ve finansal sıkıntı maliyetleri arttıkça azalmaktadır. Optimum sermaye yapısı, finansal sıkıntı maliyetlerini borçlanmayla yaratılan vergi tasarrufu ile dengeleyince elde edilecektir.

Ödünleşme Teorisi’ne göre optimal kaldıraç oranından sapmalar maliyetlidir ve acilen düzeltilmesi gerekir (Graham ve Leary, 2011). Jalilvand ve Harris (1984), firmaların hedef bir kaldıraç oranını sürdürmeye çalıştıklarında kaldıraç oranlarının ortalamaya döndüğünü ispatlamışlardır. Groen (2016) tarafından yapılan çalışmada da Ödünleşme Teorisini destekleyen bir sonuç elde edilmiştir. Buna göre; dört

sektörden üçü referans sektörden farklıdır ve firmaların etrafında dağılım gösterdiği bir sektör ortalaması söz konusudur. Ancak, Fama ve French (2002), Baker ve Wurgler (2002), Welch (2004), Iliev ve Welch (2010) tarafından yapılan çalışmalarda hedef kaldıraç oranına dönüş çok yavaştır ve genelleme yapılmaması gerekir.

1.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya konan finansal hiyerarşi teorisine göre; firmanın borç düzeyi daha önceden belirlenmiş bir hedef sermaye yapısına bağlı değildir ve alıkona kârlar ile yatırımlar arasındaki farka göre oluşmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre; firmalar öncelikle borçlanmayı tercih eder, daha sonra hisseye dönüştürülebilir bonolar gibi karma menkul kıymetler (hybrid securities) ihraç ederler ve en son hisse senedi ihracına yönelirler. Bu şekilde davranarak finansman hiyerarşisini takip ederler. İşletmeler hedef kâr payı oranlarını yatırım fırsatlarına göre belirlerler, yatırım yapılacak ise, kâr payı ödeme oranı düşer. Eğer iç fonlar, yatırım harcamaları gereksiniminden az ise menkul kıymetler de yatırım harcamalarında kullanılabilir. Finansal Hiyerarşi Teorisine göre uzun dönem de bile işletmeler hisse senedi ihraç etmekten kaçınırlar (Myers, 1984; Aktaran: Terim ve Kayalı, 2009).

Finansal Hiyerarşi Teorisi, işlem maliyetleri unsurunu da dikkate almaktadır. İşlem maliyetleri; sermaye yapısında dış finansman kaynakları önemli bir paya sahipse önem arz etmektedir. Finansman hiyerarşisinde borçla finansmanın hisse senedi ihracına tercih edilme nedenlerinden biri de işlem maliyetlerinin yeni hisse senedi ihracından daha düşük olmasıdır (Karadeniz vd., 2009).

İşletme hakkında yöneticiler kadar bilgi sahibi olmayan yatırımcılar, yöneticilerin ancak pay senetleri aşırı değerlendirildiğinde pay senedi çıkaracaklarını veya pay senedi çıkarım zamanını bu şekilde ayarlamaya çalışacaklarını varsayarlar ve yeni pay senedine düşük fiyat verirler. Bundan dolayı işletmeler, iyi yatırım projelerini değerlendirebilmek amacıyla nakit şeklinde hazır rezerv oluşturmaya çalışır ve yatırımları iç fonlarla gerçekleştirirler. Yatırımcılar, işletme borç kapasitesini tüketene kadar bekleyecek ve öyle pay senedi alacaktır. Diğer bir deyişle yatırımcılar işletmeyi hiyerarşiyi takip etmeye zorlayacaklardır (Okuyan ve Taşçı, 2009). Finansal Hiyerarşi Teorisi, hem küçük hem de büyük firmalar için geçerlidir. Bunun nedeni bilgi asimetrisi sorununun küçük firmalarda da büyük bir problem olmasıdır. Küçük firmalar bilgi asimetrisi nedeniyle yaşadıkları maliyetlerden dolayı öncelikle iç fonlamayı tercih edebilirler. Yatırımcılar, genel olarak denetlenmiş mali bilançoları görmek isterler ancak küçük firmalar bu maliyetten kaçınabilirler. Yeni hisse senedi ihraç ederken bu tür maliyetler oldukça yüksektir ancak iç fonların maliyetleri yoktur (Bas vd. 2009).

Finansal Hiyerarşi Teorisine göre; yöneticiler kontrol güçlerini kaybetmek istemediklerinden hisse senedi ihracına sıcak bakmayacaktır. Bu durum özellikle yüksek büyüme oranına sahip firmalarda borçlanma oranının yüksek olmasına neden olacaktır (Frank ve Goyal, 2003).

Finansal Hiyerarşi Teorisine göre; dış fon seçiminde borçlanmanın hisse senedi ihracına göre tercih edilmesinin nedeni olarak hisse senedi ihracının borçlanmaya göre daha maliyetli olması gösterilmiştir. Bununla birlikte, hisse senetleri sahipleri

projeyi sonuna kadar kontrol etme ihtiyacı duyarlar ancak borç verenler sadece finansal sıkıntı durumunda yatırımı kontrol ederler (Kula, 2001).

Myers (1984) ile Myers ve Majluf (1984), finansal sıkıntı maliyetleri ve asimetrik bilgi durumunu birlikte ele alarak finansal hiyerarşi yaklaşımını modifiye etmişlerdir. Gelecekteki yatırımlar açısından finansal esneklik hedefleyen firmalar için modifiye edilmiş finansal hiyerarşi teorisi, özsermaye kullanımını ikinci sıraya koymaktadır. Bu değişiklik özsermaye ile finansmanı daha önemli bir hale getirmiştir. Firmalar yatırım yaparken öncelikle likit varlıklarını ve iç kaynaklarını sonra borç yerine özsermaye kullanabilirler (Leary ve Roberts, 2004; Aktaran Karadeniz, 2008).

1.2. Bilgi Asimetrisi ve Sinyal Teorisi

Yatırımcılar, firma varlıklarının değeri hakkında firma içindeki kişilerden daha az bilgiye sahip olduklarında asimetrik bilgi sorunu ortaya çıkmaktadır. İşletmelerden piyasaya bilgi akışı yoğun olmadığından, işletme yöneticileri ile yatırımcılar işletme hakkında aynı bilgiye sahip değildirler (Myers ve Majluf, 1984). Bilgi avantajı, firmanın gelecek beklentileri, yöneticilerin performansı ve maaşa ek verilen primler ile ilgili olabilir (Jensen vd., 1992). Bilgi asimetrisi, Akerlof'un (1970) "Limonlar Sorunu" ile açıklanabilir. Limon, İngilizce'de kötü durumdaki arabaları tanımlamak için kullanılır. Bir araba pazarında, alıcı ile satıcı arasındaki ürün kalitesi hakkındaki bilgi farklılığı, pazarın işleyişini aksatıp, bazen de araba ticaretini tamamen engelleyebilir (Taşçı ve Okuyan, 2009). Borç ve temettü ödemelerinin bilgi asimetrisini azaltmak adına faydası önemsiz düzeydedir. Borç ödemeleri nakit akışını azaltarak, borç verenler ve sermaye sahipleri arasında çatışmaya neden olacaktır. Temettü ödemelerinde değişiklik ise maliyetli bir sinyal olacaktır (Jensen vd., 1992).

Fon ihtiyacının karşılanmasında bilgi asimetrisi özellikle küçük işletmeler için geçerlidir. Bu durumda küçük işletmeler, kendileri hakkında bilgi monopolü kuran bankalardan ağır şartlarla borçlanmak durumunda kalırlar. Küçük işletmeler için en güvenli yol mümkün olduğunca kendi iç fonlarından yararlanmak olacaktır (Taşçı ve Okuyan, 2009).

Sinyal Teorisinde borç kullanımındaki artış şirketlerin piyasaya bildirdiği olumlu bir durumdur çünkü firmanın borçlanması, firmanın başarısı hakkında olumlu bir sinyal olarak algılanmaktadır. Ancak bu olumlu algının oluşması için firmaların kârlılığının yüksek olması ve büyüme potansiyeline sahip olması gereklidir. Bu tür firmalar daha fazla ve daha kolay borçlanabilmektedir. Sinyal teorisine göre, daha az kârlı ve büyüme imkânı olmayan firmalar özsermaye artırımına gitme yolunu tercih edeceklerdir (Öztürk ve Şahin, 2013).

1.3. Ters Seçim ve Temsilcilik Maliyetleri

Ters seçim yaklaşımına göre; firma yöneticileri ve sahipleri, firmanın varlıklarının ve büyüme fırsatlarının gerçek değerini bilmektedirler ancak yatırımcılar bu değeri sadece tahmin edebilmektedirler. Yüksek değerlenmiş bir firmanın yöneticisinin yeni hisse senedi ihracında istekli olacağı, tersi durumda ise isteksiz olacağı öngörülebilecektir. Dışarıdaki bir yatırımcı için özsermaye borca göre daha fazla risklidir ve borca göre daha fazla ters seçim risk primi içermektedir. Bu nedenle yatırımcının özsermayeden getiri beklentisi borca göre daha fazladır. Alıkonan kârlar ise ters seçim problemi taşımamaktadır (Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984; Frank ve Goyal, 2005; Frank ve Goyal, 2003; Karadeniz, 2008).

Yöneticilerin alacaklıların zararına bile olsa hissedarların işine yarayan kararlar almaları ve bunu önlemek isteyen alacaklıların yöneticileri denetim altına almak istemeleri de temsil maliyetlerini oluşturur. Temsil maliyetleri borcun temsil maliyeti ve özsermayenin temsil maliyeti olarak ikiye ayrılır. Yöneticilerin dış yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğu ve dış yatırımcıların projeyi izlemesi yöneticiler tarafından istenmeyen bir durumdur. Bunu engellemek için alınan önlemlere ve bu önlemlere rağmen işletmenin piyasa değerinin düşmesinin oluşturduğu maliyete özsermayenin temsil maliyeti denir. Borç verenlerin verdikleri borç için yüksek faiz talep etmeleri de borcun temsil maliyetidir. Temsil maliyetleri açısından optimal borç oranı toplam temsil maliyetlerini minimum yapan borç oranıdır (Gürsoy, 2007). Literatürde birçok çalışmada düşük büyüme oranına sahip, nakit fazlası olan büyük işletmelerin yöneticileri kontrol altında tutmak amacıyla daha fazla yabancı kaynak kullandıklarını tespit edilmiştir (Jensen ve Meckling, 1976; Stultz, 1990).

1.4. Firma Kontrolü ve Finansal Sıkıntı

Finansal Hiyerarşi Teorisine göre, yöneticiler firmanın kontrolünü kaybetmekten korkarlar. Özellikle, sahip yönetici firmalarda yöneticiler yeni hissedarları kabul etmek istemezler. Bunun nedeni, sermaye sahipleri ve borç verenlerin firmayı kontrol etmek istemeleridir. Sermaye sahipleri yatırımların kontrolünü projenin başından sonuna kadar hiçbir zaman bırakmak istemezler. Borç verenler ise finansal sıkıntı durumu ortaya çıktığında firmayı kontrol etmek isterler. Bu nedenle yöneticiler kısa vadeli borçları, uzun vadeli borçlara ve hisse senedi ihracına tercih ederler.

1.5. Sermaye Yapısı Değişim Hızı

Mükemmel piyasa koşullarında firmalar hedefledikleri sermaye yapısını sürdürmek isterler. Ancak gerçek dünyada oluşacak maliyetler nedeniyle firmalar sermaye yapısında değişiklik yapmaktan çekinirler. Hedeflenen sermaye yapısında kısmi değişim λ ile ölçülür.

Denklemden $D_{i,t+1} - D_{i,t} = \lambda (D^*_{i,t+1} - D_{i,t}) + \delta_{i,t+1}$ şeklinde gösterilir.

Hedef borç oranı $D^*_{i,t+1} = \beta X_{i,t}$

$D^*_{i,t+1}$; i firmasının t+1 zamanındaki hedeflenen borç oranıdır.

$X_{i,t}$; firma karakteristiklerinin vektörüdür.

β ise vektör katsayısıdır.

$D_{i,t+1} = \lambda \beta X_{i,t} + (1-\lambda) D_{i,t} + \delta_{i,t+1}$ denklemi ile değişim hızı (λ) ölçülmektedir. ($1-\lambda$)nın 0 ile 1 arasında olması beklenmektedir. 0; hiçbir değişim olmadığını ifade ederken, 1; firmanın hedeflenen/optimal sermaye yapısına ulaşacak şekilde sermaye yapısını değiştirdiği anlamına gelmektedir (Supra vd., 2016).

1.6. Sermaye Yapısı Teorilerine Eleştiriler

Myers (1993), Statik Ödünleşme Teorisinin genel firma davranışlarını açıklamakta yetersiz olduğunu, firmaların kararlarını anlamak için yol gösterici olamayacağını ifade etmiştir. Statik Ödünleşme Teorisine getirilen eleştiriler; borç oranının firmadan firmaya değişeceği, vergilerin farklı yönlerden firmalara etkilerinin olacağı ve iflas maliyetlerinin sabit maliyetler olarak kabul edilmesinin doğru olmadığıdır. Gerçek hayatta kârlı işletmelerin daha az borçlandıkları görülmekte olup, işletmeler

kârlılık açısından Ödünleşme Teorisini değil finansman hiyerarşisini destekleyen davranışlar sergilemektedirler. Bu eleştirilerden yola çıkılarak, Dinamik Ödünleşme Teorisi geliştirilmiştir, bu teoriye göre firmanın faaliyetleri dönemler itibariyle ele alınarak, hedeflenen kaldıraç düzeyini tutturmak için sapmalara karşı önlemler alınır.

Finansal hiyerarşi teorisi değişmez kâr paylarının nedenini ve firmaların ne zaman adi hisse senedi ihraç edeceğini açıklayamaz (Myers ve Majluf, 1984, Tükeri, 2009).

Finansal hiyerarşi her koşulda geçerli bir bakış açısı vermemektedir. Esas olarak yanlış fiyatlandırma ile ilgili aksaklıklardan dolayı ortaya çıkan koşullara bağlı olarak anlam kazanmaktadır (Sayılğan, 2010).

Finansman hiyerarşisine göre işletmeler ne kadar nakit rezervi yaparlarsa, dış kaynağa o kadar az ihtiyaç duyarlar. Ancak, bir şirketin sahip olacağı serbest nakit girişlerinin bir sınırı olmalıdır (Gürsoy, 2007).

KOBİ'ler özellikle ilk kurulduğu aşamada kolay borçalanamayacaklarından hisse senedi ihracı daha uygun olacaktır (Joshua Abor, 2008, Zaheer vd., 2011). Frank ve Goyal (2003) ve Fama ve French (2005)'e göre küçük ve büyüme hızı yüksek olan işletmeler arasında hisse senedi ihracı tercih edilmektedir. Bu işletmeler bilgi asimetrisi sorunu ile yüzleşirler ancak Lemmon ve Zender 2010 yılında yaptıkları çalışmada firma davranışlarının finansal hiyerarşisine uygun olmadığını ortaya koymuştur.

Yüksek büyüme oranına sahip firmaların borç kapasitesi sınırlı olabilir. Myers ve Majluf (1984) finansal hiyerarşi teorisinin büyüme fırsatı düşük olan firmalar için daha uygun olduğunu ifade etmiştir. Finansal hiyerarşi teorisinin temsil maliyetleri nedeniyle büyüme fırsatı yüksek olan işletmelerin borçlanmayı tercih edeceği

yönündeki görüşün tersine görüşler de söz konusudur. Smith ve Watts (1992) ile Barclay vd. (2001), bu tür işletmelerin daha az borç kullanacağını öngörmektedir.

Finansman hiyerarşi teorisinin kaldıraç ile kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğu yaklaşımına karşıt görüşlerde vardır. Borç verenler, kârlı işletmelere borç vermeyi sürdürmek isteyebilirler. Ayrıca çoğu firmanın yüksek vergi yüküne rağmen sıfır ya da çok düşük kaldıraç oranına sahip oldukları da görülmektedir (Graham, 2000). Stein (1992), firmaların hem ters seçim problemi ile hem de iflas maliyetleri ile yüzleştikleri bir teori geliştirmiştir. İyi firmalar, düşük fiyatlandırma probleminden kaçınmak için borçlanmayı tercih ederler, iyi olduklarının sinyallerini verirler ve kendilerini kötü firmalardan ayırırlar. Bunu yaparken finansal sıkıntı çekme riski ile başa çıkmayı göze alırlar. Baker ve Wurgler (2002), firmaların hisse senetlerinin yüksek değerlendirildiği dönemde yeni hisse senedi ihraç etmelerinin sermaye yapılarına kalıcı etkileri olduğunu ifade etmişlerdir. Yazarlara göre, sermaye yapıları dinamik bir optimizasyon sürecinin çıktısı değil, firmaların geçmiş zamanlama tepkilerinin bir sonucudur. Welch (2004) tarafından da benzer sonuçlar elde edilmiştir, sermaye yapısında değişimler, hisse senedi piyasasının getirilerine tepkiler sonucu ortaya çıkmaktadır. Mayer ve Sussman (2005), sermaye yapısı teorileri içinden tek bir teorisinin firma davranışlarını açıklamakta yeterli olmadığını, firmaların gerçek hayattaki davranışlarının çok daha karmaşık olduğunu ve ileride yeni teorilerin geliştirilmesinin gerekliliğine vurgu yapmışlardır.

BÖLÜM 2

SERMAYE YAPISI DAVRANIŞLARINI AÇIKLAMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER

Tez çalışmasında firmaların davranışları nedenleri ile ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda; firmaların sermaye yapısı kararlarını verirken hangi faktörlerden etkilendiklerini belirlemek amaçlanmıştır. Literatürde sıklıkla açıklayıcı değişken olarak kullanılan firmaya özgü değişkenler sırasıyla; kârlılık, büyüklük, büyüme fırsatları, temettü ödemeleri, varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı ve işletme riski olup, firma dışı değişkenler ise borsanın gelişmişlik düzeyi, bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi ve kamu iç borç stokudur.

2.1. Kârlılık

Modigliani ve Miller (1963), borcun vergi avantajına bağlı olarak, firmaların borcu özsermayeye tercih edeceğini, dolayısıyla yüksek kârlılığı olan firmaların yüksek düzeyde borçlanmayı tercih edeceğini ifade etmiştir. Vergi temelli modeller, kârlı firmaların vergi kalkanından daha fazla yararlanmak adına daha çok borçlanacağını öne sürerken, Finansal Hiyerarşi Teorisi ise kârlı işletmelerin daha az borçlanacağını öne sürmektedir (Huang ve Song, 2006). Finansal Hiyerarşi Teorisine göre, ancak kârlılık düzeyi yeterli olmayan işletmeler dışsal finansman kaynaklarını kullanmayı tercih etmektedirler. Düşük kârlılıkları olan firmalar borcun hisse ihracına nazaran daha düşük maliyetlere sahip olması nedeniyle borç ihracını, hisse senedi ihracına tercih etmektedirler. Bu nedenle bu teoriye göre, borçlanma ve kârlılık arasında negatif bir ilişki vardır (Drobetz ve Fix, 2003; Gülşen ve Ülkütaş, 2012). Finansal

Hiyerarşi Teorisine göre, firmaların belirleyecekleri optimal bir borç/öz kaynak oranı yoktur. Borç oranı, firma içinde oluşturulan kaynakların düzeyine ve yatırım harcamalarına göre değişiklik gösterebilmektedir (Sayılğan ve Uysal, 2011).

Ödünleşme Teorisine göre; kârlı firmalar için iflas maliyetleri daha düşüktür (Jensen, 1986). Ancak kâr elde etmeyen işletmeler, hisse ihracı ve borçlanma yoluyla fon sağlayamayacaklardır. Bunun nedeni daha az kârlı şirketlerin, daha düşük hisse geliri sağladıklarından, bu şirketlerde daha yüksek borçlanma oranlarının, iflas riskini ve borçlanma maliyetini arttırmasıdır (Gülşen ve Ülkütaş, 2012). Ödünleşme Teorisine göre; kârlı işletmelerde ortaya çıkacak serbest nakit akışları temsilci maliyetine yol açacaktır. Bu durumdan kaçınmak isteyen işletmeler ise borç kullanmaya yönelmekte ve bu durum kârlılık ile borç kullanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki doğurmaktadır (Sayılğan ve Uysal, 2011). Temsilcilik maliyetleri temelli modeller de diğer modeller gibi tutarsız öngörüler sunmaktadır. Jensen (1986) ve Williamson (1988) borcu, yöneticilerin işletme kârını dağıttıkları bir araç olarak olarak tanımlamaktadır. Kârlılığı yüksek olan firmalar için yüksek borçlanma yöneticilerin kişisel takdirini dizginleyecektir. Ancak Chang (1999) yılında yaptığı çalışmada, yöneticiler ve yatırımcılar arasında optimal sözleşmeyi borç ve özkaynak arasında bir kombinasyon olarak tanımlanmaktadır, kârlı firmalar daha az borç kullanma eğilimindedirler (Huang ve Song, 2006).

Stiglitz ve Weiss (1981), borç verenlerin iyi ve kötü risk arasında ayırım yapamadığını, bu nedenle gerçek riske bağlı faiz oranları uygulayamadıklarını öne sürmüşlerdir. Bu durumlarda borç verenler borçlanmanın genel maliyetlerini arttırmaya zorlanırlar. Borç verenlerin bu davranışı ters seçim problemine sebebiyet

verir ve iyi riskleri piyasadan uzaklaştırır. Bu bilgi asimetrisi nedeniyle, borç alan firmalar da iç finansmanı dış finansmana tercih ederler.

2.2 Büyüklük

Ödünleşme Teorisine göre; firma büyüklüğü iflas maliyetleri olasılığı için ters yönlü bir göstergedir. Büyük firmalarda ürün ve hizmet çeşitlendirmesi çok olduğundan hem iflas riski düşüktür hem de iflas durumunda maliyetler düşük olacaktır. Dolayısıyla kaldıraç ile firma büyüklüğü arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur.

Finansal Hiyerarşi Teorisine göre de kaldıraç ile arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Büyük işletmelerde gelirlerde oynaklık seyrekler. Asimetrik bilgi sorunu bertaraf edilebilir (Bas vd., 2009). Ancak tersi yönde görüşler de söz konusudur ve işletme büyüklüğü ile borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğunu ifade etmektedirler. İşletme büyüdükçe, karmaşık organizasyon yapısı ve bilgi asimetrisinden kaynaklanan sorunlar maliyetlere yol açtığından işletmenin borçlanması zorlaşmaktadır. Rajan ve Zingales (1995), firmaların büyüklüğünün artması ile dış finansman ihtiyaçlarının azaldığını tespit etmişlerdir.

Büyük firmalar uzun süredir varlıklarını sürdürdüklerinden ve çok iyi tanınır olduklarından daha az ters seçim problemi ile karşılaşır ve daha kolay hisse senedi ihraç edebilirler. Küçük işletmeler ise ters seçim problemi ile karşılaşmaktadırlar (Frank and Goyal, 2005).

2.3. Büyüme Fırsatları

Büyüme fırsatları ile ilgili literatürde farklı görüşler mevcuttur. Firmaların yüksek büyüme oranlarının borçlanma isteklerini artırdığı yönünde görüşler olmakla birlikte, büyüyen firmaların temsil maliyetlerini azaltmak adına daha az borç kullanacaklarını öngören çalışmalar da mevcuttur. Jensen ve Meckling (1976), Rajan ve Zingales (1995), Temsil Teorisine dayanarak büyüme fırsatları ve kaldıraç oranı arasında negatif ilişki öngörmektedir. Myers (1977), bilgi asimetrisinden dolayı yüksek kaldıraç oranlarına sahip firmaların pozitif getirisi olan yatırımlardan kaçındıklarını belirtmiş ve büyük miktarlarda yatırım fırsatlarına (aynı zamanda büyüme opsiyonları) sahip firmaların düşük kaldıraç oranlarına sahip olacağını öne sürmüştür (Bevan ve Denbolt, 2002). Finansal Hiyerarşi Teoremine göre, büyüme fırsatları firmaların gelecekteki borçlanma yeteneklerini arttıracaktır. Ödünleşme Teorisine göre ise yüksek büyüme büyük iflas riskini de beraberinde getireceği için negatif yönlü bir ilişki söz konusu olabilecektir. Büyüme fırsatları maddi olmayan varlıklarla ilgiliyse, teminat olarak gösterilemezler ve bu durumda firmalar borçlanmak istemezler, kaldıraç oranı ile ters yönlü bir ilişki ortaya çıkar.

2.4. Temettü Ödemeleri

Finansal Hiyerarşi Teorisi, firmaların neden temettü dağıttığını açıklamaz (Myers, 1984). Firmalar herhangi bir nedenle temettü dağıtmaya karar verdiklerinde finansal hiyerarşi varsayımlarının kararları etkileyeceği öne sürülmektedir. Kârlılığı az olan, yatırımları fazla olan ve yüksek kaldıracı olan firmalar için temettü ödemesi çekici olmayacaktır. Dolayısıyla diğer etkenler kontrol altında iken, kârlılığı yüksek olan

firmalar temettü ödemesinde bulunurlar. Temettü ödeme oranı yatırım fırsatları ve kaldıraç ile ters yönlüdür (Fama ve French, 2002). Piyasa aksaklıkları önemli olduğunda, yatırım fırsatları olan kârlı işletmeler temettü ödemesi ve sermaye harcamaları arasında seçim yapmak zorunda kalabilir çünkü piyasa aksaklıkları temettü ödemesi ve yatırım projeleri arasında rekabet yaratır. Bu nedenden dolayı yüksek büyüme oranı ve yatırım fırsatları olan işletmeler daha az temettü ödemektedirler (Myers ve Majluf, 1984). Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre, işletmenin geçmiş yıllarda ödenen temettüleriyle, mevcut borçluluğu arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. İşletmeler mevcut fonlarını kâr dağıtımında kullandıklarından dışsal kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. Ancak Ödünleşme Teorisine göre temettü ödemeleri ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki mevcuttur. Firmanın yüksek temettü ödemiş olması, dışsal finansman ihtiyacının düşük olduğu sinyali vermektedir (Gülşen ve Ülkütaş, 2012).

2.5. Varlık Yapısı

Duran varlıkları fazla olan işletmelerde varlıklar teminat olarak kullanılabilir. Borç verenler teminat isteyeceklerinden, teminat gösteremeyen firmalar yüksek faiz ödeyerek borçlanmak ya da borç yerine hisse senedi ihraç etmek zorunda kalabilirler. Varlıklar, borcun temsil maliyetini yani borç verenin riskini azaltmak adına kullanılırlar. Dolayısıyla, maddi duran varlıklar ile kaldıraç arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır (Scott, 1977; Harris ve Raviv, 1990; Huang ve Song, 2006). Küçük firmalar şeffaf olmadıklarından ve bilgi asimetrisi sorunu ile yüzleştiklerinden borç için teminat çok önemlidir. Dolayısıyla hem küçük hem de büyük firmalar için kaldıraç ve varlık yapısı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir (Michealas vd.,

1999; Sagorb ve Mira, 2005). Borçların uzunluğu, teminat olarak gösterilen varlıkların ömrü ile doğru orantılıdır (Myers, 1977). Varlık yapısı ve uzun dönem borç arasında pozitif bir ilişki varken, varlık yapısı ve kısa dönem borç arasında negatif ilişki vardır (Van der Wijst ve Thurik, 1993; Hall vd., 2004; Sagorb-Mira, 2005). Sabit aktiflerinin oranı yüksek olan firmalar düşük faiz oranı ile borç alabilirler. Düşük oranda sabit varlıkları bulunan firmaların ise borç maliyeti yüksek olacaktır. Maddi teminat veremeyen firmalar ya yüksek faiz oranı ile borçlanmakta ya da borç yerine hisse senedi ihraç etmektedirler (Demirhan, 2009). Duran varlıkların, iflas sonrasında bile değer yaratabilmesi, duran varlıkları fazla olan işletmelerin risklerini azaltmaktadır. Dolayısıyla duran varlıkları fazla olan işletmeler daha uygun koşullarda borçlanabileceklerdir (Sayılğan vd., 2006). Net sabit varlıkları büyük olan firmalar daha çok devamlı sermayeye gereksinim duyacaklarından daha çok borçlanacaklardır (Acaravcı, 2004).

Ödünleşme Teorisi ve Temsil Teorisi kaldıraç ile maddi duran varlıklar değişkeni arasında pozitif yönlü ilişkiyi desteklemektedir. Temsil sorunu çerçevesinde maddi duran varlıkların büyüklüğünün, yöneticilerin rahat borçlanma fikri ile gereğinden fazla borçlanabilecekleri öne sürülmüştür. Bu durum iflas riskini arttırabilecektir (Terim, 2009). Temsil Teorisine göre; bir başka açıklama da ise yüksek kaldıraç oranına sahip firmalar, yatırım yapmaktan kaçınırlar ve servetlerini borç verenlerden hissedarlara transfer ederler. Hissedarlar ve borç verenler arasında temsil sorunu, varlık ikamesi ve daha az yatırım sorununa neden olmaktadır. Bu sorunları ortadan kaldırmak için büyüme fırsatına sahip firmalar düşük kaldıraç oranını ve hisse senedi ihracını tercih ederler. Çünkü finansal kaldıraç arttıkça çatışma ve buna bağlı olarak maliyetler de daha şiddetli hale gelmektedir. Ayrıca borçluluk oranı yüksek

şirketlerde borç verenlerin şirketi daha yakından takip etmeleri de yöneticilerin düşük borçlanmayı tercih etmelerine neden olmaktadır.

Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre, yatırımcılar daha yüksek tutarda maddi varlıkları olan işletmelere yatırım yaparken, daha az asimetrik bilgi sorunu ile karşılaşır. Asimetrik bilgi sorununun olmaması yatırımcıları borç veren olmaktansa ortak olmaya yönlendirir. Dolayısıyla yüksek tutarda maddi duran varlıklara sahip işletmeler, özsermaye ile finansmana ağırlık vererek, daha az borçlanırlar (Sayılğan ve Uysal, 2011).

2.6. Borç Dışı Vergi Kalkanı

Amortisman, itfa payları, araştırma geliştirme giderleri ve yatırım teşvik indirimleri aracılığıyla kazanılan vergi tasarrufu borç dışı vergi kalkanı olarak tanımlanmakta ve sağlanan bu vergi indirimi, borcun vergi avantajı yerine değerlendirilmektedir (Akman, 2012). De Angelo ve Masulis (1980), borç dışı vergi kalkanı avantajından yararlanan firmaların muhtemelen kârlı ve vergi matrahlı firmalar olduğunu ve bu firmaların da borçlanma yoluyla borcun vergi kalkanı avantajını kullanmak istediklerini belirtmiştir (Terim ve Kayalı, 2009). Hem Ödünleşme Teorisi hem de Finansal Hiyerarşi Teorisi borç dışı vergi kalkanı ve borçluluk oranı arasında negatif yönlü bir ilişki öngörmüştür. Ancak borçlanma ve borç dışı vergi kalkanı arasında pozitif yönlü ilişki de görülebilir. Firma, risksiz borç kullanma esnekliğini korumak ister, teminat niteliği taşıyan maddi duran varlık oranı yüksektir ve yatırım teşvikleriyle yatırımlarına devam eder (Bradley vd., 1984; Mac Kie, 1990; Aktaran: Akman, 2012). İşletmeler borç dışı vergi kalkanlarını kullanarak gelirlerini vergilendirilmeye karşı korurlar. Hatta borç dışı vergi kalkanlarından yeterince

yararlanan işletmeler, faiz giderleri dışındaki bazı gider tahakkuklarının sağladığı matrahı düşürme olanağı ile matrahlarını sıfıra kadar indirebilirler (Sayılğan ve Doğan, 2005). Türkiye’de oranlar arasındaki negatif ilişkinin çok güçlü olması, firmalara sağlanan teşvik ve yatırım indirimlerinin finansman kararlarında vergi oranlarına göre daha fazla etkiye sahip olduğu şeklinde yorumlanmıştır (Durukan, 1997). Vergiden muaf Arap ekonomilerinde NDTS pozitif anlamlı bir açıklayıcı değişkendir ancak vergi sistemi işleyen ülkeler için NDTS anlamlı değildir (Barakat ve Rao, 2003; Singh, 2016). Borç dışı vergi kalkanının vergi sistemi olmayan ülkelerde pozitif ve anlamlı bir sermaye yapısı değişkeni olmasının nedeni, teminat olarak görülmesidir. Vergi sistemi olan ve yüksek marjinal vergi oranı olan ülkelerde, borç dışı vergi kalkanı negatif ancak anlamsız bir değişkendir, bunun nedeni beklendiği üzere vergi sistemi olan ülkelerde borç dışı vergi kalkanının, borcun vergi kalkanına ikame olmasıdır (Singh, 2016). NDTS, kârı düşük olan firmalarda ya da vergi oranı düşük olduğunda borcun vergi kalkanını dışlayacaktır. Ancak yüksek kârlılıkları olan firmalarda bu ilişki pozitif yönlü olacaktır (Graham, 1996).

2.7. Borsanın Gelişmişlik Düzeyi

Sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyinin firmaların finansal tercihleri üzerinde önemli bir rolü vardır. Borsa ne kadar aktifse, firmalar hisse senedi ihracını borçlanmaya tercih edeceklerdir. Borsanın gelişmişlik düzeyi borçlanma ile ters yönlüdür. Giannetti (2003), sekiz Avrupa ülkesinde yaptığı çalışmasında firmaların kaldıraç oranına borsanın gelişmişlik düzeyinin anlamlı bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Literatürde tersi yönünde görüşler de mevcuttur. Borsanın gelişmesi

firmaların kaldıraç oranlarına pozitif etki eder. Borsa gelişmeye başlayınca, firmalar sadece hisse senedi yoluyla finansman kaynağı sağlamamakta aynı zamanda bankalar ve diğer finansal kurumlardan da borç almaya devam etmektedirler (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2002). Demirgüç-Kunt ve Maksimovic 1996 yılında yaptıkları çalışmada Türkiye'nin de içinde bulunduğu 10 gelişmekte olan ülkede borsanın gelişmişlik düzeyinin (hisse senetlerinin piyasa değerinin gsyih'laya oranı) sermaye yapısına etkisi olmadığını tespit etmiştir. Ancak çalışmalarında büyük firmaların sermaye yapılarına borsanın gelişmişliğinin pozitif etkisi olduğunu belirlemişlerdir. Küçük firmalar için ilişki (negatif yönlü) anlamlı değildir. Yazarlara göre büyük işletmeler, borsa gelişimine paralel olarak hem özsermaye ile hem de borçla finanslamayı arttırmaktadırlar. Ancak Agarwal ve Mothadi (2004), Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç (1995)'in çalışmalarına eklemeler yaparak 21 ülke ve 17 yılı kapsayan bir analiz ortaya koymuşlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre; sermaye piyasalarının gelişmişliği ile işletmelerin borçlanma düzeyleri arasında negatif, anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Sermaye piyasalarının gelişmişliğinin kısa vadeli borçlanma üzerindeki etkisinin uzun vadeli borçlanmaya göre daha fazla olduğu belirlenmiştir. Büyük işletmeler, küçük işletmeler göre sermaye piyasalarına daha kolay erişim sağlamaktadırlar. Bu nedenle küçük işletmeler daha yüksek kaynak maliyetine katlanmaktadırlar (Titman ve Wessels, 1988; Whited 1992; Aktaran: Okuyan ve Taşçı, 2010). Boyd ve Smith (1996), gelişmiş ülkelerde yatırımcıların borçlanmaktan ziyade özsermaye kullandıklarını, gelişmekte olan ülkelere ise özsermaye ile finanslamayı neredeyse hiç kullanmadıklarını tespit etmişlerdir.

2.8. Bankacılık Sektörünün Gelişmişliği

Finansal sistemin geliştiği ülkelerde sermaye yapısı ile bankacılık sektörü birbirlerini tamamlamaktadırlar (Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 1996). Gelişmiş bankacılık sektörü büyümeyi, sermaye birikimini ve verimlilik artışını pozitif şekilde etkilemektedir. Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç (1996), bankacılık sektörünün gelişmişliği ve kaldıraç arasında pozitif anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Bankalar finansal aracılık faaliyetlerini yürütürken, ellerindeki sermayeyi daha verimli alanlara aktarma yönünde çaba sarf etmektedirler. Bu bağlamda bankalar, kurumsal anlamda daha güçlü işletmeleri seçerek yatırımları artırabilmektedirler. Özel sektöre verilen krediler ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemde önemli bir ilişki vardır (Beck vd., 1999; Levine ve Zervos, 1998; Caporale vd., 2009). Mevduat ve kredi değişkenlerindeki gelişme, ekonomik büyümeyi olumlu etkiler ve ekonomik büyümeyle birlikte özel sektör kredilerindeki gelişme artar (Agu ve Chukwu, 2008). Güloğlu ve Bekçioğlu (2002) yaptıkları çalışmalarında borsanın geliştiği dönemlerde özellikle küçük firmaların sadece hisse senedi ihracı ile finansal kaynaklar sağlamadığını aynı zamanda bankalardan da borçlanmaya devam ettiğini tespit etmişlerdir. Bunun en önemli nedenlerinden birisi olarak da bankacılık sektörünün borsadaki gelişmelerden yararlanarak kredi imkânlarını artırmaları ve böylelikle de küçük firmaların borçla finansmanı artırmaları gösterilmiştir.

2.9. Kamu İç Borç Stoku

Ülke borçluluğunu en geniş kapsamla tanımlayan kamu sektörü brüt borcu, belirli bir tarih itibarıyla devletin doğrudan veya dolaylı olarak kontrolünde bulunan tüm kurum ve kuruluşların, kamu sektörü dışında kalan dünyaya ödemekle yükümlü oldukları borç toplamını ifade etmektedir. Kamu net borç stoku ise kamunun varlıklarını da göz önünde bulundurarak kamunun borçluluk durumunu ifade eden bir göstergedir. Bir ekonomideki yerleşiklerin, yine aynı ekonomi içerisindeki yerleşiklere olan borcu iç borç, ekonomi dışındakilere olan toplam borçları da dış borç olarak tanımlanmaktadır. (Derya, 2015). İç borçlar, kamu bütçesinde yer alan hizmetlerin finansmanı için yurt içi kaynaklardan sağlanan, alınırken ve verilirken ülkenin toplam kaynaklarının artmasına ya da azalmasına yol açmayan kamu borçlanmasıdır. Borçlanma ile satın alma gücü özel kesim ve kamu kesimi arasında el değiştirir. İç borçların en büyük alıcısı durumunda olan bankaların toplamış oldukları mevduatı krediye dönüştürme eğilimini düşürür, yüksek kredi faizlerinin oluşması neticesinde yatırımlar üzerinde caydırıcı bir etkisi olur. Banka sisteminin yatırımların finansmanına katkı sağlamasına engel olur (Karluk vd., 2010). Kamu iç borçlanması yeterince derinleşmemiş finansal piyasalarda yurt içi birikimlere el koyar ve yatırımlara yöneltilecek kaynakların azalmasına sebep olur. Ayrıca faiz oranları yükselir ve en nihayetinde özel sektör borçlanması üzerinde olumsuz etki yapar (Acaravcı, 2004). Yapısı ve seviyesi bakımından sürdürülebilir niteliğe sahip kamu borç yükü (borç stoku/GSYİH), istikrarlı bir ekonominin temelini oluşturan temel unsurlardan biridir.

2.10. İşletme Riski

İşletme riski, işletmenin finansal sıkıntı yaşaması ve bu sürecin sonunda iflas etmesi olasılığını ifade eder. Risk işletmenin gelecekte elde edeceği gelirlerde istikrarsızlık yaşaması sonucu ortaya çıkar. Belirsizlik ve istikrarsızlık, işletmenin borç verenlere karşı yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğinin bir göstergesi olarak kabul edilir. Satışları dalgalanma gösterdiğinden kârları istikrarsız olan firmaların, riski azaltabilmek için, finansmanda daha geniş ölçüde öz sermaye kullanmaları gerekmektedir. Böylece yüksek olan iş risklerini, düşük bir finansman riski ile dengeleyebilirler (Akgüç, 1994). Diğer bir ifadeyle satışları istikrarsız olan işletmeler finansmanda daha az yabancı kaynak kullanmak yoluyla riski azaltabilirler. Bunun tersi olarak satışları istikrarlı olan işletmeler finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanarak kârlılıklarını arttırabilirler (Aydın vd., 2010). İşletme riski, finansal risk ile karıştırılmamalıdır. Finansal risk; sabit gider niteliğinde faiz yükü getiren menkul kıymetlerin işletmenin net kârındaki veya hisse başı kârındaki değişkenliği arttırması durumudur. Ödünleşme Teorisine göre, borçluluk oranı ile işletme riski arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur, finansal sıkıntı risk ile birlikte artar ve borçlanmayı zorlaştırır. İşletmelerin finansal sıkıntı olasılığı risk ile artacağından, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri firmanın değerini etkileyecek düzeylere gelirse borçlanma oranını da etkileyecektir. Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre; firmalar gelecekte nakit akışlarının azalması nedeniyle finansal sıkıntı yaşayacaklarından borçlanma oranlarını düşük tutarlar. Genel olarak işletme riski yüksek olduğunda, borç oranının diğer bir ifadeyle finansal kaldıraç düzeyinin düşük veya negatif gerçekleşmesi kabul edilmektedir (Myers, 2001).

BÖLÜM 3

TÜRKİYE'DE VE YURTDIŞINDA YAPILMIŞ ARAŞTIRMALAR

Tez çalışmasının üçüncü bölümünde sermaye yapısını etkileyen faktörler ve sermaye yapısı teorileri üzerine Türkiye’de ve yurt dışında yapılmış olan çalışmalar özetlenmiştir. Sermaye yapısı ile ilgili ilk çalışmalar gelişmiş ülkeler özelinde yapılmış olup, günümüzde gelişmekte olan ülkelerde de çok sayıda çalışma yapılmaktadır. Teorilerin gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmış olması gelişmekte olan ülkeler için geçerliliğinin sıklıkla araştırılmasına neden olmuştur. Ancak sermaye yapısı kararları firmaya özgü değişkenlere, makroekonomik koşullara ve ülkesel faktörlere bağlı olduğundan araştırmacılara dinamik bir çalışma alanı vermektedir. Literatüre kazandırılan her güncel çalışma yeni bir katkı sağlamaktadır.

3.1. Türkiye’deki Firmalar Özelinde Yapılan Çalışmalar

Köksal vd. (2013), çalışmalarında üretim ve üretim dışı firmaları, büyük ve küçük firmaları, genç ve olgun firmaları ele alarak yaptıkları analiz sonucunda, kaldıraç oranlarının büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, sektör medyan kaldıraç oranları, enflasyon ve yabancı sermaye girişleri ile pozitif; kârlılık, işletme riski ve reel gayri safi yurtiçi hasıla büyümesi ile negatif ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Firma büyüme oranının sermaye yapısı kararları ile ilişkisi bulunamamıştır. Üretim firmaları ve genç firmaların kaldıraç oranları üretim dışı ve olgun firmalardan daha yüksektir ve kısa dönem borçluluk oranları çok yüksektir. Büyük firmaların uzun

dönem kaldıraç oranları küçük firmalardan daha fazladır ancak kısa dönem kaldıraç oranları küçük firmalardan daha düşüktür. Bir firmanın sermaye yapısını en çok etkileyen yaşı ya da sektörü değil büyüklüğüdür. İşletme riski küçük firmalar için önemli bir etkenken büyük firmalar için değildir. Enflasyonun büyük firmalar için önemli, küçük firmalar için ise önemsiz olduğu tespit edilmiştir. Yabancı sermaye girişlerinin üretim sektörü dışındaki olgun ve büyük firmalar için büyük önemi vardır. Çalışmada Ödünleşme Teorisine uyan sonuçlar elde edilmiştir.

Gülşen ve Ülkütaş (2012), yaptıkları çalışma ile hisse senetleri İMKB’da işlem gören sanayi işletmelerinin, sermaye yapısı yaklaşımlarını panel veri analizi yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışmada 143 adet işletmenin 1990-2005 yılları için yıllık mali tablolarından elde edilen veriler kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre; bir önceki yılın kârlılığı ile kaldıraç arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmıştır. Ancak ilgili dönemki kârlılık ile kaldıraç arasında anlamlı negatif bir ilişki, firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında da negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar finansal hiyerarşi teorisinin yapmış olduğu öngörüyü desteklemektedir.

Sarioğlu vd. (2013), çalışmalarında 2007-2011 döneminde hisse senetleri İMKB’de işlem gören çimento, otomotiv ve otomotiv yan sanayi ve bilişim sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri ve sermaye yapısı kararlarında sektörler arası farklılıkları belirlemişlerdir. Bağımsız değişkenler şirketlerin kârlılık, büyüklük, varlık yapısı, likidite, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranıdır. Çalışmada ilgili sektörlerde sermaye yapısı teorileri ile uyumlu bir yapının olduğu ve sektörler arasında sermaye yapısı kararlarında farklılıklar bulunduğu ortaya konmuştur.

Kısakürek ve Aydın (2013), Borsa İstanbul'da 1992-2011 yılları arasında faaliyet gösteren 104 adet finans sektörü dışındaki işletmenin sermaye yapısı ile kârlılıkları arasındaki ilişkiyi kriz yıllarını da dikkate alarak incelemişlerdir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler sırasıyla özsermaye kârlılığı, satış kârlılığı ve aktif kârlılığı olup, bağımsız değişkenler firma büyüklüğü, finansal yabancı kaynak/toplam yabancı kaynak, finansal yabancı kaynak/toplam varlık, toplam yabancı kaynak/toplam varlık, yeniden değerlendirme/özkaynak, ödenmiş sermaye/özkaynak, finansman gideri/toplam yabancı kaynak, özkaynak/toplam kaynak, uzun vadeli toplam borç/toplam kaynak, kısa vadeli toplam borç/toplam kaynak şeklinde belirlenmiştir. Sonuç olarak firmaların kriz yılları da dâhil olmak üzere öz kaynakları tercih ettiği tespit edilmiştir. Sermaye yapısı ile satış kârlılığı, aktif kârlılığı doğru orantılı ve öz kaynak kârlılığı arasında da ters orantılı ilişki tespit edilmiştir.

Sayılgan ve Uysal (2011), 1996-2008 döneminde işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörleri panel veri analizi yöntemiyle Merkez Bankası'nın yayınladığı sektör bilançolarından yararlanarak araştırmışlardır. Çalışmada kaldıraç oranına etkisi araştırılan değişkenler sırasıyla; büyüklük, varlık yapısı, kârlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı ve iflas riskidir. Analiz sonuçlarına göre; sermaye yapısı ile borç dışı vergi kalkanı arasındaki negatif, büyüme fırsatları, varlık yapısı, kârlılık ve büyüklük ile ise pozitif ilişki saptanmıştır. Elde edilen bulgular büyük oranda Ödünleşme Kuramı ile uyumludur.

Okuyan ve Taşçı (2010), sanayi işletmelerinde sermaye yapısı teorilerini test etmek için 1000 işletmeye ait 1993–2007 arasındaki veriler analize tabi tutulmuştur. Modelde kullanılan bağımlı değişken toplam borçlar/aktifler oranıdır. Bağımsız değişkenler ise işletmenin büyüklüğü, kârlılık, işletmenin yarattığı katma değer (brüt katma değer, net katma değere, amortismanlar ve net dolaylı vergiler eklenerek hesaplanan bir değişkendir. Net katma değer ise ödenen maaşlar ve ücretler, ödenen faizler ve ana faaliyet kârından oluşmaktadır), ihracat oranı, ortaklık yapısı içinde özel sektörün payı ve ortaklık yapısı içinde yabancıların payıdır. Sonuçlara göre borçluluk oranı ile aktif büyüklüğü ve kârlılık arasında negatif, ihracat oranıyla pozitif ilişki olduğu ve ortaklık yapılarının borçluluk oranını etkilemediği saptanmıştır.

Ata ve Ağ (2010) yaptıkları çalışmada İMKB’de kayıtlı bulunan 42 firmanın 2003-2007 yılları arasındaki verilerini kullanarak, firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Bu çalışmada, Metal Ana Sanayi ve Metal Eşya, Makine, Gereç Yapımı Sektörleri kapsamında, kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak borçlanma oranının logaritması kullanılmıştır. Borçlanma oranı ise firmanın kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamının varlıklara oranı şeklinde hesaplanmıştır. Firma karakteristiğini temsil eden sermaye yapısı belirleyicileri olarak, likidite oranı, faiz karşılama oranı, firma büyüklüğü ve büyüme oranları kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre firma karakteristiğini temsil eden değişkenlerden olan firma büyüklüğü dışındaki diğer tüm değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde negatif etkisi söz konusudur.

Yıldız vd. (2009), sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğini 1998-2006 yılları arasında İMKB’de işlem gören 138 adet imalat işletmesi için panel veri regresyon analizi yöntemiyle test etmişlerdir. Seçilen üç bağımlı değişken için üç ayrı model kurularak kârlılık, maddi duran varlıkların payı, işletme büyüklüğü, büyüme oranı, vergi ve borç dışı vergi kalkanı bağımsız değişkenlerinin sermaye yapısı üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Sonuç olarak, sermaye yapısı ile kârlılığın negatif ve büyüme oranının pozitif ilişkide olması finansal hiyerarşi teorisini; sermaye yapısı ile işletme büyüklüğünün pozitif ilişkide olması ödünleşme teorisini desteklemektedir. Borç dışı vergi kalkanı ve vergi oranı değişkenleri istatistiksel olarak anlamsız çıkarken, maddi duran varlıkların payının sadece kısa vadeli borçlar için sermaye yapısı ile negatif ilişkili olduğu ortaya konmuştur.

Korkmaz vd. (2009), 2003–2006 yılları arasında hisse senetleri İMKB’de işlem gören 16 adet otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmesinin verilerini panel veri yöntemiyle analiz etmiştir. Analiz sonuçları otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının en çok özsermaye kârlılığı ve borç dışı vergi kalkanı değişkenlerinden etkilendiğini göstermiştir.

Terim ve Kayalı (2009), 2000-2007 yılları arasında İMKB’de kayıtlı imalat sektöründe faaliyet gösteren 134 firmanın net sabit varlıklar, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, kârlılık ve büyüme fırsatları değişkenlerinin sermaye yapıları ile ilişkilerini analiz etmiştir. Çalışmanın sonucuna göre firma büyüklüğü ve büyüme fırsatlarının borçluluk oranı ile pozitif ilişkili; kârlılık, net sabit varlıkların payı ve borç dışı vergi kalkanının borçluluk oranı ile negatif ilişki içinde olduğu ortaya konmuştur.

Fettahoğlu ve Okuyan (2008), İMKB’de işlem gören Taşa ve Toprağa Dayalı Sanayi sektöründeki işletmelerin sermaye yapılarının açıklanmasında hangi teorilerin geçerli olduğunu ortaya koymaya çalışmışlardır. Araştırma sonucunda, sözkonusu sanayi sektöründe sermaye yapısı hedefinin olmadığı ve ağırlıklı olarak özsermaye ile finanse edildiği ortaya çıkmıştır. İşletmelerin sermaye yapısı kararlarında finansal hiyerarşi teorisine uygun davrandıkları ortaya konulmuştur.

Akkaya (2008), İMKB’de işlem gören deri tekstili işletmelerinin sermaye yapısı, varlıkları ve kârlılıkları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bu amaçla 1997-2006 yılları arasında faaliyet gösteren 26 şirket arasından 10 tanesi tesadüfi olarak seçilmiştir. Çalışma sonucunda kaldıraç oranıyla işletme büyüklüğü değişkeni arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif ilişki tespit edilmiştir. Aynı zamanda, kaldıracın işletme riskini artıran bir faktör olduğu, firmaların büyümesinin ve işletmelerin artan rekabet nedeniyle satışlarını artırabilmek için uyguladıkları faaliyetlerin borçlanma ihtiyacını da artırdığı ortaya konulmuştur.

Demirhan (2009), çalışmasında İMKB’nin 2006 faaliyet raporunda ulusal hizmetler sektörü bölümünde yer alan 20 işletmenin 2003-2006 dönemine ait verileri regresyon modeli aracılığıyla analiz etmiştir. Sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörler olarak kârlılık, firma büyüklüğü, büyüme olanakları, varlık yapısı, firma riski, vergi, borçlanma maliyeti, likidite, borç dışı vergi kalkanı alınmıştır. Modellerde kullanılan bağımlı değişkene göre farklı açıklayıcı değişkenler belirlenmiştir. Her bir bağımlı değişken için oluşturulan modellerin test edildiği regresyon analizi sonucunda hizmet firmalarının sermaye yapısını en iyi temsil eden oranlar kısa vadeli borçlar/toplam aktif, toplam borç/özsermaye ve kısa vadeli borç/özsermaye oranlarıdır. Borç dışı

vergi kalkanı, büyüme olanakları, firma riski, vergi ve borçlanma maliyeti değişkenlerinin hizmet firmalarının sermaye yapısını etkileyen önemli faktörler olmadığı ortaya çıkmıştır. Araştırma bulguları finansal hiyerarşi yaklaşımına uygun olup, kârlı firmaların daha az borçlanmaya gitmesi firmaların öncelikle iç kaynaklarından yararlandığını göstermektedir. Büyük firmaların daha rahat kredi bulabiliyor olmasından dolayı daha çok borçlanmaya gittiği tespit edilmiştir. Maddi duran varlıkların toplam aktifler içerisindeki payı ile borçlanma düzeyi arasındaki negatif ilişkinin ise hizmet firmalarından kredi teminatı olarak maddi teminat istenmiyor olması gösterilmiştir.

Kandır vd. (2007), tarafından 2000–2004 döneminde Türkiye’nin en büyük 1000 sanayi işletmesi özelinde sermaye yapısını etkilediği düşünülen satış ve ihracat hacimleri, aktif ve özsermaye kârlılıkları, İMKB’de işlem görme durumu, kamu veya yabancı sermaye ortaklığı, çalışan sayısı ve aktif devir hızları analiz edilerek firmaların sermaye yapısını belirleyen en önemli faktörlerin şirketlerin satış hacimleri ve kârlılık olduğu ortaya konmuştur.

Sayılgan vd. (2006), İMKB’de işlem gören 123 imalat işletmesinin 1993-2002 yıllarına ait verileri panel veri yöntemiyle analiz yapmışlardır. Bu analizde bağımlı değişken olarak toplam borç/net varlıklar oranı kullanılmıştır. Sermaye yapısını etkileyen değişkenler olarak ise, işletme büyüklüğü, kârlılık, büyüme fırsatları (maddi duran varlıklarda ve toplam varlıklarda olmak üzere iki ayrı büyüme fırsatı tanımlanmıştır), duran varlık oranı ve borç dışı vergi kalkanı kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğü ve büyüme fırsatları ile sermaye yapısı arasında

pozitif ilişki; kârlılık, maddi duran varlık oranı ve vergi kalkanının kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki olduğu saptanmıştır.

Topal (2006), 1997–2003 yılları arasında İMKB’de işlem gören 910 adet imalat işletmesinin sermaye yapılarında meydana gelen değişikliklerin kârlılıklarına olan etkilerini incelemiştir. Topal, işletmelerin finansman kaynakları, ortalama finansman maliyetleri, öz kaynak bileşenleri, finansal kaldıraç oranları ve kârlılıklarının işletme ölçeğinde ve sektörler arasında farklılık gösterip göstermediğini, işletmelerin finansal kaldıraç oranları ile kârlılıkları arasında nasıl bir ilişki olduğunu araştırmıştır. Analiz sonucunda firmaların ve özellikle KOBİ’lerin özkaynakla finansmanı tercih ettiği ortaya çıkmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre işletme ölçeği, toplam kaynaklar içerisinde uzun vadeli banka borcu, kısa vadeli ticari borç ve öz kaynak oranlarında farklılık göstermektedir. İşletmelerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe aktif kârlılık oranı ve brüt kâr marjı çok değişmemekte ancak öz kaynak kârlılığı ve kârlılık değeri düşmektedir.

Fıratoğlu (2005), İMKB’de işlem gören 196 finansal olmayan işletmenin sermaye yapısı kararlarında belli kriz dönemleri itibarıyla meydana gelen değişiklikleri belirlemeye çalışmıştır. Analiz sonuçlarına göre şirketler finansmanda iç kaynakları tercih etmektedir. Ancak grup şirketleri finansman tercihlerinde iç kaynaklarla finansmanı daha az tercih etmektedirler. Ayrıca büyüme fırsatlarının borçlanmaya olan pozitif etkisi grup şirketleri için daha kuvvetlidir. 1995 ve 1998 yıllarında kriz ortamında iç kaynaklarla finansmanda artış görülmüştür. Türk şirketleri ortaklık yapıları açısından, Latin Avrupa’daki gibi büyük ortağın olduğu bir yapıya sahiptir. Kontrolü kaybetmek endişesi, mali piyasaların az gelişmiş olması ile de birleşince,

şirketler finansmanda iç kaynakları tercih edeceklerdir. Piyasalar bankacılık ağırlıklıdır ancak bankaların firmalarla ilişkisi hisse ve kontrol şeklinde değildir.

Çağlayan (2006), çalışmasında sermaye yapısı teorilerinin İMKB sanayi sektöründe işlem gören firmalar için geçerliliğini analiz etmiştir. Kaldıraç oranı toplam borç, kısa vadeli borç ve uzun vadeli borç olarak üç farklı şekilde ele alınmıştır. Kaldıraç oranlarının büyüklük, kârlılık, maddilik ve büyüme değişkenleri ile ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada Finansal Hiyerarşi Teorisini destekleyen sonuçlar elde edilmiştir.

Acaravcı ve Doğukanlı (2004) yaptıkları çalışmada 1992-2002 yılları arasında İMKB’de işlem gören 66 imalat işletmesi için sermaye yapısını etkileyen faktörleri, firmaya özgü, finansal piyasalara özgü ve makroekonomik değişkenler kullanarak panel veri analizi yöntemi ile tespit etmişlerdir. Firmaların büyüme oranları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı, sermaye yapısı üzerinde pozitif etkiye; kârlılık değişkeni ise negatif etkiye sahiptir. Analiz sonuçları hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Buna karşın borç/özsermaye oranı, sabit varlıklar/toplam varlıklar oranından negatif, toplam kamu iç borç stoku/nominal gayri safi yurtiçi hasıla oranından pozitif olarak etkilenmektedir. Bu sonuçlar, ampirik bulgularla tutarlı değildir.

Durukan (1997), İMKB’de işlem gören 5 ana imalat sektöründen 68 işletmenin 1990-1995 yıllarına ait yatay kesit verilerini analiz ederek optimal sermaye yapısının var olup olmadığını tespit etmeye çalışmıştır. Kullanılan kaldıraç oranları sırasıyla; ortalama toplam borç/ortalama toplam aktifler, ortalama kısa vadeli borç/ortalama toplam aktifler, ortalama uzun vadeli borç/ortalama toplam aktifler, ortalama toplam

borç/ortalama özsermaye, ortalama kısa vadeli borç/ortalama özsermaye, ortalama uzun vadeli borç/ortalama özsermayedir. Bağımsız değişkenler ise sırasıyla büyüklük, işletme riski, kârlılık, borç dışı vergi kalkanı, vergi düzeyi ve büyüme oranıdır. Araştırmanın sonuçlarına göre; kârlılık ile sermaye yapısı arasındaki ilişki finansal hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir. Borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısına etkisi negatif iken vergi oranının etkisi pozitifdir. Büyüklük ile sermaye yapısı arasındaki ilişki pozitifdir. Yüksek enflasyonun yarattığı belirsizlik sonucu uzun vadeli borçlanma olanaklarını kısıtlaması nedeniyle toplam borç içinde uzun vadeli borçların payının düştüğü tespit edilmiştir.

3.2. Yurtdışında Yapılan Çalışmalar

Job (2016) yılında yaptığı çalışmada, kârlılık ile uzun dönem borçluluk arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Elde edilen sonuca göre; Finansman Hiyerarşisi Teorisinin kârlılık artığında firmanın kaldıraç oranı azalır şeklindeki hipotezi desteklenmektedir. Firmanın iç kaynaklarındaki artış, kaldıraç oranını azaltmaktadır. Varlık yapısının hem uzun dönem borçlanma hem de kısa dönem borçlanma üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde firma büyüklüğünün de kaldıraç oranı üzerinde pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir. İşletme riski (gelirdeki değişkenlik) ile uzun dönem borçlanma arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmekle birlikte kısa dönem borçlanma ile böyle bir ilişki tespit edilmemiştir. Bunun gerekçesi olarak kısa dönem borçlanmada değişken faiz oranları söz konusu olurken, uzun dönem borçlanmada sabit yüksek faiz oranlarının yüksek maliyete neden olması gösterilmiştir. Kısa dönem borçlanma ile borç dışı

vergi kalkanı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Borç dışı vergi kalkanı artığında kısa dönem borçlanma azalmaktadır.

Wet ve Gossel (2016), Güney Afrika'da firmaların sermaye yapısı kararlarını inceledikleri çalışmalarında JSE Johannesburg Borsası'nda hisse senetleri işlem gören 253 firmanın finans yöneticilerine anket uygulamışlardır. Ankette cevap aradıkları sorular sırasıyla; sermaye yapısı kararlarını hangi faktörlerin etkilediği, teorilere uygun davranış sergileyip sergilemedikleri ve elde edilen sonuçların uluslararası çalışmalarla ne kadar yakın olduğudur. Yazarlara göre Güney Afrika'da finans yöneticileri karmaşık finansal yapılardan faydalanarak diğer gelişmekte olan ülkelere daha kolay dünya çapında sermaye piyasalarının imkânlarından faydalanmaktadır. Bunun neticesi olarak da sermaye yapısı kararları gelişmiş ülkelerinkine benzemektedir. Dolayısıyla da firmaların davranışlarının Ödünleşme Teorisini desteklediği öngörülmektedir. Firmaların mevcut borç oranları yaklaşık %30 bulunmuştur ve elde edilen sonuç Güney Afrika'lı firmaların dünya genelinde en düşük borç oranına sahip olduğu görüşünü desteklemektedir (Fan, Titman, and Twite, 2011). Anket sonucuna göre, firmalar sıkı borç politikalarından (hedef borç oranına bağlı kalmak) kaçınmaktadırlar. Özellikle küçük firmaların bir hedef borç oranı yoktur. Büyük firmaların ise %80'inin hedef bir borç oranı vardır, %38'i borç politikalarına sıkı sıkı bağlılık taraftarıdır. Güney Afrika'da büyük firmaların Ödünleşme Teorisini, küçük firmalarında finansal hiyerarşi teorisini takip ettikleri tespit edilmiştir. Doğu Avrupa ve Güney Amerika'da firmalar Finansal Hiyerarşi Teorisine uygun hareket etmektedirler. Hindistan ve Güney Afrika'da esnek hedef borç oranı izleyen firmalar çoğunluktadır. Firmaların hem Ödünleşme hem de Finansal Hiyerarşi Teorisine uygun hareket ettikleri tespit edilmiştir. Bu farklılığın

sebebi olarak, Doğu Avrupa ve Güney Amerika’da çoğu ülkenin hiperenflasyon tecrübe etmiş olması ancak Hindistan ve Güney Afrika’da böyle bir durumun yaşanmamış olmasıdır. Yüksek enflasyon durumunda firmaların borçlanma oranları azalmaktadır. Ayrıca Doğu Avrupa ülkeleri Pazar ekonomisine 1990’ların başında geçtiklerinden sermaye yapısı kararlarında yeterli tecrübeye sahip değildirler. Anket katılımcılarının verdiği cevaplara göre borçlanma kararlarını etkileyen faktörler sırasıyla yatırım projelerinin tahmini nakit akışları, nakit akışları ve gelirlerdeki değişkenlik, finansal esneklik, faiz indiriminin vergi avantajı, potansiyel iflas maliyeti ve firmanın kredi derecesidir.

Firmalar hem Ödünleşme hem de Finansman Hiyerarşisi Teorisine uygun davranışlar sergileyebilirler (Groen, 2016; Wet ve Gossel, 2016; Serrasqueiro ve Caetano, 2012).

Groen, (2016) çalışmasında hem Ödünleşme Teorisini hem de Finansman Hiyerarşisini destekleyen karma sonuçlar elde edilmesi asimetrik bilgi hipotezinin reddedilmesi şeklinde yorumlamıştır. Finansman hiyerarşisine uygun olarak büyüklük, kârlılık ve gelirlerdeki oynaklık ile firma kaldırıcı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmamıştır. Aynı şekilde borç dışı vergi kalkanı ile kaldırıcı arasında da negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Finansman hiyerarşisini destekleyen yeterli bulgu olmamasının nedeni olarak firmaların öncelikle bankalardan borçlanması ve kamu sermayesinin göreceli olarak yokluğu gösterilmiştir. Hollanda’da bankalar ve finansal aracılardan oluşturduğu özel piyasa, hisse senedi ve tahvil piyasasından daha önemlidir. Kamu sektörü kamu piyasasından borçlanır. Bankaların rolü diğer ülkelere göre daha azdır. Kredi piyasasına ticari bankalar egemendir. Hissedarların ve bankaların kontrolünün söz konusu olmaması nedeniyle temsil teorisinin

geçerliliği kalmamaktadır. Bilgi asimetrisi Hollanda sermaye piyasasında büyük ölçüde azaltılır bu nedenle finansman hiyerarşisinin açıklayıcı gücü azalmaktadır.

DeAngelo ve Roll (2015) yaptıkları çalışmada sermaye yapısında istikrarın sürdürülüp sürdürülmediğini araştırmışlardır. Çalışmada 1950-2008 yılları arasında 15.096 sanayi firmasına ait verilerle benzetim yöntemiyle analiz yapılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre çoğu firma farklı zamanlarda farklı kaldıraç oranlarına sahiptir ancak çok azının kaldıraç oranı (toplam borç/toplam varlık) sürekli olarak 0,5'in üzerindedir. Sermaye yapısı istikrarının istisnai bir durum olduğu ve düşük kaldıraç oranlarında görüldüğü tespit edilmiştir. Yazarlara göre sektör medyan kaldıraç oranları zaman içinde değişmektedir. Hedef kaldıraç modellerinin belli bir oranı sürdürmeye katkısı yoktur.

Nguyen vd. (2014), 2007-2011 yılları arasında Vietnam'da borsada işlem gören 116 finansal olmayan firmanın sermaye yapısı bileşenlerini araştırmışlardır. Genelleştirilmiş momentler metodu kullanılmış olup, çalışmada finansal piyasalardaki gelişimin sermaye yapısına etkileri araştırılmıştır. Araştırmada bağımlı değişken olarak toplam borç/toplam varlıklar, kısa dönem borç/toplam varlıklar ve uzun dönem borç/toplam varlıklar kaldıraç oranları ayrı ayrı kullanılmıştır. Sermaye yapısını açıklayan firmaya özgü değişkenler kârlılık (vergi öncesi kâr/toplam varlıklar), varlık yapısı (maddi duran varlıklar/toplam varlıklar), büyüklük (toplam varlıkların logaritması), büyüme oranı (toplam varlıklardaki yüzde değişim), likidite (dönen varlıklar/kısa vadeli borçlar), sahiplik (devlet 1, özel 0) şeklinde belirlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre kârlılık ile kaldıraç arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Varlık yapısının toplam kaldıraca etkisi olmadığı, kısa dönem

kaldıraçla varlık yapısı arasında negatif ilişki olduğu ve uzun dönem kaldıraçla varlık yapısı arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Büyüme oranı ile kısa dönem kaldıraç arasında önemli bir ilişki yoktur, toplam ve uzun dönem kaldıraç arasında pozitif ilişki vardır. Likiditenin toplam ve kısa dönem kaldıraç oranı ile negatif ilişkisi söz konusudur. Sahipliğin toplam ve kısa dönem kaldıraç ile pozitif ilişkisi bulunmuştur. Sonuç olarak Vietnamlı firmalar için kısa dönem borçla finansmanın baskın olduğu tespit edilmiştir. Kârlılık ve likiditenin kaldıraçla negatif etkisi söz konusu iken, büyüme oranı ve sahiplik pozitif etki yapmaktadır. Büyüklük ve varlık yapısı farklı kaldıraç oranları için farklı sonuçlar vermiştir. Sonuçlar Finansal Hiyerarşi teorisini destekler nitelikte çıkmıştır.

Robb ve Robinson (2012), yaptıkları çalışmada “Kauffman Firm Survey” verilerini kullanarak anket yöntemiyle girişimci firmaların ilk yıl verdikleri sermaye yapısı kararlarını araştırmışlardır. Girişimci firmaların öncelikle banka ağırlıklı dış borç kaynaklarına başvurduğu, banka finansmanını tercih ettikleri tespit edilmiştir. Çalışmada sermaye yapısı teorilerini test etmekten ziyade girişimcilerin sermaye yapısı kararları ile ilgili analitik bir çerçeve çizilmeye çalışılmıştır.

Zaheer vd. (2011), 2003-2008 yılları arasında Pakistan’da tekstil sektöründeki 172 firmada sermaye yapısı bileşenlerini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda firma büyüklüğü ve varlık yapısının tekstil sektöründe sermaye yapısına pozitif etkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Büyük ve teminat gösterilebilecek varlık sayısı fazla olan firmalar işletme faaliyetlerinin sürekliliğini bozmadan riski azaltarak daha fazla borç bulabilmektedir.

Bas vd. (2009), farklı bölgelerden 25 gelişmekte olan ölkede sermaye yapısına etki eden faktörleri incelemişlerdir. Firmalar KOBİ'lerden seçilmiştir. Küçük, orta ve büyük işletmelerde sermaye yapıları arasındaki farklılıklar olup olmadığı araştırılmıştır. Varlık yapısı ve kârlılık kaldıraç oranına etki etmektedir. Borsada işlem gören işletmeler uzun dönem finansman kaynağı olarak hisse senedi ihracını tercih etmektedirler. Firmalar büyüdükçe ürün ve hizmet çeşitlenmesinden dolayı iflas riski azalmaktadır ve kaldıraç oranları artmaktadır. Küçük ve büyük firmaların borçlanma politikaları birbirinden farklıdır. Bilgi asimetrisinden dolayı küçük firmalar ancak yüksek faiz oranları ile borçlanabilmektedirler. Dolayısıyla küçük firmaların borçlanma oranları düşüktür ve bu büyümelerine etki edebilir. Hisseleri borsada işlem gören büyük işletmeler hem yerel hem de uluslar arası finansal piyasalarda kolaylıkla işlem görebilir. Dolayısıyla ölkelerinin ekonomik koşullarından küçük firmalar kadar çok etkilenmezler. Büyük firmalar uzun dönem borç finansmanı kararlarında makroekonomik faktörleri önemsemeyebilirler.

Banerjee vd. (2008), çıktılarının büyük bir kısmını kendisine veren tedarikçileri olan firmaların daha az borç kullandıklarını, bu durumun dayanıklı tüketim malları piyasasında daha geçerli olduğunu belirtmiştir. Hennessy ve Livdan (2009), tedarikçi pazarlık gücü artığında (sendikalaşma vb.) kaldıraç oranının da arttığını belirtmiştir. Kale ve Shahrur (2007), tedarikçileri ve müşterileri ile stratejik işbirlikleri olan firmaların daha az borç kullandıklarını belirtmiştir.

Mayer ve Sussman, 2005 yılında yaptıkları çalışmalarında hem finansal hiyerarşi teorisini hem de Ödönleşme Teorisini destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir. Projelerin, büyük ve kârlı firmalarda büyük çoğunlukla borçla finanse edildiğini

tespit etmişlerdir. Yatırımların finansmanında firma içi kaynakların önemli bir payı olduğu yönünde hipotez reddedilmiştir. Ödünleşme Teorisinin öngördüğü gibi firmalar başlangıç kaldıraç düzeylerine dönmektedirler. Firmalar, kısa dönemde finansal hiyerarşi, uzun dönemde Ödünleşme Teorisine uygun davranışlar göstermişlerdir. Çalışmada sermaye yapısı teorilerine farklı bir açıdan bakılmış, borç/özsermaye bileşimi ve uzun dönemde kaldıracın hedef orana dönüşü incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre firmalar beş yıllık bir periyod sonunda büyüklükleri farketmeksizin başlangıç kaldıraç oranlarına dönme eğilimi göstermişlerdir. Kısa dönemde finansal hiyerarşi teorisine uygun hareket eden firmalar, uzun dönemde çok güçlü bir şekilde başlangıç kaldıraç oranlarına dönme eğilimi göstermişlerdir. Küçük firmalar kısa dönemde özsermaye ile finansmanı tercih etmektedirler.

Bevan ve Danbolt (2002) tarafından yapılan araştırmada 822 İngiliz firması üzerinde farklı kaldıraç oranları kullanarak analiz yapmışlardır. Çalışmanın sonuçları şu şekildedir; kaldıraç ile büyüme fırsatları arasında pozitif yönlü bir ilişki önermektedirler. Kullanılan bütün kaldıraç oranlarının kârlılık ile negatif ilişkisi bulunmuştur.

Myers (2001), Amerika’da finans dışında faaliyet gösteren işletmelerin büyük çoğunluğunun iç kaynaklarını kullandığını tespit etmiştir. Küçük, riskli ve hızla büyüyen işletmelerin hisse senedi ihracına yöneldiklerini, borç oranlarının sektörler arasında değişiklik gösterdiğini, kârlılık ve risk yüksekse sektör borç oranları düşük veya negatif olduğunu belirlemiştir. Pazarlama ve reklam yoğun firmalar düşük borç oranları ile faaliyet göstermektedirler. Myers’ın araştırma sonuçlarına göre

Microsoft ve ilaç şirketleri gibi çoğu kârlı ve kredi derecesi yüksek firmalar, düşük borç oranı ile faaliyetlerini yürütmektedir.

Singh ve Hamid (1992) yaptıkları çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerin sermaye yapısında ağırlıklı olarak dış finansmana güvendiklerini, sermaye piyasaları gelişmemiş olduğundan borçla finansmanı tercih ettiklerini ortaya koymuşlardır.

3.3. Ülkeye Özgü Faktörleri Açıklayıcı Değişkenlere Ekleyen Çalışmalar

Bir firmanın sermaye yapısı sadece firmaya özgü faktörlerden değil aynı zamanda ülkeye özgü faktörlerden de etkilenir (Rajan ve Zingales, 1995; Demirgüç vd., 2002; Booth vd., 2001; Claessens vd., 2001; Bancel ve Mittoo, 2004; Song ve Philippos, 2004). Rajan ve Zingales (1995), G-7 ülkelerini inceledikleri çalışmalarında benzer kaldıraç oranları tespit etmişlerdir. Bu sonuç şaşırtıcı olmuştur çünkü finansal sistemi banka odaklı olan ülkelere firmaların, pazar odaklı ülkelere göre daha yüksek kaldıraç oranlarına sahip olacakları öngörülmektedir.

Demirgüç-Kunt vd. (2002), 19 gelişmiş ülke ve 11 gelişmekte olan ülkede firmaların sermaye yapılarını karşılaştırmışlardır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere firmaların içinde bulundukları finansal sistem farklılıklarının uzun dönem borç kullanımındaki farklılıkları açıkladığını, özellikle gelişmekte olan ülkelere firmaların kamusal düzen faktörlerinin küçük ve büyük firmaların kaldıraç oranlarına farklı etki ettiğini tespit etmişlerdir (Graham ve Harvey, 2001; Bancel ve Mittoo, 2004; Brounen vd. 2006).

Giannetti (2003), alacaklıların korunmasının, hisse senedi piyasasının gelişmişliğinin ve yasal yaptırım gücünün kaldıraç oranına etkilerini araştırmıştır. Jong vd. (2008),

ülkeye özgü faktörlerin sermaye yapısını direkt ve endirekt olmak üzere iki şekilde etkileyeceğini ispatlamışlardır. Örneğin; gelişmiş bir tahvil piyasası olan bir ülkede firmalar yüksek kaldıraç oranlarına sahiptir. Ülkeye özgü faktörler firma kaldıracını firmaya özgü faktörlere etki ederek de endirekt şekilde etkiler. Örneğin; gelişmekte olan tahvil piyasası borç kullanımını tetiklerken, teminat olarak gösterilen varlık yapısının rolü aynı ülkedeki firmalar için kısıtlı olabilir. Jong vd. (2008), ülkeye özgü değişkenler olarak yasal yaptırım gücünü, hissedar/alacaklının korunmasını, finansal sistemin piyasa/banka temelli olmasını, hisse senedi/tahvil piyasasının gelişmişlik düzeyini, ülkenin gayri safi yurtiçi hasılasının büyüme oranını kullanmışlardır.

Fan vd. (2012), bankacılık sektörünün gelişmişlik derecesini, tahvil ve hisse senedi piyasalarının gelişmişlik derecelerini ülkelere özgü açıklayıcı değişkenler olarak almıştır.

Graham ve Leary (2011), yaptıkları çalışmada Ödünleşme ve Finansal Hiyerarşi teorilerinin ampirik yetersizliklerine vurgu yapmışlardır. Şimdiye kadar yapılan çalışmalarda sermaye yapısı modellerinde önemli bağımlı ve açıklayıcı değişkenlerin yanlış ölçülmüş olabileceğini, bu çalışmalarda borcun vadesi, borca ve sözleşmeye has özellikler, finansal kiralama gibi alternatif finansman kaynaklarının sermaye yapısı araştırmaları kapsamına dâhil edilmediğini belirtmiştir. Bu yetersizlikleri belli başlıklar altında ele almışlardır. Rampini ve Viswanathan (2010), Rauh ve Sufi (2010), kiralamanın bugünkü değerlerinin borç ölçümüne dâhil edilmesini önermiştir. Cornaggia vd. (2009) kiralamanın borca ikame olarak rolünün arttığını belirtmiştir. Kaldıracın finans dışı paydaşlar (tedarikçiler, müşteriler ve çalışanlar) üzerinde etkisi önemlidir. Graham ve Leary (2011), yaptıkları çalışmada sermaye

yapısının, firma ile finans dışı paydaşlar (tedarikçiler, çalışanlar, müşteriler) arasında sözleşmeleri etkilediğine vurgu yapmışlardır. Banerjee vd. (2008), çıktılarının büyük bir kısmını kendisine veren tedarikçileri olan firmaların daha az borç kullandıklarını bu durumun dayanıklı tüketim malları piyasasında daha geçerli olduğunu belirtmiştir. Kale ve Shahrur (2007), tedarikçileri ve müşterileri ile stratejik işbirlikleri olan firmaların daha az borç kullandıklarını belirtmiştir. Agrawal ve Matsa (2010), işsizlik ödeneği arttırıldığında, firmaların borç kullanımını artırdığını tespit etmiştir. Brander ve Lewis (1986) büyük borç yükü olan firmaların çalışanlarından maaş kesintisi talebi olabileceğini belirtmiştir. Hennessy ve Livdan (2009), tedarikçi pazarlık gücü arttığında (sendikalaşma vb.) kaldıraç oranının da arttığını ve üretim sürecinde işgücünün arttırılması (borçlanmanın işgücü ile pazarlık etme imkanı yaratması) ile kaldıraç oranının azaldığını tespit etmişlerdir. Bu kapsamda optimal borç tercihi borcun pazarlık etkisi ile ve tedarikçilerin caydırıcı etkileri arasında ödünleşmeye sebep olmaktadır. Sonuç olarak finansal sıkıntı çalışanlarla pazarlıkta önemli bir etkidir. Tahvil piyasalarına erişimi olmayan firmalar borçlanmakta zorlanırken, tahvil değerlemesi borç talebinde gözlemlenemeyen zorluklar yaratabilir. borç tedarik şoklarının hem kaldıraç oranları üzerinde hem de borç karmaları (banka ve banka dışı borç toplamı olan) üzerinde önemli etkisi vardır (Graham ve Leary, 2011). Nguyen vd. (2014), gelişmiş sermaye piyasaları olan ülkelerde Finansal Hiyerarşi teorisini destekler bulgular bulunduğunu, gelişmekte olan ülkelerde ise modifiye edilmiş Finansal Hiyerarşi teorisinin tahminlerinin görüldüğü belirtmiştir (Nguyen ve Rainey, 2014; Chen, 2004; Delcours, 2007). Gelişmiş ülkelerde büyüme ve borç oranları arasında negatif ilişki belirlendiği, gelişmekte olan ülkelerde ise firmaların özellikle banka kredileri ile finansman sağladıkları vurgulanmıştır. Bu farklılığın

sebebi gelişmiş ülkelerde güçlü finansal sistemlerin ve rekabetçi bankacılık sektörünün bulunmasıdır.



BÖLÜM 4

SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

Tez çalışmasının dördüncü bölümü uygulama kısmından oluşmaktadır. Bu kapsamda; araştırma örnekleme, model ve ele alınan değişkenler sırasıyla açıklanmış, geliştirilen araştırma soruları ve hipotezler sunulmuştur. Modelin ekonometrik analiz sonuçları yorumlanırken, 2003-2014 yılları arasında Türkiye Ekonomisinde, finans piyasalarında ve Borsa İstanbul'da yaşanan gelişmeler göz önünde bulundurulmuştur. Firma davranışlarının olası nedenleri ortaya konarken, firma dışı etkenleri de ortaya koymak için Merkez Bankası raporlarından, BDDK ve TÜİK verilerinden, ilgili makale ve tez çalışmalarından yararlanılmıştır.

4.1. Araştırmanın Örnekleme ve Değişkenler

Tez çalışmasının uygulama kısmında kullanılan veri seti, 169 işletmenin 2003-2014 dönemine ait dengesiz panel veri setidir.

$$i= 1,2,...,169$$

$$t= 1,2,...,12, T= 12$$

Tez çalışmasının evreni, hisseleri Borsa İstanbul'da işlem gören tüm finansal olmayan firmaları kapsamaktadır. Mali kuruluşlar örnekleme göz ardı edilmiş olup, Borsa İstanbul'da 2003-2014 yılları arasında faaliyet gösteren reel sektör işletmelerinin sermaye yapısına etki eden faktörler belirlenmiştir. Finans firmalarının (bankalar, sigorta şirketleri, faktoring şirketleri, finansal kiralama şirketleri)

örnekleme dâhil edilmemesinin nedeni kanun ve yaptırımlar başta olmak üzere çok sayıda dış etkenden etkilenmeleridir (Rajan ve Zingales, 1995; Drobetz ve Fix, 2003).

Tez çalışmasında örnekleme dâhil edilen firmaların ait olduğu ana sektörler Tablo 1’de, imalat sektörünün alt sektörlerine ait bilgiler ise Tablo 2’de verilmiştir. 169 adet firmaya ait bilgiler; Finnet, Borsa İstanbul, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve firmaların kendi internet sayfalarından elde edilmiştir.

Tablo 1. Araştırmada Ele Alınan Sektörler

NO	ANA SEKTÖR ADI	FİRMA SAYISI	% Yüzde
1	ELEKTRİK, GAZ VE SU KAYNAKLARI	4	2
2	İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	2	1
3	MADENCİLİK	3	2
4	TEKNOLOJİ	14	8
5	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET, OTEL VE LOKANTALAR	15	9
6	ULAŞTIRMA, HABERLEŞME VE DEPOLAMA	5	3
7	İMALAT	126	75
8	TOPLAM	169	100

Tablo 2. İmalat Alt Sektörlerin Dağılımı

İMALAT ALT SEKTÖR ADI	FİRMA SAYISI	% Yüzde
DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	19	15
GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	20	16
KÂĞIT VE KÂĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	12	9
KİMYA, PETROL, KAÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	17	13
METAL ANA SANAYİ	7	6
METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	24	19
TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	25	20
ORMAN ÜRÜNLERİ	1	1
DİĞER İMALAT	1	1
TOPLAM	126	100

Tez çalışmasında, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren reel sektör işletmelerinin sermaye yapısını açıklamaya yönelik belirlenen değişkenlerin etki düzeyleri ortaya konmuştur. Elde edilen sonuçlar, sermaye yapısı teorilerinin beklenen sonuçları ve daha önce yapılmış olan çalışmalar ile karşılaştırılmıştır. Temel amaç, firmaların gerçek hayattaki davranışlarını ortaya koymaktır.

Bevan ve Danbolt, (2002); Harris ve Raviv, (1991); Titman ve Wessels (1988), uygun açıklayıcı değişkenlerin seçiminin tartışmalı olduğunu ancak kârlılık, varlık yapısı, vergiler, sektörler arasında farklılıklar gibi unsurların sermaye yapısı ile ilgili kararlar alınırken dikkate alınması gerektiğini belirtmişlerdir. Borçluluk oranına etki etmesi öngörülen değişkenler belirlenirken literatürde sıklıkla kullanılan/kullanılması önerilen değişkenler ele alınmıştır. İlgili değişkenler ve referansları Tablo 3’de verilmiştir.

Tablo 3. Kaldıraç Oranları, Açıklayıcı Değişkenler ve Referansları

Kaldıraç Oranları		Referanslar
Toplam borç/Toplam varlıklar		Nguyen vd., 2014; Köksal vd., 2013; Elitaş ve Doğan, 2013; Sayılğan ve Uysal, 2011; Hassan, 2011; Najjar ve Petrov, 2011, Ahmed vd., 2011; Okuyan ve Taşçı, 2010; Demirhan, 2009; Chen vd., 2009; Karadeniz, 2008; Chakraborty, 2010; Ata ve Ağ, 2010; Albayrak ve Akbulut, 2008; Karamustafa ve Karakaya, 2007; Bevan ve Danbolt, 2002; Wiwattanakantang, 1999; Cummins ve Sommer, 1996
Uzun dönemli borçlar/Toplam varlıklar		Köksal vd., 2013; Demirhan, 2009; Nguyen vd., 2014; Albayrak ve Akbulut, 2008; Tang ve Jang, 2007; Ghosh vd., 1999
Kısa dönem borçlar/Toplam varlıklar		Nguyen vd., 2014; Köksal vd., 2013; Demirhan, 2009; Bhaduri, 2002; Albayrak ve Akbulut, 2008
Uzun vadeli borçlar/Özsermaye; Kısa vadeli borç/Özsermaye; Toplam borç/Özsermaye		Öztürk ve Şahin, 2013; Yıldız vd., 2009; Demirhan, 2009; Terim ve Kayalı, 2009; Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001; Durukan, 1997
Borçların defter değeri/Toplam varlıklar		Delcoure, 2007; Hol ve Wijst, 2006; Ismail ve Eldomiaty, 2004; Chen, 2004; Drobetz ve Fix, 2003; Wen vd., 2002; Zou ve Xiao, 2006
Bağımsız Değişkenler		Referanslar
Büyüklük	Enflasyona göre düzeltilmiş toplam satışların logaritması	Sarioğlu vd., 2013; Köksal vd., 2013; Titman ve Wessels, 1988; Rajan ve Zingales, 1995

	Özsermayenin logaritması	Gülşen ve Ülkütaş, 2012; Demirhan, 2009
	Satışların doğal logaritması	Sayılğan ve Uysal, 2011; Bevan ve Danbolt, 2000; Cai vd., 2008; Demirhan, 2009; Fıratoglu, 2005; Gaud vd., 2003; Huang ve Song, 2006; Qian vd., 2007; Sayılğan vd., 2006; Shah ve Hijazi, 2004; Demirhan, 2009; Çağlayan, 2006; Dinçerkök, 2010; Titman ve Vessels, 1988; Chakraborty, 2010; Booth vd., 2001; Fama ve French, 2002; Huang ve Song, 2006; Rajan ve Zingales 1995; Wiwattanakantang, 1999
	Toplam varlıkların doğal logaritması	Elitaş ve Doğan, 2013; Sayılğan ve Uysal, 2011; Demirhan, 2009; Akkaya, 2008; Heyman vd., 2008; Fettahoğlu ve Okuyan, 2008; Fıratoglu, 2005; Zou ve Ziao, 2006; Huang ve Song, 2006; Chen ve Hammes, 2005; Deesomsak vd., 2004; Gönenç ve Arslan, 2003; Padron, 2005; Deesomsak, 2004; Friend ve Lang, 1988; Friend ve Lang, 1988; Rajan ve Zingales, 1995
	Enflasyona göre düzeltilmiş net satışlar	Karadeniz, 2008; Kandır vd., 2007
	Ortalama toplam aktifler	Albayrak ve Akbulut, 2008; Durukan, 1997
	Enflasyondan arındırılmış aktif büyüklüğünün logaritması	Okuyan ve Taşçı, 2010
Vergi Düzeyi	Ödenecek vergi/Vergi öncesi kâr	Demirhan, 2009; Kandır vd., 2009; Fıratoglu, 2005; Durukan, 1997
Borç Dışı Vergi Kalkanı	Amortisman giderleri/ Toplam aktifler	Sarıoğlu vd., 2013; Sayılğan ve Uysal, 2011; Demirhan, 2009; Kandır vd., 2009; Karadeniz, 2008; Başaran, 2008; Büyüktortop, 2007; Sayılğan vd., 2006; Huang ve Song, 2006; Kabakçı, 2007; Mazur, 2007; Qian vd., 2007; Sayılğan vd., 2006; Turan, 2006; Chen, 2004; Drobotz ve Fix, 2003; Deesomsak vd., 2004; Yener, 2002; Wiwattanakantang, 1999; Titman ve Wessels, 1988
Kârlılık	Faaliyet kârı/Toplam varlık	Köksal vd., 2013; Gülşen ve Ülkütaş, 2012; Demirhan, 2009; De Jong vd., 2008; Drobotz ve Fix (2003), Fıratoglu, 2005; Seifert ve Gonenc, 2008; Zou ve Ziao, 2006; Rajan ve Zingales, 1995; Titman ve Wessels, 1988; Chen vd., 1998

	Faiz ve vergi öncesi kâr/Toplam aktif	Sarioğlu vd., 2013; Korkmaz vd., 2009; Akkaya, 2008; Başaran, 2008; Cai vd., 2008; Heyman vd., 2008; Psillaki ve Daskalakis, 2009; Qian vd., 2007; Sayılğan vd., 2006; Huang ve Song, 2006; Chen, 2004; Gaud vd., 2003; Fama ve French, 2002; Booth vd., 2001; Deesomsak, 2004; Wiwattanakantang, 1999; Friend ve Lang, 1988; Titman ve Vessels, 1988
	Net kâr /Özsermaye	Sarioğlu vd., 2013; Kabakçı, 2007; Başaran, 2008
	Net kâr/Toplam aktif	Öztürk ve Şahin, 2013; Elitaş ve Doğan, 2013; Demirhan, 2009; ; Kandır, 2009; Karadeniz, 2008; Albayrak ve Akbulut, 2008; Kabakçı, 2007; Turan, 2006; Tang ve Jang, 2005; Acaravcı, 2004; Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001; Durukan, 1997; Rajan ve Zingales, 1995;
	Faaliyet kâr/Net satış tutarı	Sayılğan ve Uysal, 2011; Demirhan, 2009; Mazur, 2007
	Vergi öncesi kâr/Toplam varlık	Nguyen vd., 2014; Okuyan ve Taşçı, 2010; Çağlayan (2006), Gönenç ve Arslan (2003), Durukan (1997)
	Ortalama net kâr/Ortalama satışlar	Korkmaz vd., 2009; Durukan, 1997
	Ortalama net kâr/Ortalama toplam aktifler	Durukan, 1997
	Vergi sonrası kâr/Toplam varlıklar	Karadeniz, 2008; Çağlayan, 2006
İşleme Riski	Faaliyet kârındaki yüzde değişim	Sayılğan ve Uysal, 2011; Demirhan, 2009; Turan, 2006
	Satışların standart sapması/Ortalama satışlar	Albayrak ve Akbulut, 2008; Durukan, 1997; Ferri ve Jones, 1979
	Faiz ve vergi öncesi kârdaki yüzdesel değişimlerin standart sapması	Chang vd., 2009; Albayrak ve Akbulut, 2008; Huang ve Song, 2006; Tang ve Jang, 2005; Deesomsak vd., 2004; Durukan, 1997

	FVÖK/Toplam Aktifler oranının standart sapması	Booth vd., 2001; Marsh, 1982; Gönenç ve Arslan, 2003; Friend ve Lang, 1988; Titman ve Vessels, 1988
Maddi Duran Varlıklar	Net maddi duran varlıklar/Toplam varlıklar	Sayılman ve Uysal, 2011; Karadeniz, 2008; Bevan ve Danbolt, 2000; Qian vd., 2007
	Maddi duran varlıklar/Toplam varlıklar	Nguyen vd., 2014; Sarıoğlu vd., 2013; Öztürk ve Şahin, 2013; Elitaş ve Doğan, 2013; Dinçerkök, 2010; Demirhan, 2009; Psillaki ve Daskalakis, 2009; Akkaya, 2008; Başaran, 2008; Huang ve Song, 2006; Fıratoğlu, 2005; Padron, 2005; Deesomsak, 2004; Gönenç ve Arslan, 2003; Wiwattanakantang, 1999; Rajan ve Zingales, 1995; Friend ve Lang, 1988
Büyüme Fırsatları	Toplam satışlardaki yüzde değişim	Sarıoğlu vd., 2013; Köksal vd., 2013; Ata ve Ağ, 2010; Frank ve Goyal, 2009; Crnigoj ve Mramor, 2009; Qian vd., 2007; Mazur, 2007; Kabakçı, 2007; Schoubben ve Van Hulle, 2004; Cassar ve Holmes, 2003; Chen vd., 1998
	Toplam varlıklardaki yüzde değişim	Gülşen ve Ülkütaş, 2012; Sayılman ve Uysal, 2011; Kabakçı, 2007; Mazur, 2007; Sayılman vd., 2006; Shah ve Hijazi, 2004; Acaravcı, 2004;
	Net satışların doğal logaritması	Öztürk ve Şahin, 2013
	Tobin Q Değeri	Fıratoğlu, 2005; Huang ve Song, 2006
	Net arazi, tesis ve ekipmandaki yüzde değişim; toplam varlıklardaki yüzde değişim	Sayılman vd., 2006
	ARGE giderleri/Toplam satışlar	Chakrabort, 2010; Demirhan, 2009; Chang vd., 2009; Fama ve French, 2002; Titman ve Wessels, 1988
	Piyasa değeri/defter değeri	Kandır vd., 2009; Chang vd., 2009; Karadeniz, 2008; Drobetz ve Fix, 2003; Booth vd., 2001; French ve Fama, 2002; Rajan ve Zingales, 1995
	Toplam aktiflerdeki ortalama değişim oranı	Nguyen vd., 2014; Korkmaz vd., 2009; Chang vd., 2009; Çağlayan, 2006; Durukan, 1997; Titman ve Wessels, 1988

Dağıtılan Temettümler	Temettü ödemesi/Özsermaye	Gülşen ve Ülkütaş, 2012
Likidite	(Dönen varlıklar-stoklar)/Kısa vadeli borçlar	Sarioğlu vd., 2013; Korkmaz vd., 2009; Ata ve Ağ, 2010
	Dönen varlıklar/Kısa vadeli borçlar	Nguyen vd., 2014
İşletmenin Yarattığı Katma Değer	Brüt katma değer/Aktifler	Okuyan ve Taşçı, 2010
İhracat Oranı	İşletmenin ihracat tutarının logaritması	Okuyan ve Taşçı, 2010
Faiz Karşılama Oranı	Faiz ve vergi öncesi kâr/Finansman giderleri	Ata ve Ağ, 2010
	(Vergi öncesi kâr/Faiz Ödemeleri)	Eriotis vd., 2007; Harris ve Raviv, 1990
Borçlanma Maliyeti	Finansman Giderleri/Toplam Borç	Demirhan, 2009; Padron vd., 2005
Serbest Nakit Akımları	Vergi öncesi kâr + faiz + Amortisman	Karadeniz, 2008
Net Ticari Kredi Pozisyonu	(Ticari alacaklar-ticari borçlar)/Toplam varlıklar	Karadeniz, 2008
Benzersiz Ürün	AR-GE harcamaları/satışlar	Chakraborty, 2010; Chang vd., 2009; Drobetz ve Fix, 2003

İhracat oranı	İşletmenin ihracat tutarının logaritması	Okuyan ve Taşçı, 2010
Gelişmiş Hisse Senedi Piyasası	Toplam işlem hacmi/piyasa kapitalizasyonu	Dinçerkök, 2010
	İşlem gören hisselerin toplam değeri/GSYİH	Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç 1996; Acaravcı, 2004
Gelişmiş Bankacılık sektörü	Bankacılık sektörünün özel sektör üzerindeki hakları/GSYİH	Dinçerkök, 2010
	Özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı	Acaravcı, 2004

Çoğu çalışmada kaldıraç oranına etki eden faktörler üç ana gruba ayrılmıştır. Bunlar sırasıyla; firmaya özgü faktörler, finansal piyasalar ile ilgili faktörler ve makroekonomik faktörlerdir. Tez çalışmasında da firmaların sermaye yapısını etkileyen faktör kümeleri firmaya özgü faktörler, makroekonomik faktörler ve finansal piyasalara özgü faktörler olarak ele alınmıştır.

- Sermaye yapısını etkileyen faktörler

- Firmaya Özgü Faktörler

- Büyüme Fırsatları
- Varlık Yapısı
- Borç Dışı Vergi Kalkanı
- Kârlılık

- Dağıtılan Temettüler
- İşletme Riski
- Makroekonomik Faktör
- Vergi Düzeyi
- Piyasalara Özgü Faktörler
 - Borsanın gelişmişlik düzeyi
 - Bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi
 - Kamu iç borç yükü

Sermaye yapısı ve açıklayıcı değişkenleri için tek bir evrensel gerçeklik yoktur. Kaldıraç oranlarının farklı tanımları sermaye yapısını farklı açılardan yansıtacaktır (Bevan ve Danbolt, 2002). Tez çalışmasında bağımlı değişken olarak Toplam borç/ Toplam varlıklar oranı ele alınmış olup, bu oran toplam varlıkların ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklardan fonlandığını göstermektedir.

Tez çalışmasında sermaye yapısını etkilediği öngörülen bağımlı ve bağımsız değişkenler sırasıyla Tablo 4’de ve söz konusu değişkenlerin simgeleri Tablo 5’de verilmiştir.

Tablo 4. Tez Çalışmasında Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Sermaye Yapısı Değişkeni/Kaldıraç Oranı
Toplam Borç/Toplam varlıklar
Açıklayıcı Değişkenler
1.Büyüme fırsatları: Toplam satışlardaki yüzde değişim
2.Kârlılık: Net kâr/Toplam varlıklar
3. Dağıtılan temettüler: Temettü ödemesi/Özsermaye
4. Varlık yapısı: Maddi duran varlıklar/Toplam varlıklar
5. Borç dışı vergi kalkanı: Amortisman giderleri/Toplam varlıklar
6. Vergi düzeyi: Ödenecek vergi/vergi öncesi kâr
7. Finansal piyasalara özgü değişkenler: a. Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri/ Nominal GSYİH b. Ulusal bankalar tarafından özel sektöre verilen krediler/NGSYİH c. Kamu iç borç yükü: Kamu iç borç stoku/ Nominal GSYİH
8. İşletmenin iflas riski: Faaliyet kârındaki yüzde değişim

Tablo 5. Kullanılan Açıklayıcı Değişkenler ve Simgeleri

No	Açıklayıcı Değişken	Simge
1	Toplam satışlardaki yüzde değişim	GROWTH
2	Temettü ödemesi/özsermaye	PAYOUT
3	Ödenecek vergi/vergi öncesi kâr	TAX
4	Maddi duran varlıklar/toplam varlıklar	TANG (Assets Tangibility)
5	Amortisman giderleri/toplam varlıklar	NDTS (Non Debt Tax Shields)
6	Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri/nominal gayri safi yurt içi hâsıla	STOCK MARKET
7	Net kâr/toplam varlıklar	PROF (Profitability)
8	Ulusal bankalar tarafından özel sektöre verilen krediler/nominal gayri safi yurt içi hâsıla	BANK
9	Kamu iç borç stoku/nominal gayri safi yurt içi hâsıla	PUBLIC DEBT
10	İşletme riski	RISK

4.2. Araştırma Soruları ve Hipotezler

Çalışmanın ana amacı; hangi değişkenlerin sermaye yapısına ne oranda etki ettiğini tespit ederek, sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğini test etmek ve firmaların gerçek hayattaki davranışlarını ortaya koymaktır. Analize konu olan değişkenlerle kaldıraç oranı arasındaki ilişkiye yönelik teorik beklentiler ve ampirik çalışmalar doğrultusunda geliştirilen hipotezler aşağıda verilmiştir;

- Büyüme fırsatları ile kaldıraç oranı negatif ilişkilidir. Yüksek borç maliyeti ile karşılaşan büyüyen firmalar borçtan ziyade özsermayeye güvenirlir (Jensen ve Meckling, 1976; Myers, 1977; Rajan ve Zingales, 1995; Hall vd. 2004; Zaheer vd., 2011; Shah ve Hijazi, 2004; Chen, 2004; Rafiq vd., 2008; Akkaya, 2008; Gülşen ve Ülkütaş, 2012).
- Varlık yapısı ve kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki vardır (Rajan ve Zingales, 1995; Titman ve Wessels, 1988; Deesomsak vd., 2004; Zaheer vd., 2011; Sayılğan ve Uysal, 2011). İflas sonrasında bile değer yaratabilmesi, duran varlıkları aktiflerine göre büyük olan işletmelerin risklerini azaltmakta ve daha uygun koşullarda borçlanma olanağı sağlamaktadır (Sayılğan vd., 2006).
- Borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki vardır. Borç dışı vergi kalkanı aracılığıyla kazanılan vergi indirimi, borcun vergi avantajı yerine değerlendirilmektedir (Myers, 1984; Myers ve Majluf 1984; Fama ve Fench, 2002; Sayılğan ve Uysal, 2006; Korkmaz vd., 2007; Chen ve Green, 2008; Terim ve Kayalı, 2009; Sayılğan ve Uysal, 2011).
- Kârlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki vardır (Rajan ve Zingales, 1995; Booth vd., 2001; Friend ve Lang., 1988; Titman ve Wessels., 1988;

Fama ve French, 2002; Deesomsak vd., 2004; Huang ve Song; 2006; Durukan, 1997; Acaravcı ve Doğukanlı 2004; Chakraborty, 2010; Chang vd., 2009; Fıratoğlu, 2005; Sayılğan vd., 2006; Demirhan, 2009)

- Dağıtılan temettüler ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki vardır (McCabe, 1979; Chang ve Rhee, 1990; Gropp, 1997). Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre, işletmenin geçmiş yıllarda ödenen temettüleriyle, mevcut borçluluğu arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Bunun nedeni, işletmenin mevcut fonlarını otofinansman yerine kâr dağıtımında kullanması ve sonuç olarak yatırım projelerinin finansmanında dışsal kaynağa ihtiyaç duymasıdır.
- İşletme riski ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. İşletmelerin faaliyet kârında yüzde değişim arttığında, işletmenin iflas riski de artacaktır. Nakit akışlarını olumsuz etkileyecek etkenler işletmelerin iflas riskini arttıracaktır.
- Borsanın gelişmişlik düzeyi ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki vardır (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2002). Borsaların gelişmişlik düzeyi yüksek olduğunda, firmalar hisse senedi yoluyla finansman kaynağı sağlamanın yanısıra bankalar ve diğer finansal kurumlardan da borç almaya devam etmektedirler. Firmalar hem özsermaye hem de borç finanslamasını artırırılar, iki tür finanslama birbirini destekler.
- Kamu iç borç stoku oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki vardır. Kamu iç borç stoku, özel sektör borçlanması üzerinde negatif etki yapar çünkü finansal piyasalardaki birikimlere el koyar ve yatırımlara yöneltilecek kaynakların azalmasına ve faiz oranlarının yükselmesine neden olur (Acaravcı, 2004). İç borçlar kamu bütçesinde yer alan hizmetlerin finansmanı için yurt içi kaynaklardan sağlanan, alınırken ve verilirken ülkenin toplam kaynaklarının artmasına ya da azalmasına yol

açmayan kamu borçlanmasıdır. Borçlanma ile satın alma gücü özel kesim ve kamu kesimi arasında el değişirir. İç borçların en büyük alıcısı durumunda olan bankaların toplamış oldukları mevduatı krediye dönüştürme eğilimini düşürür, yüksek kredi faizlerinin oluşması neticesinde yatırımlar üzerinde caydırıcı bir etkisi olur. Banka sisteminin yatırımların finansmanına katkı sağlamasına engel olur (Karluk vd., 2010).

- Vergi düzeyi ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki vardır. Yapılan birçok çalışmada vergi oranının firmaların kaldıraç oranlarına pozitif yönde etki ettiği belirlenmiştir (Bradley vd., 1984; Pozdena, 1987; Titman ve Wessels, 1988). Ancak Pettit ve Singer (1985)'e göre bu yaklaşım, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için geçerli değildir. Bunun nedeni küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin daha düşük kârlılığa sahip olduklarını ve bu nedenle borcun vergi kalkanından yararlanamamalarıdır. Literatürde ödenen vergi her firmaya göre değiştiği için vergi değişkeni olarak sıklıkla ödenecek vergi/vergi öncesi kâr değişkeni kullanılmıştır (Durukan, 1997; Demirhan, 2009).

- Bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki vardır (Acaravcı, 2004). Bankacılık sektörünün gelişmiş olduğu ülkelerde firmalar daha kolay borçlanabilmektedir. Özellikle küçük firmaların dışsal finansman sağlamaları kolaylaşmaktadır.

4.3. Model ve Araştırma Yöntemi

Analizde aynı yatay kesit birimlerin belirli zaman aralığında incelendiği panel veri yöntemi kullanılmıştır. N sayıda birimin ve her birime ait T sayıda gözlemin birlikte ele alındığı panel veri modeli;

$$LEV_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} STOCK\ MARKET_{it} + \beta_{2it} PROF_{it} + \beta_{3it} BANK_{it} + \beta_{4it} NDTs_{it} + \beta_{5it} TANG_{it} + \beta_{6it} TAX_{it} + \beta_{7it} PAYOUT_{it} + \beta_{8it} GROWTH_{it} + \beta_{9it} RISK_{it} + \beta_{10it} PUBLIC\ DEBT_{it} + \varepsilon_{it}$$

$i=1, \dots, N$; $t=1, \dots, T$ olmak üzere yukarıda verildiği gibi oluşturulmuştur.

Birim kök testlerine göre; durağan olmadıkları tespit edilen BANK ve PULIC DEBT değişkenleri durağanlaştırılmıştır. Tez çalışmasının uygulama dönemi 2003-2014 yılları arasını kapsamaktadır. Ancak durağanlaştırma sırasında iki yıl kaybı olduğundan, analiz sonucu 2005-2014 yıllarını kapsamaktadır. Birim kök testlerinin yapılmasının ardından, veri setinin panel veri için araştırmaya uygun olup olmadığı, birim ve zaman etkileri testiyle (Redundant Fixed Effects-Likelihood) test edilmiştir. Diğer bir ifadeyle verilerin birim ve zaman etkisi kontrolü yapılmış, araştırmamızda kullandığımız değişkenler için havuzlanmış en küçük kareler modeli ile sabit etkiler modelinin hangisinin uygun olduğu belirlenmiştir. Model üzerinde Redundant Likelihood (Olasılık) Testi ve Hausman Testleri sırasıyla uygulanarak, Redundant Likelihood (Olasılık) Testi aracılığıyla sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği belirlenmiştir. Hausman Testi ile de modelde rassal etkiler olmadığı, aksine modelde sabit etkilerin söz konusu olduğu belirlenmiştir. Sabit etkiler modelinde eğim katsayıları sabit olup, sabit terim değişkendir ve birim etkileri gösterir. Sabit etkiler modelinde gözlenemeyen birim etkilere herbir yatay kesit gözlem için tahmin

edilen bir parametre gibi davranılır ve birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilmektedir. Eğim parametreleri tüm yatay kesit birimler için aynıdır. Birimler arası farklılıklar sabit terimdeki farklılıklar ile ifade edilmektedir.

$$y_{it} = x_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

y_{it} ; bağımlı değişken, x_{it} ; açıklayıcı değişken, β ; eğim katsayısı, ε_{it} ; hata terimi, α_i sabit terim birim etkisini göstermektedir.

Bu modelde bağımsız değişkenlerin hata terimi ile korelasyonsuz olduğu varsayımı ile birim etki ve bağımsız değişkenlerin korelasyonuna izin verilmektedir. Birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoksa, sabit etkiler yöntemi yatay kesit boyuttaki değişkenlikten kaynaklı bütün bilgileri yok etmesi nedeniyle, bir başka ifadeyle yaptığı dönüşümle birim etkiyi modelden elimine ettiği için etkin değildirler. Bu durumda tesadüfi etkiler tahmin yönteminin kullanılması uygundur. Sabit etkiler ve birinci farklar tahmin yöntemlerine göre tesadüfi etkiler tahmin yönteminin avantajı, zaman değişmezi değişkenleri modele ilave edebilmesidir. Ancak tüm açıklayıcı değişkenlerin birim etki ile korelasyonsuz olması varsayımının geçerli olması gerekmektedir (Tatoğlu, 2013). Gözlenemeyen birim etkilere hata terimi gibi tesadüfi bir değişken olarak davranılır, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon sıfırdır.

Çalışmada kullanılması uygun bulunan sabit etkiler modeli aşağıda verilmiştir;

$$LEV_{it} = \alpha_i + \beta \text{ STOCK MARKET}_{it} + \beta \text{ PROF}_{it} + \beta \text{ BANK}_{it} + \beta \text{ NDT}_{it} + \beta \text{ TANG}_{it} + \beta \text{ TAX}_{it} + \beta \text{ PAYOUT}_{it} + \beta \text{ GROWTH}_{it} + \beta \text{ RISK}_{it} + \beta \text{ PUBLIC DEBT}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Değişen varyans sorununu nasıl çözeceğimiz, değişen varyansın formunu belirleyip belirleyemediğimize bağlıdır. Breusch Pagan BP ve White testleri kullanarak, değişen varyans tespit edildiğinde, değişen varyans robust istatistikleri kullanılmalıdır. Değişen varyansın formu tam olarak biliniyorsa GEKK yöntemi kullanılır. Değişen varyansın formunu bilmiyorsak veya tahmin edemiyorsak White standart hatalar kullanılır. Tez çalışmasında uygulanan modelin ekonometrik analiz sonucu Tablo 6’da verilmiştir.

Modelin sonuçlarına göre; anlamlı olan değişkenler sırasıyla kârlılık, varlık yapısı, büyüme fırsatları, kamu iç borç stoku ve işletme riskidir. Açıklayıcı değişkenlerin kaldırıcı oranını hangi yönde etkilediği aşağıda verilmiştir;

- Kârlılık kaldırıcı oranını negatif yönde etkilemektedir.
- Varlık yapısı kaldırıcı oranını negatif etkilemektedir.
- Büyüme fırsatları kaldırıcı oranını pozitif etkilemektedir.
- Kamu iç borç stoku pozitif etkilemektedir.
- İşletme riski pozitif etkilemektedir.

Tablo 6. Modelin Panel Veri Analiz Sonuçları

Dependent Variable: LEV				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2005-2014				
Cross-sections included: 169				
Total panel (unbalanced) observations: 1523				
Period SUR (PCSE) standard errors & covariance (no d.f. correction)				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	P-Değeri
C	0.523420	0.018698	27.99265	0.0000
PAYOUT	0.004647	0.038932	0.119358	0.9050
GROWTH	0.057600	0.011552	4.986331	0.0000
PROF	-0.614247	0.049310	-12.45685	0.0000
TANG	-0.118178	0.037695	-3.135088	0.0018
RISK	0.005036	0.001513	3.328296	0.0009
PUBLIC DEBT	0.119893	0.057038	2.101981	0.0357
BANK	0.003770	0.046110	0.081769	0.9348
STOCK MARKET	0.005671	0.033244	0.170573	0.8646
NDTS	-0.005153	0.011272	-0.457142	0.6476
TAX	-0.001052	0.001090	-0.965160	0.3346
R ²	0.836882	Mean dependent var		0.466326
Adjusted R-squared	0.815278	S.D. dependent var		0.238415
F-statistic	38.73827	Sum squared resid		14.11184
Prob(F-statistic)	0.000000	S.E. of regression		0.102469
Durbin-Watson stat	0.871062	Log likelihood		1403.860

Kaldıraç oranı ile arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilen açıklayıcı değişkenlerin etkileri Tablo 7’de verilmiştir.

Tablo 7. Açıklayıcı Değişkenler ve Sermaye Yapısı Teorilerine Uyumu

Anlamlı Açıklayıcı Değişken	Sembol	Kaldıraç oranına etkisi	Ödünleşme Kuramı	Finansal Hiyerarşi Kuramı
Kârlılık	PROF	-	+	-
Varlık yapısı	TANG	-	+	-
Büyüme fırsatları	GROWTH	+	-	+
İşletme riski	RISK	+	-	-
Kamu iç borç stoku	PUBLIC DEBT	+		

Örnekleme oluşturan işletmeler büyük, orta ve küçük ölçekli işletmeler olarak ayrıştırılmıştır. Çalışan sayısı 10’dan az olan ve 1 milyon TL’ye kadar yıllık net satış hâsılatına sahip olan işletmeler mikro işletme, çalışan sayısı 50’den az olan ve 5 milyon TL’ye kadar yıllık net satış hâsılatına sahip olan işletmeler küçük işletme, çalışan sayısı 250’den az olup yıllık net satış hâsılatı 25 milyon TL’ye kadar olanlar orta büyüklükte işletme, çalışan sayısı 250’den fazla olan işletmeler ise büyük ölçekli işletme olarak alınmıştır (Türkiye AB Uyum Yönetmeliği, 2005; TÜİK, 2016). Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre; fon kaynakları arasında hiyerarşik olarak ilk sırada iç kaynakların tercih edilmesi gerektiğinden, büyük firmaların borçlanma oranlarının daha düşük olması beklenmektedir. Ödünleşme teorisine göre ise büyük firmaların iflas ve temsil maliyetleri daha düşük olduğundan, vergi avantajından yararlanmak için borçlanma oranları daha yüksek olacaktır. Ölçeklerine göre ayrıştırılan firmaların ortalama borçluluk oranları belirlenmiş ve elde edilen sonuç

teorilere göre yorumlanmıştır. Teoriler ve daha önce yapılmış çalışmalardan elde edilen sonuçlardan yola çıkarak hipotezler geliştirilmiştir. Elde edilen sonuçların hangi teorileri desteklediğini ortaya koyabilmek adına öne sürülen hipotezler ve elde edilen sonuçlar Tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8. Hipotezler ve Elde Edilen Sonuçlar

Açıklayıcı Değişken	Sembol	Hipotez	Analiz Sonucu
Büyüme Fırsatları	GROWTH	-	+
Varlık yapısı	TANG	+	-
Borç dışı vergi kalkanı	NDTS	-	0
Kârlılık	PROF	-	-
Dağıtılan Temettüleri	PAYOUT	+	0
Borsanın gelişmişlik düzeyi	STOCK MARKET	+	0
Kamu iç borç stoku	PUBLIC DEBT	-	+
Vergi düzeyi	TAX	+	0
Bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi	BANK	+	0
İşletme Riski	RISK	-	+

4.4. 2003-2014 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinde ve Borsa İstanbul'da Yaşanan Gelişmeler Paralelinde Sonuçların Yorumlanması

Tez çalışmasında, büyüme fırsatları ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen sonuç, Finansal Hiyerarşi Teorisi ile uyumludur. Buna göre; büyüme fırsatları, firmaların borçlanma yeteneklerini arttıracaktır. Hızlı büyüyen firmalar daha yüksek kaldıraç oranlarına sahip olmalıdırlar. Bevan ve Danbolt (2002), Terim ve Kayalı (2009), Sayılğan (2006), Sayılğan ve Uysal (2011) da çalışmalarında büyüme fırsatları ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren reel sektör işletmeleri büyüme fırsatları ile karşılaştıklarında daha fazla borçlanma yönünde tepki vermişlerdir. Elde edilen bu sonuç, işletmelerin yüksek büyüme oranları ile güven kazandıkları ve borçlanma isteklerini artırdıkları yönünde yorumlanabilir. Borç verenler açısından riskli projelerden daha fazla kazanma olasılıkları olmasının da bir etken olarak göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Varlık yapısı ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen sonuç, Finansal Hiyerarşi Teorisini destekler niteliktedir. Sayılğan (2006), Terim ve Kayalı (2009), Demirhan (2009), Okuyan ve Taşçı (2009) ve Karadeniz (2008) da çalışmalarında varlık yapısı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir. Demirhan (2009) ve Karadeniz (2008), hizmet sektörü özelinde araştırma yaptıklarından bu ilişkinin gerekçesi olarak hizmet sektöründe faaliyet gösteren işletmelerden kredi teminatı olarak maddi teminat istenmiyor olmasını göstermişlerdir. Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre; sabit varlıklarla ilgili düşük bilgi asimetrisi özsermayeyi daha az maliyetli yapmaktadır. Bu nedenle, kaldıraç oranı ile varlık yapısı arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur. Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren reel sektör

işletmelerinin, maddi duran varlıkları teminat göstererek borçlanmayı tercih etmediği ve işletmelerin özsermayeye yöneldiği şeklinde bir yorum yapılabilir.

Tez çalışmasında kârlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen sonuç, Finansal Hiyerarşi Kuramı ile uyumludur. Rajan ve Zingales (1995), Friend ve Lang. (1988), Titman ve Wessels. (1988), Booth vd. (2001), Fama ve French (2002), Deesomsak vd. (2004), Huang ve Song (2006), Durukan (1997), Acaravcı ve Doğukanlı (2004), Fıratoğlu (2005), Chang vd. (2009), Sayılğan vd. (2006), Chakraborty (2010), ve Demirhan (2009) da çalışmalarında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Borsa İstanbul'da yılları arasında faaliyet gösteren reel sektör işletmeleri kârlı oldukları pozisyonda borçlanmayı daha az tercih etmişlerdir.

Maliyeti düşük bir iç fon kaynağı olan borç dışı vergi kalkanının borçlanma oranıyla negatif ilişkili olması beklenirken, sonuç anlamlı olmadığı şeklindedir. Vergilendirilebilir kârı çok düşük veya negatif olan işletmeler borç dışı vergi kalkanı avantajından yararlanamamakta ve faiz ödemelerinin yükünü daha fazla hissetmektedirler. Tez çalışmasında işletmelerin %32'sinin vergilendirilebilir kârı negatif olarak tespit edilmiştir. Titman ve Vessels (1988), Allen ve Miuno (1989), Van der Wijst ve Thurik (1994), Lowe, Naughton ve Taylor (1994), Saa-Requejo(1996) Deniz ve Abdioğlu (2015), Homaifar vd.(1994), Burucu ve Öndeş (2015), Demirhan (2009), Şahin (2011) de yaptıkları çalışmalarda borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit etmemişlerdir. Finansal Hiyerarşi Kuramına göre, borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki olup, işletmelerin finansman ihtiyaçlarında borç kullanımını azaltmaktadır. İşletme riski ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak

Ödünleşme ve Finansman Hiyerarşisi Teorilerine göre işletme riskinin kaldıraç oranına negatif bir etkisinin olması gerekmektedir. Borç verenler de işletmenin finansal sıkıntı ile karşılaşabileceğini öngörerek, işletme finansal sıkıntıda olmasa bile, bu endişelerini işletme menkul kıymetlerinin piyasa değerine, finansal sıkıntı maliyeti başka bir deyişle iflas maliyeti olarak yansıtırlar (Sayılğan ve Uysal, 2011).

Yapılan birçok çalışmada vergi oranının firmaların kaldıraç oranlarına pozitif yönde etki ettiği belirlenmiştir (Bradley vd., 1984; Pozdena, 1987; Titman ve Wessels, 1988). Ancak tez çalışmasında kaldıraç oranı ile vergi düzeyi arasında anlamlı olmayan negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Vergi oranı, firmanın kaldıraç oranı ile doğrudan ilgilidir. Borcun vergi avantajından dolayı vergi oranındaki artış, kaldıraç oranında da artışa neden olacaktır. Ancak firmanın faiz ve vergi öncesi kârının faiz indirimi yapacak kadar yüksek olması durumunda geçerlidir (Acaravcı, 2004).

TC Merkez Bankası verilerine göre, 2003-2014 yılları arasında Türkiye’de bankacılık sektörü gelişen bir seyir izlemiştir ancak tez çalışmasında reel sektör işletmelerinin sermaye yapısına anlamlı etki etmediği belirlenmiştir. Bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ancak anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Bankacılık sektörünün gelişmiş olduğu ülkelerde firmalar daha kolay borçlanabilmektedir. Özellikle küçük firmaların dışsal finansman sağlamaları kolaylaşmaktadır. Borsanın gelişmişlik düzeyinin kaldıraç oranına anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Kamu iç borç stoku oranı ile kaldıraç oranı arasında ise pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Genel görüşe göre; kaldıraç oranı ile kamu iç borç stoku arasında negatif bir ilişki vardır çünkü finansal piyasalarda birikimlere el koyar ve yatırımlara yöneltilecek kaynakların azalmasına neden olur. Ancak Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların borçlanmaları üzerinde

olumsuz bir etkisi olmamıştır. Tez çalışmasında dağıtılan temettüler ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren reel sektör işletmeleri otofinansman yerine temettü dağıttıklarında, bunun sonucu olarak dışsal kaynağa ihtiyaç duydukları şeklinde bir yorum yapılamamaktadır.

Çalışmada geliştirilen model aracılığıyla elde edilen sonuçları sağlıklı bir şekilde yorumlayabilmek adına; çalışmanın kapsamına giren, 2003-2014 yılları arasında Türkiye ekonomisinde, bankacılık sisteminde ve Borsa İstanbul’da yaşanan gelişmeler Bölüm 4.4.1’de özetlenmiştir.

4.4.1. 2003-2014 Yılları Arasında Türkiye Ekonomisinde ve Borsa İstanbul’da Yaşanan Gelişmeler

2000 yılında Türkiye’de yaşanan likidite krizi ya da bankacılık krizinde, bankalar açık pozisyonlarını kapatmak için dışarıdan borçlanmak istemişler ancak Türkiye’nin dış piyasalardan borçlanma faizi üzerindeki risk priminin artması bunu zorlaştırmıştır (Uygur, 2001). 2000 krizi etkilerini 2001 yılında da ağır bir şekilde sürdürmüştür. Ziraat Bankası ve Halkbank 3 milyar dolar açık vermiş, sistemde bulunan diğer bankalara karşı yükümlüklerini yerine getirememişlerdir. Türkiye’nin kredi notu düşürülmüş ve risk primi artırılmıştır (Parasız, 2001). Ancak kriz nedeniyle yaşanan ekonomik gerileme sonrası, Türk ekonomisi 2002-2005 döneminde yaklaşık yüzde sekizlik bir büyüme performansı sergilemiştir. Bunun nedeni kriz sonrasında uygulanan yapısal reformların, ülkenin kamu maliyesi ve bankacılık sektörü altyapısını güçlendirerek krizin etkilerinin azaltılmasıdır (Acar, 2013). 2002 yılından sonra gelişmiş ekonomilerde faizlerin düşük olması ve uluslararası likitide fazlalığı, Türkiye gibi gelişen piyasalara yönelik dış finansman imkânlarını genişletmiş ve

gelişen piyasa ekonomilerinin bütçe performanslarında, yurtiçi faizlerinin düşmesinde ve iç taleplerinin artmasında önemli iyileşmeler sağlanmasına neden olmuştur (Özeren, 2012). 2002 yılında yurtiçi hasılanın %74'üne ulaşmış olan kamu borcu giderek azalan bir seyir izlemiştir. 2002-2014 yılları arasında Türkiye yılda ortalama yüzde 4,9 gibi bir oranda büyümüştür. Ancak Türkiye'nin göreceli performansının makroekonomik endeks ile yapılan analiz sonucu ortalamanın altında olduğu tespit edilmiştir (Benlialper vd., 2015).

Türkiye'de firmalar 2001 krizinden önce kısa vadeli kaynak kullanımını özsermaye kullanımına tercih etmişlerdir çünkü dışarıdan buldukları düşük faizli kredileri ülke içerisinde yüksek faizden kamuya borç vererek faaliyet dışı kâr elde etmişlerdir (Baydur, 2001). Türkiye gibi enflasyon ve vergi yükünün yüksek olduğu bir ekonomide firmaların borçlanması daha rasyoneldir ancak 2001 krizi, firmaları tedbirli olmaya yönlendirmiştir (Baldemir ve Süslü, 2008). Tez çalışmasının örneklemi oluşturan firmaların ortalama borçluluk oranı 2003 yılında %37, 2003-2014 yılları arasında ise %46 olarak tespit edilmiştir. Borçluluk oranının en düşük değerinin 2003 yılına ait olması ve yıllar itibarıyla artmasının gerekçesi olarak, 2001 krizinin firmaları yüksek miktarda borçlanmaktan caydırdığı söylenebilir.

Türkiye'de firmaların dış finansmana erişiminde zorluklar ve düşük nakit akışı düşük yatırım performansının temel nedenidir. İşgücü maliyeti, vergi yükümlülükleri, temettü ödemeleri ve finans maliyetleri firmaların diğer ülkelere kıyasla düşük tasarrufa sahip olmalarının temel nedeni değildir. Düşük tasarrufların nedeni, düşük faaliyet kârlarıdır. 2003-2009 yılları arasında Türk firmalarının kârlılıkları

gelişmekte olan diğer ülkelere göre oldukça düşüktür, borçluluk oranları yüksektir ve borçlarının vadeleri çok kısadır (Özmen vd., 2012).

2000-2009 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası hisse senetleri piyasasında işlem gören firma sayısında artış olmamıştır. Şirket sayısı fazla değişmemesine karşın, piyasada işlem gören hisse senetlerinin toplam değeri, 2000 yılında 70 milyar dolar iken 2007'de 290 milyar dolara çıkmıştır. Küresel kriz yılı olan 2008'de 120 milyar dolara kadar gerileyen hisse senetlerinin toplam piyasa değeri 2009 yılında 236 milyar dolara çıkmıştır (Türkiye Sermaye Piyasası 2007 Yılı Yıllık Raporu).

Firmaların kârlılık performansının, artan rekabetin de etkisiyle, 2005 yılında düşüş gösterdiği ve İMKB'de işlem gören firma verilerine göre, bu eğilimin 2006 yılı ilk altı ayında da devam ettiği görülmektedir. 2006 yılında firma satışlarının yavaşlayan iç talep nedeniyle yurtdışı ağırlıklı olarak devam ettiği, firmaların finansman giderlerinin net satışlar içindeki payının bir ölçüde artmasına karşın, satışların maliyetindeki azalışın etkisiyle kâr marjlarının arttığı görülmüştür (Merkez Bankası Finansal Raporları, 2005, 2006). Tez çalışmasının örneklemine oluşturan firmaların Şekil 2'de görüldüğü gibi 2005 ve 2006 yıllarında borçluluk oranları artan bir seyir izlemiştir. Finansman Hiyerarşisi Teorisine uygun olarak, kârlılık oranları azalan firmaların borçluluk oranları artış göstermiştir.

2007 yılında firmaların borçluluk oranları banka kredi kullanımına bağlı olarak artmıştır. Bununla birlikte, banka kredilerinin toplam borç içindeki payının çok yüksek olmamasının kredi riskini sınırlandırıdığı düşünülmektedir. Firmaların kısa vadeli borç ödeme kabiliyetinde ve kârlılık oranlarında ise iyileşme olmuştur

(Merkez Bankası Finansal Raporları, 2007). 2007 yılında borsanın gelişimi artarken, aynı zamanda banka kredilerinin payı ve özkaynaklar da artmıştır. Bunun nedeni olarak borsanın ve bankacılık sisteminin gelişiminin çift yönlü ilişkisi gösterilebilir. Tez çalışmasında anlamlı olmamakla birlikte, borsa ve bankacılık sektörünün kaldıraç oranına pozitif etki ettiği belirlenmiştir. Elde edilen sonuç Güloğlu ve Bekçioğlu (2002) tarafından yapılan çalışmayı desteklemektedir.

Türkiye’de yurt içindeki finansal sistemin yerli para cinsinden sunduğu kaynakların sınırlı olması ve “dış kaynak priminin” yüksek seyretmesi firmaları yabancı para (YP) cinsinden borçlanmaya yöneltmiştir (Özlü ve Yalçın, 2012). Merkez Bankası Finansal Raporlarına göre; firmaların yabancı para cinsinden borçlanmaları ve buna bağlı olarak döviz pozisyon açıkları 2007 yılına kadar artış göstermiştir. Dolayısıyla, ulusal paranın değer kaybetmesi borçluların temerrüt riskini artırarak, firmaların taşıdıkları kur risklerinin bankacılık sektörüne kredi riski olarak yansıma olasılığını artırmıştır. 2007 yılı raporuna göre; reel sektör firmalarının kur riski yönetimi konusunda bilinçlenmeleri ve riskten korunma araçlarını yaygın bir şekilde kullanmaları, bankaların ise yabancı para açık pozisyonu olan firmaların kredi risklerini dikkatle değerlendirmeleri gerekmektedir. Firmaların, hızlı büyümeye bağlı olarak kaynak ihtiyacı artmış olmakla birlikte, bunu ağırlıklı olarak kendi özkaynakları ile karşılamayı tercih ettikleri görülmüştür (Merkez Bankası Finansal Raporları, 2007). Tez çalışmasında da örnekleme oluşturan firmaların Finansman Hiyerarşisi Teorisine uygun olarak, finansman ihtiyaçlarını iç kaynaklarından karşılamayı tercih etmelerinde ulusal paranın değer kaybetmesinin, kur ve temerrüt riskinin artmasının, dolaylı olarak bankaların sıkı kredi politikalarının da etkisi olmuştur.

2008 yılında yaşanan ABD çıkışlı küresel kriz, dünya genelinde 2000-2007 yılları arasında gerçekleşen büyüme sürecini sekteye uğratmıştır. Amerika'da Lehman Brothers ve Bear Stearns'in iflasları borsalarda panik yaratmıştır. Yatırımcıların risk iştahı düşmüş ve kredi olanakları daralmıştır. Borsa İstanbul da, diğer borsalar gibi krizden olumsuz yönde etkilenmiştir. Kriz Avrupa'da da deflasyon ve yüksek oranlarda işsizlik yaşanmasına neden olmuştur. AB'de yaşanan durgunluk ve artan işsizlik Türkiye ekonomisine de olumsuz etki etmiştir. 2008 yılının Ağustos ayında Gürcistan ve Rusya arasında yaşanan gerilim, Türkiye'nin istikrarı ve ihracat pazarları üzerinde olumsuz etkiler yapmıştır. 2008 yılının Nisan ayında uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's Türkiye'nin görünümünü durağandan negatife çevirmiştir. 2008 krizinin etkileri 2010 yılına kadar sürmüş ve Avrupa Borç Krizine neden olmuştur. Finansal krizden önceki dönemde, Avro'nun ortak para birimi olarak kullanılmasıyla düşen faizler sermayeye ulaşma imkânlarını artırmıştır. Birçok Avrupa ülkesi (özellikle Yunanistan, İtalya ve Portekiz) krize yüksek borç oranlarıyla girmiştir (Eser ve Ela, 2015). Avrupa ülkelerinde yaşanan krizin Borsa İstanbul'a olumsuz bir etkisi olmamıştır. 2010 yılında Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetleri yüksek getiri sağlamıştır. Türkiye uyguladığı mali disiplin, para politikaları ve yapısal reformlarla, 2009 yılında negatif olan ekonomik büyümeyi 2010 yılında pozitive döndürmüştür. Ancak AB ülkelerinde devam eden borç krizi ve küresel ekonomide yaşanan daralma nedeniyle Türkiye'nin 2012 yılı ekonomik büyüme oranı 2011 yılına göre düşük kalmıştır (Karagöl ve Ortakaya, 2014).

Türkiye'de krizin etkileri en çok reel sektörde hissedilmiştir. 2009 yılında, Türkiye sanayisi büyük kayıplar vermiştir. 2008 küresel krizinin neden olduğu küçülmenin 1994 krizi, 1999 Asya-Rusya krizi, 2001 krizinde yaşanan daralmaların üstünde

olduğu ortaya konmuştur. Türkiye, 1994 ve 2001 krizleri gibi kendinden kaynaklanan krizlerde ihracat gelirlerini arttırarak krizi aşmaya çalışmıştır ancak küresel krizde ihracatı artırma durumu söz konusu olmamıştır (Selçuk ve Yılmaz, 2008).

Türkiye ekonomisi, 2008 krizi sonrası dönemde uyguladığı sıkı para ve maliye politikaları ile yeniden istikrar ortamını yakalamaya çabalamıştır. Türkiye ekonomisinin büyümesine ve istikrara kavuşmasına, uluslararası piyasalarda yaratılan çok büyük miktarlardaki finansal genişlemenin önemli bir etkisi olmuştur (Susam ve Bakkal, 2008). 2008 yılında yaşanan kriz nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankaları, faiz oranlarını düşürerek dünya çapında likiditenin artmasına sebep olmuşlardır. 2009 yılında Federal Reserve (FED) parasal gelişmeye gitmiştir. 2010 yılının Kasım ayında FED, ikinci defa parasal genişlemeye gideceğini açıklamıştır. Gelişmekte olan ekonomiler ilgi odağı haline gelmişlerdir. Türkiye’de bu durumdan olumlu yönde etkilenmiştir.

2009 yılında yurt içi ve yurt dışı talebin gerilemesiyle firmaların satış gelirleri düşmüştür. Satış gelirlerinin düşmesine bağlı olarak firmaların faaliyet kârlılığı azalmış ve ödeme güçleri zayıflamıştır. Firmaların borç ödeme gücündeki zayıflama, bankaların kredi arzını sıkılaştırmalarına neden olurken, yavaşlayan iktisadi faaliyet de firmaların kredi talebini daraltmıştır. Ancak firmalar bankacılık sektörü dışında finansman imkânlarını geliştirmişler ve yurt dışından kullandıkları fon miktarını artırmışlardır (Merkez Bankası Finansal İstikrar Raporları, 2009). 2009 yılında fon ihtiyacının sermaye piyasalarından sağlanmasını teşvik etmek amacıyla girişimlerde

bulunulduğundan, hisse senetleri piyasasında canlanma yaşanmış ve ortalama günlük işlem hacmi artmıştır (Acar, 2013).

Düşük ihracat oranlarına sahip KOBİ'lerin banka finansmanına erişim imkânları (özellikle sıkı para politikaları olduğu zamanlarda) kısıtlıdır. Bu firmalar da banka kredileri yerine ticari kredilere daha çok yönelirler. Ancak özellikle küçük ölçekli firmalar dış kaynaklı kredi bulmakta zorlandıklarından banka kredilerine bağımlı haldedirler (Özlü ve Yalçın, 2012). Kredi piyasasındaki daralmanın özellikle KOBİ'ler üzerinde etkili olduğu görülmüştür (Merkez Bankası Finansal Raporları, 2009). Tez çalışmasının örneklemini oluşturan firmaların %27'sini KOBİ'ler oluşturmakta olup, tüm firmaların borçluluk oranları 2009 yılında azalış göstermiş ve 2010 yılında düşük seyrini sürdürmüştür. 2010 yılında ise firmaların satış gelirleri ve kârlılıkları artış göstermiştir. Türk lirasının değer kazanması firmaların kur kaynaklı finansal giderlerini azaltmış ve kâr marjlarının artmasına neden olmuştur. Yabancı para kredileri firmaların ödeme güçlerinin daha fazla bozulmasını sınırlamıştır (Merkez Bankası Finansal Raporları, 2010). Ayrıca uzun yıllar yüksek seyreden enflasyon, alınan tedbirler sonucu düşürülmüş, 2008 yılı sonrası % 10'ların altında seyretmiştir. Bunun ekonomide istikrar sağlanmasına olumlu etkileri olmuştur (Acar, 2013).

2011 yılında Asya'da felaketler yaşanmış, Suriye'de iç savaş çıkmış, etkileri dünya genelinde hissedilmiştir. 2011 yılında Borsa İstanbul'un gelişmişlik düzeyinde bir düşüş yaşanmıştır. Ancak 2011 yılında borsada halka arzları arttırma yönünde çaba sarf edilmiştir. 2012 yılında FED üçüncü parasal genişlemeye gideceğini ve tahvil alımı yapacağını açıklamıştır. 2012 yılında borsanın gelişme düzeyinde yeniden bir

artış gözlemlenmiştir. 2012 yılında borsada işlem gören şirketlerin piyasa değeri toplamı artış göstermiştir.

Firmaların varlıklarının finansmanında kullandığı özkaynakların payı tüm firmalarda 2012 yılında artmış, 2013 yılında ise azalmaya başlamıştır. Bu gelişmeye paralel olarak, 2013 yılında firmaların kullandığı banka kredilerinin payında artış gerçekleşmiştir (Merkez Bankası Finansal İstikrar Raporları, 2012, 2013). Tez çalışmasının örneklemini oluşturan firmaların da borçluluk oranları Şekil 2’de görüldüğü gibi 2012 yılında azalmış ve 2013 yılında tekrar artış göstermiştir.

2012 yılında uzun vadeli TL kredi kullanımının azaldığı, TL kredi kullanımının genelde kısa vadede yoğunlaştığı görülmüştür. İmalat, ticaret ve su temini sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların uzun vadeli TL kredilerinin payları, tüm sektörlerin ortalamasının altında seyretmiştir. Toplam kredilerin ortalama yüzde 66,6’sının büyük ölçekli firmalarca kullanıldığı ve bu firmaların diğer ölçeklerdeki firmalara göre ağırlıklı olarak daha fazla oranda yabancı para kredi kullanma imkânına sahip oldukları görülmüştür. 2012 yılında enflasyonun düşme eğilimine girmesiyle birlikte imalat, inşaat ve ulaştırma sektörlerinin aktif toplamında yüksek oranlı reel artışlar görülmüştür. 2013 yılında enflasyonun artış trendine girmesiyle birlikte tüm firmaların aktif toplamlarında yüksek oranlı cari artış olmasına karşın, çok daha düşük reel artış görülmüştür (Merkez Bankası Finansal Raporları, 2013, 2012).

Banka kredilerinin yabancı kaynaklar içindeki payı 2013 yılında %45,6, 2014 yılında ise %47,9 olarak tespit edilmiştir. Kriz sonrası süreçte, kredilerde gözlenen yüksek oranlı artış eğiliminin önemli bir belirleyicisi, finansal kuruluşların risk

algılamalarındaki iyileşme ve bunun sonucunda kredi riskinden kaçınma eğilimlerindeki azalış olmuştur (Tez çalışmasında da 2003 yılında 0,37 olan borçluluk oranı 2009 yılından sonra artış göstererek 0,50 düzeyine yükselmiştir). Bu durum, artan kredi talebiyle birlikte ticari kredilerde yüksek oranlı artışlara yol açmıştır. Gerek kredi verilen şirket ölçeği gerekse vade bazında incelendiğinde, risk algılamalarındaki iyileşmenin ticari krediler üzerindeki yansımaları belirgin biçimde görülebilmektedir. Kredi riski daha yüksek olarak değerlendirilen küçük ölçekli işletmelere verilen kredilerde, büyük ölçekli işletmelere verilen kredilere kıyasla daha yüksek oranlarda artışlar kaydedilmiştir. Bunun sonucunda, küçük ölçekli işletmelere verilen kredilerin toplam krediler içindeki payının kriz öncesi düzeylerinin de üzerine çıktığı gözlenmektedir. Finansal kuruluşların risk algılamalarındaki iyileşme ticari kredilerin vade dağılımları üzerinde de etkisini göstermiştir. Faiz riski düşük addedilen kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı azalmayı sürdürmüştür. Bunun sonucunda, ticari kredilerin ortalama vadesi kriz öncesi seviyelerin üzerine çıkmıştır. 2012 yılında firma borçlarının özkaynaklara oranı azalmıştır, satışlardaki artış ve finansal giderlerin azalmasına bağlı olarak firmaların kârları artmıştır. İMKB’de işlem gören firmaların satış gelirleri 2012 yılının üçüncü çeyreğinde önceki yıla göre %11,9 artmıştır. Ancak satış gelirlerindeki artış faaliyet kârlarına yansımamıştır. Buna rağmen firmaların dönem net kârı % 40,7 artmıştır. Türk lirasının değer kazanması kur kaynaklı finansal giderlerin azalmasına neden olarak, firma kârlılığını olumlu etkilemiştir. Özkaynak kârlılığı artış göstermiş ve borçların özkaynaklara oranı 2011 yılında %119,2 seviyesinden 2012 yılı üçüncü çeyreğinde %116,8’e düşmüştür (Merkez Bankası Finansal İstikrar Raporları, 2012, 2013).

2013 yılı Mayıs ayında Moody's not artırımına giderek Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltmiştir. Ancak FED Başkanının 2013 yılı Mayıs ayında parasal politikayı azaltma yönündeki açıklamaları olumlu seyri olumsuzla çevirmiştir. Eylül ayında tahvil alımlarında bir değişiklik olmayacağı yönündeki açıklamaları ise piyasalarda olumsuz seyri olumluya çevirmiştir.

2014 yılında Türkiye'de Merkez Bankası faizleri artırmıştır, dolarda yükseliş gözlemlenmiştir ve Borsa İstanbul'un gelişmişlik düzeyinde azalış görülmüştür. Bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi ise 2003-2014 yılları arasında giderek artış sergilemiştir. Özel sektöre verilen kredilerin miktarında 2003-2014 yılları arasında yükselen bir artış sağlanmıştır. Kamu borç yükü, 2003-2014 yılları arasında düşüş göstermiştir. Uygulanan ekonomik program neticesinde, toplam kamu net borç stokunun ($\text{Net Borç Stoku} = \text{Toplam Kamu Borç Stoku} - (\text{Merkez Bankası Net Varlıkları} + \text{Kamu Mevduatı} + \text{İşsizlik Sigortası Fonu})$) gayri safi yurtiçi hasıla içerisindeki payı 2002 yılında %66,3 iken 2012 yılının sonunda %17'ye düşmüştür. Kamu Borç Stoku/GSYH oranının Maastricht Kriteri % 60 olup, Türkiye 2004 yılından itibaren bu kritere ulaşmıştır (Acar, 2013). Bütçe açığı da, 2003-2014 yılları arasında % 10'dan, % 3'ün altına gerileyerek AB-Maastricht bütçe dengesi kriterlerine uyum sağlamaya başlamıştır.

2013 yılı ikinci yarısında proje finansmanı kaynaklı kullanımlarda canlanma olmuştur. Yurtiçi bankaların reel sektöre kullandığı yabancı para kredilerin kur etkisinden arındırılmış yıllık artışı 2014 yılında düşmeye başlamış, %10 seviyelerinde durağanlaşmıştır. Büyük firma ve KOBİ kredileri 2014 yılında azalma göstermiştir (Merkez Bankası Finansal Raporları, 2014, 2013). Tez çalışmasının

örneklemini oluşturan firmaların borçluluk oranları da 2013 yılında artış, 2014 yılında ise düşüş göstermiştir

Finansal piyasalara özgü değişkenlerin, 2003-2014 yılları arasında izlendiği seyir analiz edilerek yorumlanmıştır. Buna göre; Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerinin GSYH'ya oranı olan borsanın gelişmişlik düzeyi 2003-2014 yılları arasında dalgalı bir seyir izlemiştir. 2008 ekonomik krizi ve 2010 Avro krizlerinin olduğu yıllarda Türkiye'de borsada işlem gören reel sektör işletmelerinin borçluluk oranlarında artış olduğu tespit edilmiştir.

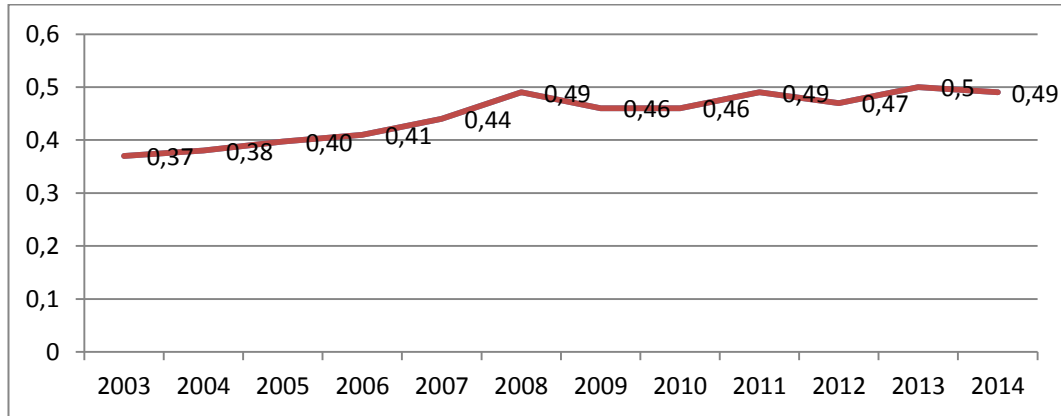
Çalışma örnekleminde yer alan işletmelerinin kaldıraç oranlarının 2003-2014 yılları arasında izlediği seyir analiz edilmiştir (Şekil 2). Buna göre; genel olarak 2003-2008 yılları arasında kaldıraç oranının artan bir seyir izleyerek, 2008 yılında yüksek bir orana ulaştığı ve 2009 yılında azaldığı, 2010-2011 yılları arasında tekrar artan bir seyir izlediği tespit edilmiştir. Genel olarak 2013 yılında kaldıraç oranları tekrar artış göstermiştir. 2008, 2011 ve 2013 yıllarında işletmelerin kaldıraç oranları artış göstermiştir.

“İstanbul Sanayi Odası (İSO) Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2013 Yılı Araştırması” sonuçlarına göre; şirketlerin borç ve öz kaynak oranı 2013 yılında zirve yapmıştır. Bu orandaki artışta, kâr ve öz kaynak yaratma olanaklarındaki yavaşlama, uzun vadeli borçlanma olanaklarındaki artış ve döviz cinsi borçların Türk Lirası karşılığının Türk Lirasındaki değer kaybı ile yükselmesinin de etkisi bulunmaktadır. Ancak bu etkiye rağmen oranın ulaştığı seviye oldukça yüksektir. Kârlılığı düşen şirketlerin, öz kaynaklarının büyümesi de olumsuz etkilenmiştir. Türk şirketleri bono, tahvil, halka arz, uzun vadeli finansman, hedging gibi borçlanma araçlarından

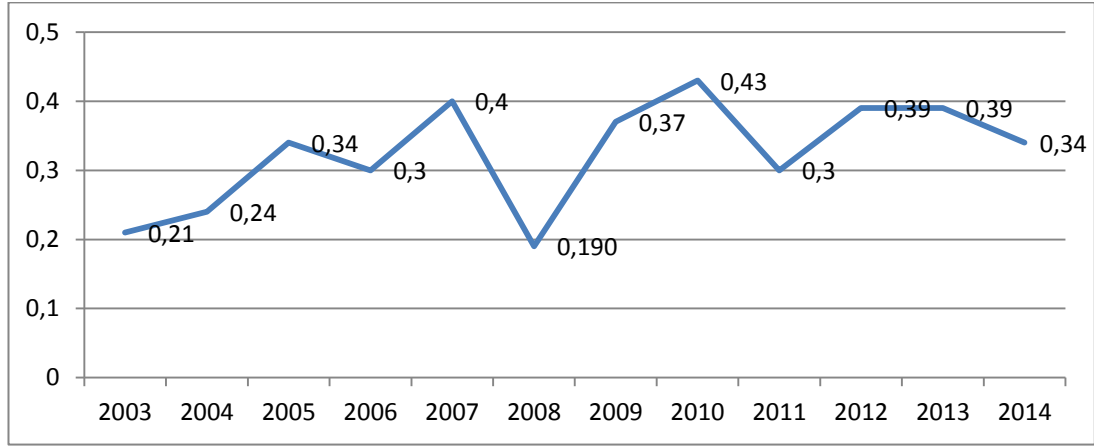
yararlanamamaktadır. Şirketler, öz kaynak yetersizliği nedeniyle daha çok banka kredilerini tercih ederek finansman giderlerini plansız bir şekilde artırmıştır.

Türkiye 2003 yılından beri ağırlıklı olarak bankacılık sektörü kaynaklarıyla büyümüştür. Bankacılık sektörünün sürdürülebilir gelişimi, şirketlerin güçlü bir yapıda faaliyetlerini sürdürmesi ve refahın tabana yayılmasının önemli şartlarından birisi gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip olmayı zorunlu kılmaktadır. Şirketlerin halka açılması da bunun ön koşuludur. Bu nedenle 2015 yılı içinde Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yapılan değişiklikte, şirketlerin borç yerine öz kaynak kullanımını özendiren düzenleme ile 1 Temmuz 2015 tarihinden itibaren, yeni kurulan şirketler ile halen faaliyette olan şirketler için nakit sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirecekleri sermaye artırımlarına vergi matrahında indirim hakkı sağlanmıştır (Ertaş, 2015).

Şekil 2. Firmaların Yıllar İtibariyle Ortalama Borçluluk Oranları

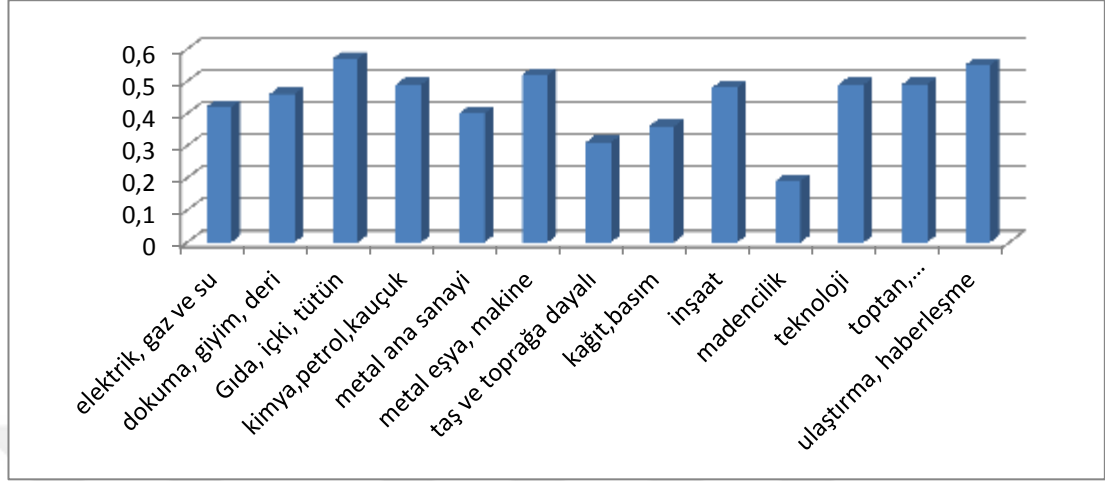


Şekil 3. Yıllar İtibariyle Borsanın Gelişmişlik Düzeyi



Şekil 3’de görüldüğü gibi borsanın gerilediği 2008 ve 2011 yıllarında işletmelerin borçluluk oranlarında artış tespit edilmiştir. 2003-2014 yılları arasında borsanın gelişmişlik düzeyi dalgalı bir seyir izlemiş özellikle kriz dönemlerinden olumsuz bir şekilde etkilenmiştir. İşletmelerin borçluluk oranı ise artan bir seyir sergilemiştir. 2003-2004, 2009-2010 yıllarında ekonomik büyüme, borsanın gelişmişlik düzeyi ve kaldıraç oranları paralel bir artış seyri sergilemiştir.

Şekil 4. Sektörlere Göre Firmaların 2003-2014 Yılları Arasında Ortalama Kaldıraç Oranları



Sektörlere göre ortalama kaldıraç oranlarını kıyaslayacak olursak, Şekil 4’de görüldüğü gibi 2003-2014 yılları arasında gıda, içki ve tütün alt sektörü en yüksek borçluluk oranına sahiptir.

İhracat oranı yüksek olan gıda, içki ve tütün sektörü, dövizde yaşanan artış ve azalışlardan doğrudan etkilenmektedir. İhracatta otomotiv, ana metal ve tekstil sektörleri gibi ilk sıralarda yer almasa da tez çalışmasından elde edilen sonuçlara göre borçluluk oranında ilk sırada yer almaktadır. Bunun olası nedenleri; sektörün kârlılığının, yurt dışı cirosunun kurlarda yaşanan artıştan olumlu etkilendiği dönemlerde bile düşük olması ve bu sektörde firma hasılatlarının da aylık olarak dalgalı bir seyir izlemesi ve mevsimsel etkilerden etkilenmesidir. Yüksek finansman giderleri, kambiyo zararları ve fiyatların dalgalı seyri nedeniyle hasılatlar istikrarlı olmamaktadır. Ayrıca sektör kârlılığı düşük olsa bile, büyüyen bir sektör olduğundan finansman ihtiyacı oldukça yüksek olan bir sektördür.

4.4.2. Açıklayıcı Değişkenlerin Kaldıraç Oranına Etkileri ve Firma Davranışlarının Yorumlanması

Tez çalışmasında elde edilen sonuçlardan yola çıkarak firma davranışlarını açıklayabilmek için öncelikle farklı dönemlere ait Merkez Bankasının Sektör Bilançoları Değerlendirme Raporlarında verilen veriler ve tespitler derlenmiştir. Elde edilen bu veriler ışığında firmaların sermaye yapısı kararları ortaya konmaya çalışılmıştır.

4.4.2.1. Merkez Bankası Sektör Bilançolarından Derlenen Veriler

Merkez Bankasının Sektör Bilançoları Değerlendirme Raporlarından derlenen veriler Tablo 9’da verilmiştir. Merkez Bankası verilerine göre; 2006 yılında YTL’nin ABD doları ve Euro karşısında yüksek değer kaybının olması ve yüksek yurt dışı talep, yurt dışı satış gelirlerini olumlu yönde etkilemiştir. 2007 yılında ise yurt dışı talepteki canlılığın sürmesine rağmen, YTL ABD doları ve Euro karşısındaki değer kazandığından, imalat sanayiinde yurt dışı satış gelirlerindeki reel artış 2006 yılına kıyasla düşük seviyelerde gerçekleşmiştir.

Tablo 9. T.C. Merkez Bankasının Raporlarından Alınan Veriler

Yıl/ Yüzde	Dönen varlıklar/ Aktifler	Stoklar./ Aktifler	Banka Kredileri/ Aktif Toplamı	Özkaynaklar /Aktif Toplamı	FVÖK/ Pasif Toplamı	Net kâr,zarar/ Özkaynak
2005	50	12	15	51	7	8
2006	52	12	17	50	10	11
2007	51	12	20	52	9	11
2008	52	12	22	42	7	5
2009	51	11	21	44	7	7
2010	52	12	23	44	7	9
2011	54	15	24	43	7	6
2012	54	14	24	44	7	9
2013	54	14	27	40	6	6
2014	51	14	29	38	6	7

Kaynak: T.C. Merkez Bankası Sektör Bilançoları Değerlendirme Raporları (2008-2013) ve Sektör Bilançoları Değerlendirmesi Geçici Veriler (2005-2007).

Tez çalışmasının sonuçlarına göre de Finansman Hiyerarşisi Teorisinin öngördüğü gibi, 2007 yılında gelirlerdeki azalışa paralel olarak borçluluk oranı artmıştır. 2007 yılında ekonomi genelindeki yavaşlama neticesinde firmaların net satışlarındaki reel azalışa paralel olarak dönen varlıklarının reel artışında yavaşlama gözlenmiş, duran varlıkların görece hızlanan artışına rağmen toplam varlıklarının artış hızı 2006 yılının gerisinde kalmıştır. Bunun gerekçesi olarak ekonomideki daralmaya paralel olarak satışlarda ve gelirlerde görülen azalma ve buna bağlı olarak toplam varlıklarda azalış olması gösterilebilir. Tez çalışmasında elde edilen sonuçlara göre de 2007 yılında varlık yapısı azalırken finansman hiyerarşisinin öngördüğü gibi borçluluk oranı artış göstermiştir. 2008 yılında kriz etkili ekonomik yavaşlama da aynı şekilde olumsuz etkiler yaparak borçluluk oranının artmasına neden olmuştur.

2008 yılı son çeyreğinde kredilerde azalış görülmüştür. Bunun nedeni bankaların belirsizlik nedeniyle arzı kısımları ve firmaların kredi talebindeki ani daralmadır.

2008 yılının son çeyreğinde kredilerde görülen yavaşlamanın bir kısmının bankaların yurtdışından sağladıkları fon miktarının ve dolayısıyla kredi arzının azalmasından, bir kısmının sorunlu kredilerin artması yönündeki tedirginlikten bir kısmının ise artan kredi maliyetlerine bağlı olarak talepteki düşüşten kaynaklandığı düşünülmektedir. Firmaların yatırım amaçlı kredi talebi kredi arzı koşullarından bağımsız olarak azalırken, firmaların gerileme sürecine geçiş dönemine bağlı olarak azalan nakit akımları ve mevcut borçlarını yeniden yapılandırma ihtiyaçları bu kesimin bankalardan fon talebini arttırmıştır (Kurul ve Alper, 2010).

Genişletici para politikası sonucu bankaların rezervleri ve mevduatları artacağından verebilecekleri kredi miktarı yükselecektir. Ayrıca genişletici para politikasının firmaların değerini yükseltmesi, algılanan borç riskini düşürmesi, nakit akışını artırması ve nominal borç yükünü hafifletmesi yollarıyla bilgi asimetrisinden kaynaklanan ahlaki tehlikenin ve ters seçim etkisinin azalması beklenebilir. Örneğin; daraltıcı bir para politikasının uygulanması firma borçlarının maliyetini artırmakta ve uzun vadeli varlıklarının değerini düşürmektedir. Böylelikle bilanço kalemleri aracılığıyla firmanın sermaye maliyetinde artış gerçekleşmektedir (Merkez Bankası Parasal Aktarım Mekanizması Yayını, 2013). 2008 yılı son çeyreğinde Türkiye’de genişletici para politikası uygulanmıştır. Aynı yıl küresel resesyon ve zayıf iç talep koşullarının enflasyonu düşürücü yöndeki etkisinin baskın olduğu gözlenmiştir.

Yeni borçlanmalar yoluyla kârlılığı artırma olanaklarının değerlendirilmesinde gösterge olarak kullanılan ekonomik rantabilite oranı (faiz ve vergi öncesi kar/pasif toplamı) ile öz kaynak kârlılığını gösteren mali rantabilite oranı (net kar/öz kaynaklar) birlikte incelendiğinde, Tablo 9’da görüldüğü gibi 2010 yılından sonra

ekonomik rantabilite oranı ve özkaynak kârlılığı düşük ve banka kredilerinin oranı yüksek seyretmiştir. Ayrıca 2008 ve 2011 yıllarında ekonomik rantabilite oranı, mali rantabilite oranından yüksek olduğundan yabancı kaynaktan yararlanma maliyeti normalin üzerinde gerçekleşmiştir.

Tablo 9’da görüldüğü gibi firmaların varlıklarının finansmanında kullandığı öz kaynakların payı tüm firmalar genelinde 2012 yılında artmış, 2013 yılında ise azalmaya başlamıştır. Tüm firmalar bir arada incelendiğinde öz kaynakla finansmanın payının azaldığı görülen 2013 yılında firmaların kullandığı banka kredilerinin payında artış gerçekleşmiştir. 2011-2013 döneminde firmaların genelde ticari borçlar yerine banka kredilerine yöneldiği ve piyasadan borçlanma eğiliminde göreceli de olsa azalma olduğu tespit edilmiştir. Ülkemizde reel sektör firmalarının halka açıklık oranlarındaki düşüklük, firmaların doğrudan finansman kaynaklarından ziyade, finansman süreçlerinde ağırlıklı olarak bankacılık sektörüne yoğunlaşmasına neden olmaktadır (Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Değerlendirme Raporları, 20011-2013).

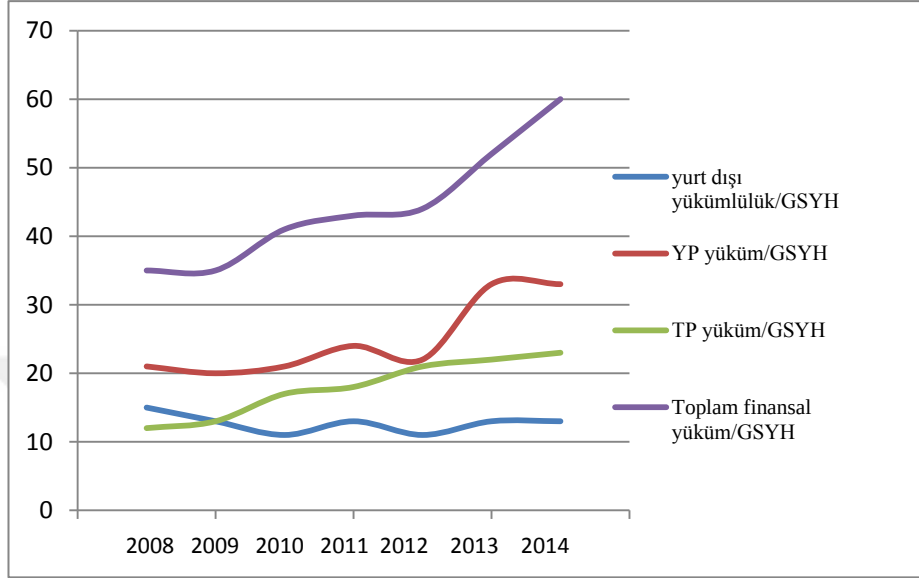
Tablo 9’da 2011-2013 yılları arasında dönen varlıklar ve stoklar en yüksek değerlere sahiptir. 2011-2014 yılları arasında banka kredilerinin kullanımında artış görülmüştür. 2011, 2012, 2013 yıllarında ölçekler bazında tüm firmaların TL kredi kullanımının genelde kısa vadede yoğunlaştığı, orta ve büyük ölçekli firmaların kısa, küçük ölçekli firmaların uzun vadeli TL kredi kullandıkları, ayrıca tüm ölçek gruplarında vadelerin uzadığı tespit edilmiştir. Ekonomik büyüme oranları 2012 ve 2013 yılları için sırasıyla yüzde 2,1 ve yüzde 4,1 olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında ticari borçlar hem cari hem de reel olarak sınırlı bir artış göstermiştir. Tüm firmalar

genelinde ortalama alacak tahsil süresinin dönem boyunca yükseldiği, 2011 yılında 56 gün, 2012 yılında 58 gün, 2013 yılında ise 60 gün, 2014 yılında ise 56 gün olduğu tespit edilmiştir. Alacak tahsil süresinin artmasında ticari alacakların net satışlardaki değişimin üzerinde bir artış göstermesi etkili olmuştur. Alacakların satışlara oranla daha fazla artması ile oluşan likidite azalmasına paralel olarak dönem boyunca banka kredilerinin aktif içindeki payı artış eğilimi gözlenmiştir (Merkez Bankası Sektör Bilançoları Değerlendirme Raporları, 2011, 2012, 2013).

2011, 2012 ve 2013 yıllarında yıllık enflasyon oranlarının sırasıyla yüzde 10,5, 6,2 ve 7,4 olarak gerçekleşmesi, firmaların varlık yapısına da yansımış ve 2012 yılında enflasyonun düşme eğilimine girmesiyle birlikte tüm firmalarda ve imalat, inşaat ve ulaştırma sektörlerinde yüksek oranlı reel artışlar görülmüştür. 2011 yılında yüzde 2,7 olan varlıklardaki reel artış oranının 2012 yılında yüzde 10,5'e yükseldiği tespit edilmiştir (Merkez Bankası Sektör Bilançoları Değerlendirme Raporu 2010-2012 Dönemi). 2012 yılında ortalama borçluluk oranı azalırken, ticari borçlar düşük bir artış göstermiş ancak banka kredilerinin oranı aynı kalmıştır. Bu kapsamda toplam borç içinde banka kredileri kapsamı dışında olan yabancı para borçlanmanın en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir.

2005-2008 yılları arasında ticari krediler, banka kredilerinden daha fazla tercih edilirken, 2011-2014 yılları arasında ise ticari krediler azalmış, banka kredileri artmıştır. 2014 yılında tüm firmalar için hem ortalama borç ödeme süresinin hem de ortalama alacak tahsil süresinin bir miktar kısalarak piyasadaki nakit döngüsünün hızlandığı gözlenmektedir (Merkez Bankası Sektör Bilançoları Değerlendirme Raporları, 2005-2007; 2008-2011; 2010-2012).

Şekil 5. Reel Sektörün Finansal Yükümlülüklerinin Gelişimi (2008-2014 yılları arasında aralık ayları itibariyle % değerleri)



Kaynak: BDDK-TCMB-TÜİK, Aktaran TCMB, 2014 (Son Veri: 2014 yılı Eylül ayı)

Şekil 5'deki veriler kredi yükümlülüklerini ve ihraçları kapsamaktadır. Yurt dışı yükümlülüklerde yerleşik bankaların yurt dışı şube ve iştirak verileri hariçtir. Yurt dışı Türk Parası yükümlülükler toplam Yabancı Para yükümlülükler içerisindedir. Veriler BDDK-TCMB, TÜİK verilerinden Merkez Bankası tarafından derlenmiştir. Yurt içi yükümlülüklerdeki artışta bankalardan sağlanan Türk Parası krediler ön plana çıkmaktadır. Yurt içi kredi koşullarının ve faiz oranlarının gelişimi, bankaların ticari kredi kullandırmalarında istekli bir duruş sergilediğine işaret etmektedir. Reel sektör toplam finansal yükümlülüklerinin büyük kısmı yurt içi ve yurt dışı bankalara olup, banka dışı finansal kesimin toplam yükümlülükler içindeki payı yüzde 7 civarındadır. İhraçların ise sadece yüzde 1 paya sahip olduğu görülmektedir. 2009 yılında yurt dışı banka kredileri düşüş eğilimi göstermiştir. Reel sektörün kredi yükümlülüklerinin artan oranda yurt içi bankalara kaymakta olduğu dikkat

çekmektedir. Söz konusu gelişmede, 2009 yılında 32 sayılı Karar'da yapılan düzenleme değişikliği sonrasında, yurt içi yerleşik bankaların yurt dışı şube ve iştirakleri aracılığıyla kullandıkları kredilerin kademeli olarak yurt içinden kullandırılan krediye dönüşmeye başlaması da etkili olmuştur. 2014 yılında Türk Parası kredilerindeki büyüme, kredi faiz oranlarında yaşanan gerileme nedeniyle son beş yılda görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Reel sektörün kredi talebindeki artışın nedeni işletme sermayesi ihtiyacı ve borç yapılandırmalarıdır. Ayrıca, bireysel kredilerde azalış, ticari krediler lehine bir durum yaratmıştır (Merkez Bankası Finansal İstikrar Raporu, 2014).

Büyük ve ihracatçı şirketler Yabancı Para cinsinden borçlanmalarını sürdürmüşler ve bu şirketlerin borç dolarizasyon oranında ancak sınırlı bir düşüş gözlenmiştir. Özel sektöre açılan Türk lirası cinsinden kredi hacmindeki hızlı artışa karşın, bankacılık sektörü yurt içi tasarruflardaki düşüşün de etkisiyle şirketlerin ihtiyacını karşılayacak düzeyde Türk lirası cinsinden düşük maliyetlerde kaynak üretememiştir. Sonuç olarak, şirketlerin Yabancı Para cinsinden borç stoku belirgin olarak artmış ve Yabancı Para cinsi pozisyon açığı 2013 yılı sonunda 178,5 milyar ABD dolarına çıkmıştır (Alp ve Yalçın, 2015). 2013 yılında proje finansmanı kaynaklı kullanımlar nedeniyle Yabancı Para kredi artış göstermiş olsa da, döviz kurlarında görülen dalgalanmaların artması ve sabit yatırım kaynaklı talebin zayıflaması ile Yabancı Para kredi büyümesi 2014 yılında gerilemiştir (Merkez Bankası Finansal İstikrar Raporu, 2014).

4.4.2.2. Tez Çalışmasında Elde Edilen Sonuçlar

Tez çalışmasında kullanılan değişkenler arasında korelasyon matrisi EK.1’de verilmiştir. Değişkenler arasında korelasyon %50 nin altında olup, bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusallık problemi olmadığına bir göstergesidir (Gujarati, 1995)

Kaldıraç oranının (LEV) ortalama değeri 0,46 olup, standart sapması 0,24 olarak tespit edilmiştir. Antoniou vd. (2008) çalışmalarında bankacılık odaklı ülkeler olan Japonya (0,19) ve Almanya (0,19)’daki firmalarda kaldıraç oranlarının standart sapmalarının, sermaye piyasası odaklı İngiliz firmalarınınkinden (0,15) daha yüksek bulmuşlardır. Örneklemi oluşturan firmaların kaldıraç oranının standart sapması, bankacılık odaklı ülkelerin kaldıraç oranlarının standart sapmalarına yakın bir değerdir. Türk firmaların sermaye piyasasından yeterince yararlanmadığı göz önünde bulundurulursa, elde edilen sonuç tutarlıdır.

Ortalama borçluluk oranının %50 ve üzerinde olması kritiktir. Tez çalışmasının örneklemi oluşturan firmaların ortalama borçluluk oranı değeri (0,46) olup, kritik değerin altındadır. Ortalama borçluluk oranının 0,46 olmasını yorumlamak için yapılan tespitler sırasıyla aşağıda verilmiştir.

- Örneklem %27’sini KOBİ’ler oluşturmaktadır. Örneklemdeki KOBİ’lerin ortalama kaldıraç oranı düzeyininin 0,50’nin üzerinde olmasını engellemiştir. Çünkü bankalar ile güçlü bağları olan firmaların kaldıraç oranları yüksek olacaktır.
- Amerika ve İngiltere gibi sermaye piyasası odaklı ülkelere firmaların kaldıraç oranları düşük olacaktır çünkü bu firmaların ilk tercihi özkaynak olacaktır (Antoniou vd., 2008). Borsanın gelişmişlik düzeyi yıllar içinde dalgalı bir seyir izlemiş ancak

2003 yılında 0,21 olan oran 2014 yılında 0,34 düzeyine yükselmiştir. Borsanın gelişmesi ortalama kaldıraç oranı değerinin %50 üzerinde olmasını engellemiştir.

- Türkiye’de iflas sürecinin uzun sürmesi, iflas maliyetlerinin yüksek olması ve bunun sonucunda finansal sıkıntının yaşanması işletmelerin borçlanmalarını sınırlamaktadır (Coşkun, 2006). Aynı şekilde alacaklıların haklarının yeterince korunmaması, geri ödemeyi zorlayıcı, iflas maliyetleri ile temsil maliyetlerini azaltıcı unsurların yokluğu nedeniyle ortalama borçluluk oranı düşük olmaktadır. Etkin bir iflas sürecinin ve alacaklıları koruyan bir sistemin işlerliğinin sağlanması, firmaların yüksek kaldıraç oranlarına sahip olmasına etki eder. Yüksek kaldıraç oranları, alacaklıların haklarının hissedarlarinkinden daha fazla korunması, sözleşmelerin gerektiği gibi uygulanmaması, yönetimlerin, muhasebe standartlarının ve kanunların yetersiz kalması, menkul değerlerde içeriden bilgilendirmenin olması durumları ile ilgilidir (Öztekin, 2015). Örneklemini oluşturan firmaların ortalama kaldıraç oranının kritik oran 0,50’ye yakın bir değer olmasını bu nedenlere bağlayabiliriz.

- İşletmede çoğunluk payları elinde tutan ortak sayısı, işletmenin grup ya da aile şirketi olması, yabancı ortak bulunup bulunmaması ve işletmenin sahibi tarafından yönetilmesi gibi değişkenler işletmenin kredibilitesini, krediye ulaşım olanaklarını ve borçlanma ihtiyaçlarını etkileyerek kaynak bileşimi üzerinde etkili olurlar (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009). Ülkemizde firmalar, genellikle aile şirketi biçiminde yapılanarak, sermaye ve yönetimi bir arada tutmak isteseler de, son yıllarda menkul kıymet piyasalarında işlem gören firma sayısında ve yabancı firmalarla kurulan ortaklıklarda artış ve profesyonel yönetici istihdamında gelişmeler yaşanmıştır (Can, 2008). Doğan (2016) tarafından yapılan araştırmada; 2005-2012 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören 136 firmanın verilerinden yararlanılmış olup, elde

edilen sonuçlara göre; ortalama CEO sahipliği % 4,39, yabancı sahiplik oranı % 12,77, ortalama yönetim kurulu sahipliği ise % 30,73 olup, son yıllarda bu oranlarda artış tespit edilmiştir. Borçlanmanın riskli olmasından ötürü, işletme yöneticilerinin düşük ortaklık paylarına sahip olmaları durumunda yüksek oranlarda borçlanma gerçekleşirken, yöneticilerin ortaklık paylarının arttığı durumlarda borçlanma oranları düşmektedir (Brailsford vd. 1999). Türkiye’de CEO sahipliği oranı (%4) oldukça düşük olup, bu oran arttıkça kaldıraç oranının daha da azalacağı öngörülmektedir. Ayrıca bağımsız yönetim kurulları çoğaldıkça, profesyonel yönetici sayısı arttıkça ve aile şirketleri daha fazla halka açıldıkça kaldıraç oranının giderek azalacağı öngörülmektedir.

- Grup şirketleri, grup şirketi olmayanlara oranla daha az oranda borçlanmayı tercih etmektedirler. Bu durum, işletmelerin ellerinde olanak bulunsa bile öz kaynaklarının yeterli olması halinde, borçlanmayı tercih etmeyecekleri şeklinde yorumlanabilir. Bu bulgu “Finansal Hiyerarşi Kuramı”na uymaktadır. Grubunda banka bulunan grup şirketlerinin de borçlanmayı tercih etmediği tespit edilmiştir. Zira grubunda banka bulunan grup şirketlerinin kredi olanaklarının daha yüksek olduğu varsayılarak yapılan analizde, grubunda banka bulunanların daha düşük oranda borçlanmayı tercih ettikleri görülmüştür (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009). Borsa İstanbul’da toplam 27 grup yer almakta olup, işlem gören toplam 131 şirket, 27 grubun çatısı altında yer almaktadır. Borsa İstanbul’da Koç, Sabancı, İş Bankası, Anadolu, Doguş ve ENKA grubuna ait şirketler borsanın toplam piyasa değerinin yüzde 51.13’ünü oluşturmaktadır. Tez çalışmasının örneklemini oluşturan firmaların kârlılıkları ile kaldıraç oranları arasında negatif ilişki tespit edilmesinin

nedenlerinden biri olarak bu firmaların çoğunluğunun grup çatısı altında yer alması gösterilebilir.

- Geniş büyüme imkânlarına sahip küçük ölçekli, kârlılığı düşük ve maddi duran varlıkları az olan firmaların borçlanma oranları düşüktür. Aynı şekilde yüksek enflasyonun olduğu ülkelerde özellikle düşük kaldıraç oranlarına sahip endüstrilerdeki firmaların iflas maliyetleri yüksektir ve kaldıraç oranları düşüktür (Öztekin, 2015). Tez çalışmasında ele alınan, örnekleme oluşturan firmaların ortalama kârlılık oranları 0,04 olup, maddi duran varlıklarının oranı 0,36'dır ve KOBİ'ler örneklemin %27'sini oluşturmaktadır. Bu unsurların ortalama kaldıraç oranını aşağı çektiği söylenebilir. Ayrıca enflasyon 2008 yılından sonra genel olarak azalış seyri gösterirken firmaların borçluluk oranları da 0,44'ten 0,50'ler düzeyine çıkan bir seyir izlemiştir. Enflasyon oranı 2009 yılından sonra tek haneli rakamlara düşmüş, 2011 yılı hariç düşük bir seyir izlemiştir ancak 2014 yılında tekrar yükselmiştir. Özellikle 2008 yılından sonraki yıllarda borçlanma oranlarının önceki yıllara göre yüksek olmasının nedeni olarak, ekonomik istikrar sağlanmasına yönelik çabaların bir sonucu olarak enflasyonun düşme eğilimi göstermesi, belirsizliğin nipten ortadan kalkması ve borçlanma olanaklarının artması gösterilebilir.

- 2003-2008 yılları arasında borçluluk oranlarının düşük olmasının nedenlerinden biri olarak özel sektöre verilen banka kredilerinin düşük olması gösterilebilir. Türkiye'deki firmalar için finansmana erişim hem kredi hacmi hem de kredi vadesi açısından zayıftır. 2005 yılı verilerine göre; özel sektöre verilen banka kredileri karşılaştırılabilir pazarlar içinde çok düşüktür. Türk firmalarının karşılaştırma yapılan ülkelerin oldukça altında bir seviyede, sadece yarısı kredi kullanmıştır ve krediler kısa vadelidir (TEPAV, 2007). TEPAV Türkiye Yatırım Ortamı

Değerlendirmesi Raporuna göre; 2007 yılında ve sonrasında teminat rejiminin iyileştirilmesi gerekmektedir.

- Düşük ticari kredi dengesi, firmaların alacaklarını daha hızlı tahsil edip, borç ödeme sürelerini uzatabildiklerini böylece ellerinde kullanabildikleri nakit tutarın arttığına işaret etmektedir. Büyük ölçekli imalat yapan firmalarda ticaret kredi dengesinde 2011-2013 yılları arasında görülen artış imalat firmalarının borçlanma gereksinimini artırmış, bu durum hem banka kredilerinin aktif içindeki payını hem de kısa vadeli yabancı kaynakların yurt dışı satışlara oranını artırmıştır (Merkez Bankası Sektör Bilançoları Değerlendirme Raporları, 2011-2013). Tez çalışmasında en yüksek borçluluk oranlarının 2011-2014 yılları arasında görülmesinin nedenlerinden biri örneklemin %73'ünü oluşturan büyük ölçekli firmaların ticari kredi dengesinde görülen artış gösterilebilir.

- Faiz oranlarının düştüğü ve Türk ekonomisinin canlandığı 2003-2008 döneminde bile özel sektör borçlanma araçları piyasasında sınırlı bir gelişme gözlenmiştir. Özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmemesinin nedenleri dışlama etkisi, banka kredisi ve yurt dışı finansman alternatifleri ve kurumsal yatırımcı talebinin yetersizliği, işlem maliyetleri, ikincil piyasanın aktif olmaması, özel sektör borçlanma araçlarına dayalı bir endeksin olmaması, türev işlemlerin gelişmemiş olması ve derecelendirme kurumlarının etkin olmamasıdır (Coşkun, 2010). Türkiye'de şirketlerin borçlarında tahvil ve bono gibi ürünlerin payı yüzde sıfıra yakınken bu oran global şirketlerde yüzde 15'e kadar yükselmektedir (Bahçıvan, 2015).

Tez çalışmasında kârlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Firmalar kârlılıkları arttıkça iç finansmana yönelmişlerdir. Elde edilen

sonuç, Finansman Hiyerarşisi Teorisine uymakta olup, Ödünleşme Teorisine uymamaktadır. Firmaların bu davranışının olası nedenleri sırasıyla aşağıda açıklanmıştır.

- Borç verenler, iyi ve kötü risk arasında ayırım yapamadığından gerçek riske bağlı faiz oranlarını uygulayamamaktadırlar. Bilgi asimetrisi nedeniyle, borç alan firmalar iç finansmanı dış finansmana tercih etmektedirler.
- Örnekleme oluşturan firmaların serbest nakit akışları yöneticiler açısından temsil maliyetine yol açmadığından, işletmeler borç kullanmaya yönelme davranışı sergilememektedirler. Bu sonucun elde edilmesinde işletmelerin ellerinde tuttıkları nakitlerin 2003-2014 yılları arasında sürekliliğinin olmaması da gösterilebilir.
- Dış fon kaynakları yüksek risk primi nedeniyle yüksek maliyetlere sahip olduğundan firmalar iç kaynakları tercih etmektedirler. Belirsizliğin az ve proje getirilerinin yüksek olduğu zamanlarda firmalar yatırım yapmak için gelirlerini korurlar ve özsermaye artar. Belirsizlik zamanlarında ise firmalar yatırımları finanse etmek için iç fonları kullanmaktan kaçınırlar. Bu zamanlarda tasarrufları hissedarlara temettü dağıtarak transfer etmeyi ya da finansal varlıklara yatırım yapmayı tercih edebilirler. Türkiye’de ekonominin durgunluk ve düşüş zamanlarında firmaların finansal varlıklarının oranı artış göstermektedir. Firma içi fonlar teminat olarak görüldüğünden, ters seçim problemini ve yüksek dış fon primini ortadan kaldırarak yatırımları pozitif etkiler. Ayrıca mali imkânları kısıtlı olan firmaların yüksek getirili projelere yatırım yapabilmesini mümkün kılar. Türkiye’de yüksek teminatlı firmaların iflas riskinin düşük olacağı algısı mevcuttur. Küçük ölçekli firmaların mali açıdan kısıtlı olması, bu firmaların iç

fonları (nakit akışları) ve yatırımları arasındaki ilişkiyi güçlendirir (Özmen vd., 2012).

Tez çalışmasında kaldıraç oranı ile büyüme fırsatları arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu tespit, Finansman Hiyerarşisi Teorisi ile uyumludur. Buna göre, büyüme fırsatları olan firmalar büyük yatırım projelerine yönelmelidir. Bu da finansman gereksinimini artıracaktır. İç kaynaklar tükendiğinde, firmalar borcu hisse senedi ihracına tercih edeceklerdir. Elde edilen sonuç, firmaların yüksek büyüme oranlarının borçlanma isteklerini artırdığı ve firmaların güçlü bir varlık yapısı olduğundan, büyüme fırsatları olduğu durumda finansal sıkıntı yaşamayacakları öngörülerek, kolaylıkla borç bulabildikleri şeklinde yorumlanabilir. Eğer büyüme fırsatlarının güçlü negatif etkisi olduğu tespit edilseydi, bunun gerekçesi olarak sermaye piyasası odaklı ekonomi olmanın bir sonucu olduğu söylenebilirdi çünkü sermaye piyasası odaklı ekonomilerde, büyüme fırsatları banka odaklı ekonomilere göre kaldıraç oranına daha güçlü negatif etki etmektedirler (Antoniou vd., 2008). Sinyal teorisine göre kârlı ve büyüme imkânı olan firmalar borçlanmayı tercih etmektedirler. Tez çalışmasının örneklemini oluşturan büyüme fırsatı olan firmaların borç kullanması piyasa için olumlu bir davranıştır çünkü firmaların başarısı hakkında olumlu bir sinyal vermektedir.

Tez çalışmasında varlık yapısı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Maddi duran varlıkları az olan firmalar için ters seçim problemi söz konusu olabilir ve varlık yapısı ters seçim maliyetlerini artırarak yüksek oranda borçlanmaya neden olabilir. Örneklemini oluşturan firmalar için varlık yapısı ile ilgili ters seçim probleminin söz konusu olduğu söylenebilir. Elde edilen sonuç, finansman

hiyerarşisinde öngörüldüğü gibi yüksek tutarda maddi duran varlıklara sahip işletmelerin özsermaye ile finansmana ağırlık vererek, daha az borçlandıkları şeklinde yorumlanabilir. Elde edilen sonuç, Sayılğan ve Uysal (2011) tarafından yapılan çalışmayı da destekler niteliktedir. Yatırımcılar daha yüksek tutarda maddi varlıkları olan işletmelere yatırım yaparken, daha az asimetrik bilgi sorunu ile karşılaşır. Asimetrik bilgi sorununun olmaması yatırımcıları borç veren olmaktansa ortak olmaya yönlendirir. Dolayısıyla yüksek tutarda maddi duran varlıklara sahip işletmeler, özsermaye ile finansmana ağırlık vererek, daha az borçlanırlar (Sayılğan ve Uysal, 2011). Bankacılık sisteminin etkili olduğu ülkelerde (örneğin Arap ülkeleri), maddi duran varlıklar kredi veren bankalar tarafından teminat olarak görüldüğünden, varlık yapısının borçluluk oranına pozitif etki ettiği görülmektedir (Antonioni vd., 2002; Alimari, 2003). Tez çalışmasında ise bankacılık sisteminin borçluluk oranı üzerinde etkili olmadığı ve varlık yapısının negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Varlık yapısının negatif etkisinin olması, bankacılık sektörünün etkisinin olmaması durumu ile paralellik göstermektedir.

Belirsizlik ve istikrarsızlık, işletmenin borç verenlere karşı yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğinin bir göstergesi olarak kabul edilir. Satışları dalgalanma gösterdiğinden kârları istikrarsız olan firmaların, riski azaltabilmek için, finansmanda daha geniş ölçüde öz sermaye kullanmaları gerekmektedir. Ancak çalışmada işletme riski ile kaldıraç oranı arasında pozitif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen sonuç, Finansman Hiyerarşisi ve Ödünleşme Teorisi ile çelişmektedir. İşletmelerin borçlanmasının çoğunlukla banka kredisi şeklinde olduğu ülkelerde işletme riski ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki görülmektedir. Bunun nedeni olarak ise bankaların istikrarlı işletmelere kredi vermeyi tercih etmesi gösterilmektedir

(Alimari, 2003). Türkiye’de borsada işlem gören firmaların faaliyet kârlılıkları istikrarlı değildir ancak borçlanmayı sürdürmüşlerdir. İç fonları tercih etseler de karlılıkları düşük olduğundan borçlanmaya dayalı büyümektedirler.

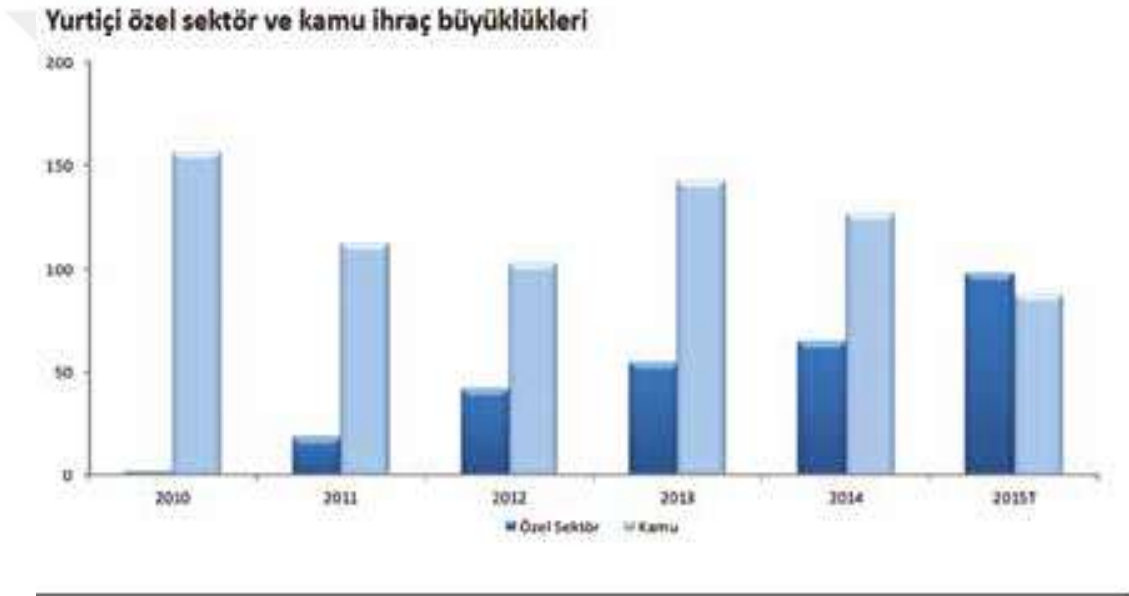
Tez çalışmasında dağıtılan temettülerin kaldıraç oranına anlamlı bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Bunun olası nedeni; firmaların temettü dağıtmaya yanaşmamasıdır. 2011-2012-2013 yıllarında kârı az olduğu için hiç temettü dağıtmayan firma sayısı 236’dır. Borsa’da işlem gören şirketlerin yaklaşık %78’i temettü dağıtmamaktadır. Vergi ile borçluluk oranı arasında anlamlı olmayan negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç Ödünleşme Teorisi ile çelişmektedir. Sermaye yapısı kararlarına verginin etkisi, vergi politikalarına da bağlıdır. Eğer vergi sistemi, temettü ödenmesinden ziyade kazançların tutulmasını destekler bir şekilde kurgulanmışsa, vergi değişkeninin kaldıraç oranına etkisi negatif olacaktır. Örneğin; Almanya vergi sistemi temettü dağıtılmasına teşvik ederken, Fransa vergi sistemi, dış kaynak ihtiyacını azaltacak olan kazançların tutulmasına teşvik etmektedir (Antoniou vd., 2008). Buna göre verginin kaldıraç oranına etkisi anlamsız olsa da, Türkiye’de vergi sisteminin temettü ödenmesinden ziyade kazançların tutulmasını desteklediği şeklinde yorumlanabilir. Türkiye’de 2015 yılında vergi avantajı sağlamak suretiyle sermaye artırımını teşvik edici kurumlar vergisi düzenlemesi yapılmıştır. Nakdi sermaye artışları üzerinden hesaplanan tutarların belli oranda kurum kazancından indirilmesi sağlanarak sermaye şirketlerinin sermayelerinin güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca Acaravcı (2004) tarafından öngörüldüğü gibi, örnekleme oluşturan firmaların faiz ve vergi öncesi kârları, faiz indirimi yapacak kadar yüksek değildir. Bu nedenle vergi değişkeni anlamsız olarak belirlenmiştir.

Tez çalışmasında, borç dışı vergi kalkanının örnekleme oluşturan firmalar için borçluluk oranına etkisi anlamsız ancak negatif olarak belirlenmiştir. Borç dışı vergi kalkanının anlamsız olmasının olası nedenleri sırasıyla şunlardır; vergi sistemi olan ülkelerde yüksek marjinal vergi oranı söz konusu ise, borç dışı vergi kalkanı negatif ancak anlamsız bir değişkendir bunun nedeni, vergi sistemi olan ülkelerde borç dışı vergi kalkanının, borcun vergi kalkanına ikame olmasıdır (Singh, 2016). Çalışmada elde sonucu desteklemektedir. Vergilendirilebilir kârı çok düşük veya negatif olan işletmeler borç dışı vergi kalkanından yararlanamamaktadır. Örnekleme oluşturan firmaların %32'sinin vergilendirilebilir kârı negatif olarak tespit edilmiştir. Firmalar AR-GE masraflarına getirilen vergi indirimlerini, yatırım teşviklerini daha öncelikli gördükleri için amortismanları borç dışı vergi kalkanı olarak değerlendirmemiş olabilirler. Bu konuda ileride bir çalışma yapılmalıdır.

Genel görüşe göre; kaldıraç oranı ile kamu iç borç stoku arasında negatif bir ilişki vardır. Tez çalışmasında ise kamu iç borç stoku oranı ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. 1990'lı yıllardan itibaren kamunun borçlanma ihtiyacı dolayısıyla tahvil ve bono ihracında özel sektörün dışlanması ve devlet tahvilleriyle özel sektör tahvilleri arasındaki vergi farkı özel sektörün de tahvil ihracı yapabilmesine engel olmuştur. Hazinesinin en önemli borç vereni de bankalar olmuştur. Enflasyonun düşmesi ve kamu borçlanmasının azalması ile tahvil ihracı yapılabilir bir ortam oluşmuştur (Özatay vd., 2006). Ancak 2003-2014 yılları arasında kamu iç borçlanma yükü azalan bir seyir izlemiştir. Kamu özellikle bankalardan borçlanırken, dışlama etkisine rağmen reel sektörün de borçluluk oranı artmıştır. Firmaların kârlılıkları düşük ve bankaların sunduğu fonlar yetersiz olduğundan, firmalar fon ihtiyaçlarını bankalar dışındaki kaynaklardan temin

etmişlerdir. Özellikle yabancı para ile borçlanmış, ticari kredilere yönelmişlerdir. Yurtiçi özel sektör ve kamu ihraç büyüklükleri Şekil 6’da verilmiştir. Özel sektörün borçlanma araçlarından ancak 2010 yılından sonra faydalanmaya başladığı göz önünde bulundurulduğunda, özel sektör ve kamu arasında bir rekabet söz konusu olmadığı görülmektedir. Ancak 2015 yılından itibaren artan rekabet ile kamu iç borç stokunun firmaların kaldıraç oranına negatif etki edeceği öngörülmektedir.

Şekil 6. Yurtiçi Özel Sektör ve Kamu İhraç Büyüklükleri



Kaynak: İSO Alternatif Finansman Yöntemleri Semineri Özet Kitabı, 2015.

Bankalar, piyasaların yapamadığı veya ancak yüksek maliyetle yapabildiği bilginin toplanması ve işlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Buna göre, banka temelli ekonomilerde, bankalar borç alan firmaların yönetim kurullarında yer alabilirler ve yöneticiler ile birebir çalışabilirler. Dolayısıyla bankalar yatırım fırsatlarının kalitesi hakkında bilgi sahibi olurlar. Bu da bilgi asimetrisini ve borçlanmanın maliyetini azaltan önemli bir unsurdur. Bankalar ve firmalar arasındaki yakın ilişki sebebiyle gelirlerdeki değişkenlik etkisiz olacaktır (Antoniou vd., 2002). Bankaların bilgi

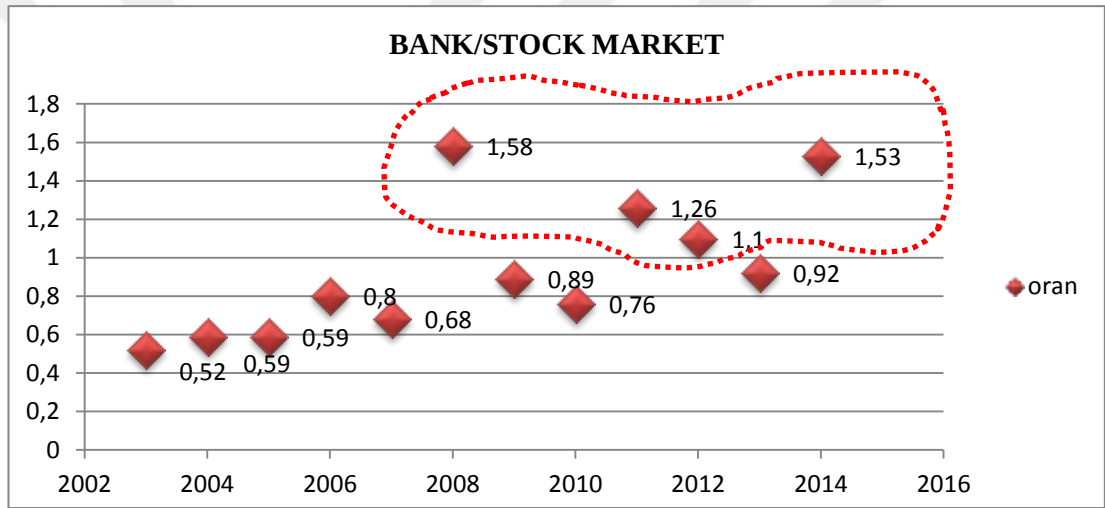
toplama ve gözetlemede uzmanlaşmış olmaları bilgi toplama ve gözetleme maliyetlerinin (alınan kaynakların projeye uygun yerlerde kullanılıp kullanılmadığı ve ödeme taahhütlerinin yerine getirilip getirilmediğinin tespiti) düşük olmasını sağlamaktadır. Tez çalışmasında ise bankacılık sisteminin kaldıraç oranına anlamlı bir etkisi olmadığı ve firma davranışlarının bilgi asimetrisini temel alan finansman hiyerarşisini desteklediği tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, piyasada bilgi asimetrisini azaltan bankalar ile firmaların yakın ilişki içinde olmadığını ve firmaların da borçlanmaktan ziyade firma içi kaynaklara yöneldiği şeklinde yorumlanabilir. Firmaların bankalardan kolaylıkla kredi alamamasının ve bankalar ile yakın ilişki kuramamasının en temel nedeni bankaların kredi arzını kısmak zorunda kalmasıdır. Bankaların müşterilerini takip edebilmesi, firmaların daha derin analiz edilebilmesine olanak vermektedir. Ancak hatalı seçimler kredi kayıplarını artırmakta, bankaları ekonomideki konjonktürel dalgalanmalara bağlı olarak standartlarını sıkılaştırmak zorunda bırakmaktadır (Yükseltürk, 2010).

Çalışmada küçük ve orta büyüklükte işletmelerin ortalama borçluluk oranı 0,452 olup, büyük işletmelerin ortalama borçluluk oranlarından (0,445) daha fazladır. Elde edilen sonuç, firmaların büyüklüğünün artması ile dış finansman ihtiyaçlarının azaldığı ya da KOBİ'lerin dış finansmana daha fazla yöneldiği şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca KOBİ'ler daha fazla ters seçim problemi ile karşılaştıklarından, hisse senedi ihraç etmekte zorlanmakta ve dolayısıyla borçlanmaya yönelmektedirler. Tez çalışmasının örneklemini oluşturan firmaların %27'si KOBİ'dir. KOBİ'lerin ortalama borçluluk oranı 0,45, minimum borçluluk oranı 0,02 ve maksimum borçluluk oranı 1,32 olarak tespit edilmiştir.

Borsanın gelişmişlik düzeyi ile kaldıraç oranı arasında anlamlı olmayan pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ülkemizde sermaye piyasalarının özel sektöre finansman sağlama işlevinin ağırlıklı olarak hisse senedi ihraçlarına dayandığı ve özel sektör borçlanma araçları ihraçlarının son derece sınırlı olduğu görülmektedir. Küresel likidite bolluğunun ülkemize yansıdığı ve ekonomik istikrarın göreceli olarak arttığı 2003-2007 döneminde bile Türkiye’de tatmin edici boyutlarda özel sektör borçlanma aracı ihracı yapılamamıştır. Sermaye piyasasının yeterince gelişmemesinde birinci derecede etkili olan; dışlama etkisi, kredi kullanımı ve yurt dışı finansman gibi alternatif finansman araçlarının ön planda olmasıdır (Coşkun, 2010). Borsanın gelişimi, Türkiye’de yatırım miktarını artırmakta önemlidir. Yatırım miktarından bankacılık sektörünün gelişimine tek yönlü bir nedensellik söz konusudur. Yatırım miktarındaki değişikliklerin özel sektöre verilen banka kredilerine etkisi söz konusudur. Yatırımların artırılmasında hisse senedi piyasasının gelişimi de etkilidir. Bankacılık sektörünün gelişimi ile borsanın gelişimi arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi söz konusudur. Bankacılık sektörünün gelişmesinden yatırım tutarına dolaylı nedensellik vardır. Bankacılık sisteminin ve hisse senedi piyasasının gelişmesi finansal sistemlerin gelişmesini ve birikimlerin artmasını ve dolayısıyla yatırımların artmasını sağlar (Demirhan, 2016). Bankacılık sektörünün ekonomik büyüme üzerine etkisinin sermaye piyasalarının büyümeye etkisinden daha fazla olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedenleri olarak bankacılık sektörünün daha uzun yıllara dayanan geçmişi, toplumun daha büyük bir kısmının erişimine açık olması ve sermaye piyasalarının henüz tüketiciler tarafından yeterince tanınmıyor olması gösterilmektedir. Finansal yapı endeksinin sayısal değerinin büyümesi, o ülkedeki piyasa temelli sistemin banka temelli sisteme göre daha fazla geliştiğini

göstermektedir. Dünya Bankası tarafından hazırlanan “Financial Development and Structure, 2012” adlı rapordan edinilen bilgiye göre; finansal yapı endeks değeri 0.00018 olan Türkiye ise banka temelli finansal sisteme sahip ülke olarak sınıflandırılmaktadır (Seven, 2015). Türkiye banka temelli bir ülke olmasına ve sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş olmasına rağmen tez çalışmasında bankacılık sisteminin borçluluk oranı üzerine etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Şekil 7. Bankaların Gelişmişlik Düzeyinin Hisse Senedi Piyasasının Gelişmişlik Düzeyine Oranlanması



Şekil 7’de 2008, 2011, 2012 ve 2014 yıllarında banka kredilerinin baskın, 2003-2007 döneminde ise borsanın etkin olduğu görülmektedir. Buna göre; 2008 yılının Türkiye için bir borsa etkin piyasadan banka etkin piyasaya dönüşümün yaşandığı bir yıl olduğu söylenebilir.

Ülkenin mevcut ve gelecek ekonomik koşulları işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olmaktadır. Ekonomide bir genişleme bekleniyorsa bu durum işletmelerin fon bulmalarını kolaylaştıracaktır. Bu durumda işletmeler daha fazla borçlanabilecektir. Ekonomide bir daralma bekleniyorsa, işletmeler riskini

yükseltmemek adına yabancı kaynak kullanımlarını azaltacak ve öz sermaye ile finansmanı tercih edecektir (Başaran, 2008).

Tez çalışmasında açıklayıcı değişken olarak analize dâhil edilen hisse senedi piyasasının gelişmişliği, vergi oranları, kamu iç borç stoku, bankacılık sektörünün gelişmişliği işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen makroekonomik ve finansal piyasalara özgü değişkenlerdir. Çalışmanın sonucuna göre; bu faktörlerden sadece kamu iç borç stoku ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Hisse senedi piyasasının gelişmişliği değişkeninin kaldıraç ile anlamlı bir ilişkisinin olmaması, sermaye piyasası gelişmiş ülkeler için elde edilen sonuç ile uyumsuzdur. Bankacılık sektörünün etkisiz olarak belirlenmesi de bankacılık temelli bir ülke olmamız ile çelişmektedir. Ancak banka kredilerinin talebi karşılamaması ve firma borçlarının içinde payının düşük seyretmesi bir sebep olarak gösterilebilir. Ayrıca bu sonucun gerekçesi olarak, bankacılık sisteminden tüm firmaların eşit oranda ve adaletli bir şekilde yararlanamaması da gösterilebilir.

Türkiye’de hisse senedi piyasası gelişmekte ve işletmeler borçluluk oranlarını azaltmak adına sermaye piyasasından yararlanmaktadırlar. Ancak yararlanma düzeyi gelişmiş ülkelerin oldukça gerisindedir. Acaravcı (2004) tarafından 11 yıl önce yapılan çalışmada da borsanın gelişmişlik düzeyi ile kaldıraç oranı arasında Gıda, içki ve tütün sektörü haricinde anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Tez çalışmasında elde edilen sonuç, Acaravcı tarafından 2004 yılında yapılan çalışmayı desteklemektedir. Aile şirketlerinin sayıca çok olması, bağımsız yönetim kurullarının ve CEO sahipliğinin düşük seyretmesi olası etkenler olarak göz önünde bulundurulmalıdır

SONUÇ

Tez çalışmasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren reel sektör işletmelerinin 2003-2014 yılları arasında kaldıraç oranlarına etki eden faktörler ve firma davranışları analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre; firma davranışlarının Finansman Hiyerarşisi Teorisi ile uyumlu olduğu belirlenmiştir. Örneklemi oluşturan firmaların ortalama kaldıraç oranı 0,46 olup, 2003 yılında 0,37 olan oran yıllar itibariyle genel olarak artan bir seyir izlemiştir. Kaldıraç oranı ekonomik, finansal ve firmaya özgü birçok faktörden etkilenmektedir. Bu bağlamda farklı faktörler altında on açıklayıcı değişkenden oluşan bir model oluşturularak, bu değişkenlerin kaldıraç oranına (toplam borç/toplam aktif) etkileri dengeli olmayan panel veri yöntemi ile ortaya konmuştur.

Tez çalışmasında büyüme fırsatları, işletme riski ve kamu iç borç stoku ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, varlık yapısı ve kârlılığın ise kaldıraç oranına negatif etki ettiği belirlenmiştir. Vergi düzeyi, borç dışı vergi kalkanı, bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi, borsanın gelişmişlik düzeyi ve dağıtılan temettülerin ise kaldıraç oranına anlamlı etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Tez çalışmasında, Acaravcı (2004) tarafından yapılan çalışmada olduğu gibi değişkenler içinden firmaya özgü olanların borçluluk oranını açıklamada daha etkili olduğu tespit edilmiştir. Tez çalışmasında elde edilen sonuçlara göre; firmaların ortalama kaldıraç oranı 2003-2014 yılları arasında genel olarak artan bir seyir izlemiş olup, 2009, 2012 ve 2014 yıllarında azaldığı, 2008, 2011 ve 2013 yıllarında ise artış gösterdiği tespit edilmiştir.

İlerleyen yıllarda tüm firmaların ellerinde bulunan kısıtlı sermayenin yerine (öz kaynakların aktifler içindeki payı ve mali rabtabilite oranı yıllar itibariyle düşmüştür, bkz. Tablo 9) finansal borçlarla borçlanmaya devam edeceği öngörülmektedir (Besfin, 2012).

2001 yılında bankacılık sektörünü etkileyen kriz bankaların ve firmaların daha temkinli olmasına neden olmuştur. Örneklemini oluşturan firmaların en düşük borçluluk oranının 2003 yılında gerçekleşmesinin nedeni krizin etkilerinin sürmesi olarak açıklanabilir.

Firmalar, hisse senedi piyasasından yeterince yararlanmamakta olup, borçlanma araçlarından da 2010 yılına kadar neredeyse hiç faydalanılamamıştır. Bunun en önemli sebebi, kamunun dışlama etkisidir. Türkiye banka merkezli bir ülkedir, aynı zamanda ticari kredilerin payı diğer ülkelere göre daha fazladır (Özlü ve Yalçın, 2010). 2002-2007 yılları arasında küçük firmaların kullandığı banka kredileri yok denecek kadar azken, orta ve büyük firmaların kullandıkları kredi miktarı daha yüksek gerçekleşmiştir. Küçük firmalar büyümelerini daha çok iç kaynakları (dağıtılmamış kârları) ile gerçekleştirirken, orta ve büyük firmalar hem iç kaynaklarını hem de banka kredilerini kullanmışlardır. Firmaların, 2003-2007 yılları arasında daha çok iç kaynaklarını ve ticari kredileri kullanmalarının, 2008 yılından sonra ise banka kredilerinin payının artmasının gerekçesi olarak 2001 yılında Türk Lirasındaki değer kaybının rekabet kazancı sağlaması ve güçlü dış talepten dolayı dolarizasyonun firmaların büyümesini sağlaması ve 2008-2009 krizinde zayıf dış talepten kaynaklı olarak negatif bilanço etkisinin görülmesi gösterilebilir. 2001

krizine oranla daha sınırlı olmasına karşın, dolarizasyonun şirket büyümesi üzerindeki etkisi daraltıcı olmuştur (Alp ve Yalçın, 2015).

Firmaların borçluluk oranlarının azaldığı 2009 yılında, dış finansman daha pahalı hale gelmiş, ekonomide daralma yaşanmış ve sorunlu kredilerin artması kredi arzının sınırlanmasına neden olmuştur. Firmalar açısından ise üretimin ve yatırımların azalmasına bağlı olarak kredi talebi azalmıştır. Türkiye’de 2009 yılının son çeyreğinden itibaren pozitif yönlü büyüme başlamış ve 2013 yılına kadar aralıksız büyüme devam etmiştir. GSYH büyümesindeki hızlı büyümeye paralel olarak banka kredilerinde de yüksek artış görülmüştür. Kredi faizlerinde ise enflasyonda düşüş olduğu yıllarda, 2002 yılı öncesine göre önemli bir gerileme yaşanmıştır. Ayrıca kamu borçlanması da azalış göstermiştir. 2002-2010 yılları arasında kredi talebinin arzdan oldukça fazla olduğu ancak firmaların finansman ihtiyaçları için yurt dışı kaynaklara yöneldikleri tespit edilmiştir (Yükseltürk, 2010).

Dünya Bankası 2010 yılı raporuna göre; firmaların krediye erişimi, büyümelerini sağlayacak iç fonlarını kullanmalarını sağlayacak politikalar ile desteklenmelidir. 2002-2007 yılları arasında küçük firmaların elde ettikleri net kârlar, büyük ve orta büyüklükteki firmalara göre daha fazla olmasına rağmen büyüme imkânları olsa da duran varlıklara yatırım yapmaktan çekinmişlerdir. Dağıtılan temettülerde azalış, nakit akışlarında artış ile çakışmaktadır. Temettüler üzerindeki stopaj vergisinde değişimlerin dağıtılan temettülere etkisi olmuştur. 2003 yılında nakit temettülerin payındaki artış ve 2006 yılındaki azalış, 2003 yılında stopaj oranındaki azalış ve 2006 yılında artış ile çakışmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2012).

Kriz sonrası yaşanan ekonomik gerileme yapısal reformlarla aşılmaya çalışılmış, özellikle 2002 yılından sonra uluslararası likidite fazlalığı dış finansman imkânlarını genişletmiştir. Tez çalışmasında örneklemini oluşturan firmaların en düşük borçluluk oranları 2003-2008 yılları arasında gerçekleşmiştir. Ayrıca banka kredilerinin toplam borç içindeki payı bu yıllar arasında düşük seyretmiştir. Bunun nedenlerinden biri olarak, 2003-2008 yılları arasında firmaların bankalardan borçlanmak yerine ticari kredilere ve yabancı fon kaynaklarına yönelmeleridir.

Yabancı para borçlanmaları, TL değer kaybı sonrası firmaların taşıdıkları kur riskinin bankacılık sektörüne yansımaya ve bankaların kredi değerlendirmelerini daha da sıkılaştırmalarına neden olmuştur. Tez çalışmasında bankacılık sektörünün anlamlı etkisi olmayan bir değişken olarak belirlenmesinin nedenleri olarak, 2001 bankacılık krizinin olumsuz etkileri sonucu bankaların kredi verirken ihtiyatlı davranması ve uzun yıllar banka kredilerinin firmaların borçluluk oranlarındaki payının düşük olması olarak gösterilebilir.

Tez çalışmasının örneklemini oluşturan firmaların kârlılıkları ile borçluluk oranları arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Firmaların iç kaynaklarına yönelip, borçlanmaktan kaçınmalarının en temel nedeni, bilgi asimetrisi nedeniyle yüksek borçlanma maliyetlerinden kaçınmalarıdır.

2008 yılında yaşanan kriz dünya genelinde büyüme sürecini sekteye uğratmış, reel sektörde de krizin etkileri fazlasıyla hissedilmiştir. İktisadi faaliyetlerde yaşanan yavaşlama kredi talebini azaltmış, bankalar da firmaların satış gelirlerinin azaldığı yıllarda kredi arzını azaltmışlardır. Ancak bu durum firmaları farklı fon kaynaklarına yöneltmiş, 2008 yılı öncesi dönemde olduğu gibi özellikle yurt dışından finansman

kaynağı bulmalarına neden olmuştur (Merkez Bankası Finansal İstikrar Raporları, 2009). Türkiye’de firmalar en önemli finansman kaynakları olan banka kredilerinden uzaklaşıp yurt içinde bono, tahvil, halka arz gibi borçlanma araçlarından yeterince yararlanırlarsa, yabancı para fonlarına yönelmeyeceklerdir.

Uluslararası örneklerle karşılaştırıldığında oldukça sınırlı bir ölçekte olan yurt içi tahvil piyasası büyümeye devam etmektedir. Ortalama vadenin yaklaşık 780 gün olarak gerçekleştiği yurt içi ihraçların, reel sektörün Türk Parası cinsinden uzun vadeli finansman ihtiyacının karşılanması açısından önemli bir potansiyel taşıdığı düşünülmektedir. Yurt içi bankaların yurt dışı şube ve iştiraklerinden temin edilen krediler hariç, reel sektörün yurt dışı yükümlülüklerinde yurt dışı tahvil ihraçları artış göstermiştir. Tamamı uzun vadeli ve Yabancı Para cinsi olan yurt dışı ihraçlarının reel sektör firmalarının finansman yapısına olumlu katkı sağladığı değerlendirilmektedir. Reel sektörün dış borç yenileme oranlarının artış eğiliminde olması, firmaların dış finansman açısından bir sorunla karşılaşmadığını göstermektedir (Merkez Bankası Finansal İstikrar Raporu, 2009). Düşük maliyetli Yabancı Para cinsinden kaynağa erişim, ihracatçı ve yüksek dolarizasyon oranına sahip şirketlerde olumlu etki yaparken, düşük ihracat oranına sahip, yüksek borç dolarizasyonu olan şirketlerde etkisi olumsuz olmaktadır. Korunmamış bilançolarda dolarizasyon büyümeyi negatif yönde etkilemektedir. Bu çerçevede, söz konusu şirketlerin döviz kuru riskinden kaçınmak üzere kısa vadede türev ürünlerini kullanmaları ve uzun dönemde ise Yabancı Para cinsinden gelirlerini artırmaları önerilmektedir (Alp ve Yalçın, 2015).

Tez çalışmasının örneklemini oluşturan firmaların dış finansman kaynaklarının içinde en büyük pay yabancı para kredilerdir. Bu nedenle yabancı para yükümlülüklerinde azalış görülen yıllarda (2012 ve 2014) kaldıraç oranlarında da azalış görülmüştür. Oysaki bu yıllarda banka kredilerinde artış gözlemlenmiştir. Banka kredilerinin borçluluk oranlarına etkisi olmamışken, yabancı para yükümlülüklerinin etkisi direkt gözlemlenmiştir. Aynı şekilde 2013 yılında yabancı para yükümlülüklerinde artış görüldüğünde kaldıraç oranında da artış olmuştur. Yabancı para yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payı yüksek olduğundan kaldıraç oranına etkisi daha fazla olmuştur. Firmaların kârlılıkları giderek azaldığından, finansal kaynak ihtiyaçlarını dövizle borçlanarak ve dövizde açık pozisyon alarak çözmeye çalışmışlardır. Kur riskini ortadan kaldırmak için ise kambiyo kârı elde etmeye çalışmışlar ve yabancı para cinsi giderlerinin önemli bir kısmını burdan karşılamışlardır. Ayrıca likit varlık tutmuşlardır. Thomson Reuters'ın 2014 yılı verilerine göre; firmaların dünya genelinde sahip oldukları nakit tutarı 7 trilyon dolar olup, sermaye harcamaları en düşük düzeydedir. Krizler, kredi sıkışıklığı ve ekonomik belirsizlikler firmaları yatırım yapmaktan soğutup, nakit biriktirmeye yöneltmiştir.

Firmaların borçluluk oranlarının arttığı 2008 ve 2011 yıllarında Türk Lirasında değer kaybı olduğundan net kambiyo kârlarında düşüş olmuştur. Kur şokunun yaşandığı 2008 ve 2011 yıllarında yüksek riskli firmaların net kambiyo kârlarında belirgin düşüş ve finansal giderlerinde artış olmuş ve dolayısıyla firmaların kârlılığında kötüleşme olmuştur. Bu yıllarda kârlılığı azalan firmaların kaldıraç oranları artmıştır (Hülagü ve Yalçın, 2014).

Hisse senedi piyasası, 2003-2014 yılları arasında dalgalı bir gelişme seyri izlemiştir. Firmaların sermaye piyasalarından daha fazla yararlanması için girişimlerde bulunuldukça piyasada canlanma yaşanmıştır. Ancak dünya geneliyle kıyaslandığında Türkiye’de aile işletmeleri başta olmak üzere küçük ve orta ölçekli firmalar hisse senedi piyasasından yeterince yararlanmamaktadırlar. Tez çalışması sonuçlarına göre; 2006, 2008, 2011 yıllarında borsanın gelişmişlik düzeyinde düşüş yaşanırken, kaldıraç oranında artış olmuştur. Ancak 2007 yılında borsa gelişim gösterirken, borçluluk oranı da artış göstermiştir. 2013 yılında borsa gelişmişlik düzeyini korurken, borçluluk oranı da artmıştır. Bu bağlamda; borsa gelişimi istikrarlı bir seyir izledikçe borçlanma oranlarında sermaye odaklı ülkelerde olduğu gibi düşük değerler görüleceği öngörülmektedir.

2011-2013 döneminde firmaların kaynak ihtiyaçlarını karşılamakta öz kaynaklarından daha fazla yabancı kaynak kullandıkları ve kullanılan yabancı kaynaklar içinde de banka kredilerinin payının arttığı görülmektedir. Toplam banka kredileri (Toplam banka kredileri, nakdi ve gayri nakdi banka kredilerinin toplamından oluşmaktadır) içindeki payı 2011 yılında yüzde 66,9 civarında olan yabancı para kredilerinin payının 2012 yılında yüzde 63,5’e gerilediği, 2013 de ise TL sınırlı olarak değer kaybederken bu pay artarak yüzde 64,2’ye yükselmiştir. 2014 yılında ise yüzde 61 düzeyine gerilemiştir.

2013 ve 2014 yıllarında banka kredilerinin yabancı kaynaklar içindeki payı yaklaşık olarak %47 değerine ulaşmıştır. Banka kredilerinde gözlemlenen artışın nedeni finansal kuruluşların risk algılamalarındaki iyileşmedir. Banka kredilerindeki artışla birlikte ticari kredilerde de artış yaşanmış ve dolayısıyla ortalama borçluluk oranı

0,50 dolaylarında seyretmiştir. Merkez Bankası verilerine göre; 2013 yılında firmaların proje finansmanı kaynaklı kullanımlarında canlanma görülmesi sonucu borçluluk oranında artış görülmüş, 2014 yılında ise ortalama borçluluk oranında bir miktar düşüş yaşanmıştır. Ancak 2014 yılında firmaların banka kredileri en yüksek değerine ulaşmıştır. Bunun nedeni ABD Dolarının Türk Lirası karşısında değer kazanması ve firmaların dövizle dayalı borçlanmalarıdır. İmalat girdilerinin dövizle finanse edilmesi girdi maliyetlerini artırdığından kârlılık oranları giderek azalan bir seyir izlemiştir.

Tez çalışmasının örneklemini oluşturan firmaların Finansman Hiyerarşisi Teorisine uygun davranışlar gösterdiği tespit edilmiştir. Buna göre; büyüme fırsatı olan firmaların kaldıraç oranları artmaktadır. Yüksek tutarda maddi duran varlıkları olan işletmeler özsermaye ile finansmana ağırlık vererek, daha az borçlanmaktadırlar. Varlık yapısının negatif etkisi, varlıkların krediler için teminat olarak gösterilmesinin baskın bir durum olmadığını dair bir gösterge olarak algılanabilir. Ayrıca Acaravcı (2004), özsermaye içinde maddi duran varlık yeniden değerlemelerindeki artışın borçluluk oranını azalttığını vurgulamıştır.

Temsil Teorisine uygun olarak büyüme fırsatı olan firmalarda yöneticiler hisse senedi ihraç etmektense borçlanmayı tercih etmektedirler çünkü borç verenler sadece finansal sıkıntı anında projeleri kontrol ederler. Hissedarlar ise baştan sona kontrol etmek isteyeceklerdir. Hissedarlar ve aile şirketleri borcu tercih etmektedirler çünkü hisse paylarının azalmasını istemezler. Ayrıca Sayılğan ve Uysal (2011)'a göre firmalar kârlı olsalar dahi kârlarını faaliyetlerinde kullanmazlar ve aile bireylerine

transfer ederler. Türkiye’de kârlı olsun ya da olmasın büyüme fırsatına sahip olan tüm firmalar için ilk akla gelen finansman yöntemi borçlanmadır

Temsilcilik sorununa uygun olarak duran varlıkları az olan firmalarda yatırımların takip edilmesinin zorluğu nedeniyle hissedarlar yöneticilerin kaynak savurganlığını engellemek adına daha çok borçlanmayı tercih etmektedirler. Ayrıca yüksek oranda sabit varlıklara sahip firmaların aynı zamanda güçlü bir finansal yapıya sahip olmaları ve fon tedarikinde iç kaynaklara öncelik vermeleri nedeniyle borçlanmayı tercih etmedikleri söylenebilir. Amortisman ve yıpranma payları nedeniyle sabit varlıkların değeri yıldan yıla azalır. Ancak artan borçluluk oranı ile birlikte yeni maddi duran varlık yatırımı yapılırsa değer azalmaz. Borsa İstanbul’da işlem gören firmalar borçlanmaktadır ancak bu fonlar maddi duran varlık yatırımlarında değil işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılmaktadır. Ya da fon kaynakları dönen varlıklara, lisans, patent, AR-GE harcamalarına ayrılmaktadır. Bu konuda ileride bir araştırma yapılmalıdır. Bankaların etkin olduğu ülkelerde maddi duran varlıklar teminat olarak görülür ancak tez çalışmasında maddi duran varlıkların teminat olarak görülmediği belirlenmiştir.

Krizler, kredi sıkışıklığı ve ekonomik belirsizlikler firmaları yatırım yapmaktan soğutup, nakit biriktirmeye yöneltmiştir. Bu tespit, tez çalışmasında ortaya konan varlık yapısı ve kaldıraç oranı arasındaki negatif ilişkiyi desteklemektedir. Fon kaynaklarının maddi duran varlıklara aktarılmadığı ve likit olarak tutulduğu söylenebilir.

Borsa İstanbul'da işlem gören firmalar öncelikle iç fonları kullanmalarına rağmen, borçluluk oranlarının artış göstermesi kârlılığın yeterli olmadığını göstermektedir. Firmaların ortalama kârlılık oranı 0,04'tür. Türkiye'de faktöring, bankacılık dışındaki önemli fon kaynaklarındandır. Bu çalışmada ortaya konan yetersiz iç kaynaklar sorununun destekler nitelikte bir tespittir. İleride bu konuda bir çalışma yapılabilir.

Çalışmada hem borç dışı vergi kalkanının hem de verginin anlamsız çıkmasının gerekçesi olarak; geçmiş yıl zararları mevcut yılın vergi matrahından çok olan firmaların faiz ödemelerini ve amortismanı vergi kalkanı olarak kullanamamaları gösterilebilir. Küçük ve orta büyüklükte işletmelerin ortalama borçluluk oranı 0,452 olup, büyük işletmelerin ortalama borçluluk oranlarından (0,445) daha fazladır. Bunun olası nedenleri sırasıyla; KOBİ'lerin daha fazla ters seçim problemi ile karşılaşmaları nedeniyle hisse senedi ihraç etmekte zorlanmaları ve dolayısıyla borçlanmaya yönelmeleridir. Büyük işletmelerin kolaylıkla yabancı para ile borçlanabilmesi neticesinde, KOBİ'lerin yüksek maliyetli olsa da banka kredilerinden faydalanabilmeleridir. Ayrıca sermaye piyasalarının gelişmesi ve finansal kaynak birikimlerinin artması ile küçük firmaların borçlanma imkânlarının arttığı söylenebilir.

Kamu iç borç stokunun uzun yıllar yüksek seyretmesi özel sektörün dışlanmasına neden olmuştur ancak firmalar özel sektör borçlanma araçlarından faydalanmadığından ve kamunun en önemli fon kaynağı olan bankalardan da düşük oranda kredi kullandıklarından firmalar nakit ihtiyaçlarını çoğunlukla yabancı para ile borçlanarak gidermeye çalışmışlardır.

Bankaların özel sektöre verdiği kredilerinin fon kaynakları içindeki payı diğer ülkelere göre oldukça düşük seyretmiştir çünkü bankacılık sektörü yurt içi tasarruflardaki düşüşün de etkisiyle şirketlerin ihtiyacını karşılayacak düzeyde Türk lirası cinsinden düşük maliyetlerde kaynak üretememiştir. Firmaların bankalardan kolaylıkla kredi alamamasının en temel nedeni bankaların kredi koşullarını zorlaştırması ve kredi arzını kısmak zorunda kalmasıdır. Bunun olası nedenleri; kur riski, krizler, yurt içi tasarrufların ve firmaların faaliyet kârlılıklarının düşük olması ve nakit akışlarındaki istikrarsızlık olmuştur. Ayrıca 2007 yılına kadar ihracatın olumlu seyri ve firmaların kambiyo karı elde edip, finansman giderlerinin düşük olması banka kredilerine olan talebi azaltırken, ticari kredilerin oranını artırmıştır. Firmaların bankalardan kredi talepleri süreklilik arz etmemiştir.

Dünya Bankası'nın 2010 yılı raporunda Türkiye'deki KOBİ'lerin dünya geneline kıyasla büyümesinin çok yavaş olduğu belirtilmiştir. Bunun nedenleri olarak; öncelikle KOBİ'lerin kârlı oldukları zamanlarda bile finansmana (banka kredileri ve diğer sermaye piyasası araçları) erişim kısıtlarının olması gösterilebilir. İkinci olarak ta küçük firmaların iç fonlarını yatırımda kullanmak istememeleri gösterilebilir. Türkiye'de firmaların kârlılıkları arttığında daha fazla likit varlık tuttuğu, daha az temettü ödediği ve bunun neticesi olarak borçluluklarının azaldığı söylenebilir. Türkiye'de firmalar yüksek getirili projelere yatırım yapabilmek için temettü ödeme oranlarını değiştirerek tasarruf yaparlarsa, büyüme etkisi tüketimin getirisinden daha fazla olmaktadır (Özmen vd., 2012).

Bankalar ekonominin genişleme dönemlerinde kredi hacimlerini beklentilerin etkisiyle iktisadi faaliyetteki canlanmadan daha fazla artırmakta; daralma

dönemlerinde ise kredi arzını daha keskin bir şekilde azaltmaktadır. Erdoğan ve Beşballı (2009) yılında yaptıkları çalışmada Türkiye’de firmaları banka kredilerine bağımlı olarak nitelendirmenin mümkün olduğunu belirtmişlerdir. Ancak, Türkiye’de kredi kanalı fiskal baskınlık ve kamu bankalarının finansal sistem içerisindeki ağırlığı nedeniyle etkin çalışmamaktadır. Ayrıca, kredileri fonlamak için gerekli likiditenin ne kadar kolay bulunduğu da arzı etkileyen önemli bir faktördür. Tasarruf oranının ülkemiz gibi düşük olduğu ülkelerde, yurt dışından fon bulmak krediler için kilit unsurdur. Bu durum da, bankaları küresel piyasalardaki likidite gelişmelerine bağımlı hale getirmektedir (Yükseltürk, 2010).

Firma içi fonların üretimini teşvik eden politika ve girişimler, finansal kısıtları etkisizleştirerek, ekonomik büyümeye de katkı sağlayacaktır. Firmaların bilançolarını etkileyen politikalar (düşük vergi ve kâr payı ödeme yükümlülükleri) ya da yatırım ortamını iyileştirmek firmaların tasarruflarını artırmaları ve yüksek getirili yatırımları teşvik etmek için önemlidir (Özmen vd., 2012).

Kredi arzının talebi tam anlamıyla karşılayamaması nedeniyle, firmaların yurt dışına yönelmeleri para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu nedenle, yurt dışından sağlanan kredilerin yurtiçine kaydırılması ekonomide dolarizasyonun etkisini azaltacak ve para kredi kanalını güçlendirecektir (Yükseltürk, 2010).

Özetle; Türkiye’de firmalar iç fonları tercih etseler de kârlılıkları düşük olduğundan borçlanmaya dayalı büyümektedirler, maddi duran varlıkların artışı ile borçlanma istekleri azalmaktadır. Bu nedenle yatırımların doğru planlanması önemlidir. Firmaların ellerindeki nakit kaynakları varlıklara yatırmadıkları ve ileride yatırım fırsatları yani büyüme fırsatları ortaya çıktığında kolay borçlanabilmek adına likit

tuttukları da söylenebilir. Küçük işletmelerin borçluluk oranlarının daha fazla olması ve işletme riskinin pozitif olması birbiriyle uyumludur. 2015 yılında nakit sermaye artırımına yönelik sağlanan vergi avantajının olası etkileri üzerine ileride bir çalışma yapılabilir.



EKLER

EK 1. Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

	PAYOUT	GROWTH	PROF	TANG	PUBLIC DEBT	VOLAT	BANK	STOCK MARKET	NDTS	TAX
PAYOUT	1	0,043	0,301	-0,003	0,0297	-0,026	-0,025	-0,017	0,03	-0,028
GROWTH	0,043	1	0,193	-0,076	-0,208	0,322	0,029	-0,035	-0,125	-0,005
PROF	0,301	0,193	1	-0,167	-0,015	0,181	0,063	0,059	-0,056	0,015
TANG	-0,003	-0,076	-0,167	1	0,023	-0,041	0,018	-0,04	0,26	0,004
PUBLIC DEBT	0,0297	-0,208	-0,015	0,023	1	-0,064	0,188	-0,27	0,013	-0,0025
VOLAT	-0,026	0,322	0,181	-0,041	-0,064	1	-0,024	-0,036	0,0045	-0,0011
BANK	-0,025	0,029	0,063	0,018	0,188	-0,024	1	-0,228	0,001	0,0399
STOCK MARKET	-0,017	-0,035	0,059	-0,04	-0,27	-0,036	-0,228	1	-0,049	-0,009
NDTS	0,03	-0,125	-0,056	0,26	0,013	0,0045	0,001	-0,049	1	0,014
TAX	-0,028	-0,005	0,015	0,004	-0,0025	-0,0011	0,0399	-0,009	0,014	1

EK 2. Redundant Likelihood Test Sonucu

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	28.703893	(168,1344)	0.0000
Cross-section Chi-square	2320.201082	168	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Date: 01/24/17 Time: 13:08

Sample (adjusted): 2005 2014

Periods included: 10

Cross-sections included: 169

Total panel (unbalanced) observations: 1523

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.525277	0.033566	15.64894	0.0000
PAYOUT	0.249583	0.060298	4.139140	0.0000
GROWTH	0.107176	0.022674	4.726770	0.0000
PROF	-1.241099	0.058154	-21.34161	0.0000
TANG	-0.141339	0.028066	-5.035866	0.0000
RISK	0.011651	0.003185	3.658217	0.0003
PUBLIC DEBT	0.202017	0.155525	1.298935	0.1942
BANK	0.080665	0.102261	0.788812	0.4303
STOCK MARKET	0.089465	0.086212	1.037733	0.2996
NDTS	-0.039047	0.008140	-4.796712	0.0000
TAX	-0.002551	0.002071	-1.231529	0.2183
R-squared	0.251615	Mean dependent var		0.466326
Adjusted R-squared	0.246665	S.D. dependent var		0.238415
S.E. of regression	0.206932	Akaike info criterion		-0.305660
Sum squared resid	64.74492	Schwarz criterion		-0.267175
Log likelihood	243.7600	Hannan-Quinn criter.		-0.291334
F-statistic	50.83501	Durbin-Watson stat		0.324313
Prob(F-statistic)	0.000000			

EK 3. Hausman Test Sonucu

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	63.864254	10	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PAYOUT	0.004647	0.008197	0.000049	0.6111
GROWTH	0.057600	0.060745	0.000001	0.0020
PROF	-0.614247	-0.665968	0.000087	0.0000
TANG	-0.118178	-0.119645	0.000079	0.8688
RISK	0.005036	0.005400	0.000000	0.0035
PUBLIC DEBT	0.119893	0.125923	0.000005	0.0087
BANK	0.003770	0.008690	0.000007	0.0548
STOCK MARKET	0.005671	0.011830	0.000005	0.0046
NDTS	-0.005153	-0.010649	0.000007	0.0404
TAX	-0.001052	-0.001102	0.000000	0.5290

Dependent Variable: LEV

Method: Panel Least Squares

Sample (adjusted): 2005 2014

Periods included: 10

Cross-sections included: 169

Total panel (unbalanced) observations: 1523

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.523420	0.019327	27.08287	0.0000
PAYOUT	0.004647	0.038859	0.119582	0.9048
GROWTH	0.057600	0.011971	4.811496	0.0000
PROF	-0.614247	0.041501	-14.80071	0.0000
TANG	-0.118178	0.027082	-4.363706	0.0000
RISK	0.005036	0.001660	3.033577	0.0025
PUBLIC DEBT	0.119893	0.077595	1.545106	0.1226
BANK	0.003770	0.051202	0.073637	0.9413
STOCK MARKET	0.005671	0.043284	0.131008	0.8958
NDTS	-0.005153	0.007729	-0.666673	0.5051
TAX	-0.001052	0.001093	-0.962666	0.3359

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.836882	Mean dependent var	0.466326
Adjusted R-squared	0.815278	S.D. dependent var	0.238415
S.E. of regression	0.102469	Akaike info criterion	-1.608484
Sum squared resid	14.11184	Schwarz criterion	-0.982226
Log likelihood	1403.860	Hannan-Quinn criter.	-1.375358
F-statistic	38.73827	Durbin-Watson stat	0.871062
Prob(F-statistic)	0.000000		

KAYNAKLAR

- Abdioğlu, N., Deniz D., (2015), Borsa İstanbul’da İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Firmaya Özgü Belirleyicileri, *Sosyoekonomi Dergisi*, C.23, S.26, s.195-213.
- Acar, F., (2013), Türkiye Ekonomisine Genel Bakış, *Çalışma Dünyası Dergisi*, C.1, S. 2, s.15-32.
- Acaravcı, S., Doğukanlı, H., (2004), Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayinde Sınanması, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, S.19, s.43-57.
- Agarwal, S., Mothadi, H., (2004), Financial Markets and Financing Choice of Firms: Evidence From Developing Countries, *Global Finance Journal*, V.15, S.1, p.57- 70.
- Akerlof, G., (1970), “The Market For Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, V.84, N.3, p.488 – 501.
- Akgüç, Ö., *Finansal Yönetim* (İstanbul, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:63, 1994).
- Akkaya, G. C., (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Kârlılık: İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, S.30, s.1-13.
- Albayrak A.S., Akbulut R., (2008), Kârlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi Ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, C.4, S.7, s.55-83.
- Albayrak, A. S., *Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri* (Ankara, Asil Yayın Dağıtım, 2006).
- Alp, B., Yalçın C., (2015), Türkiye’de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Çalışma Tebliği*, No:15/01.
- Almazan, A., Molina C. A., (2005), Intra Industry Capital Structure Dispersion, *Journal of Economics & Management Strategy*, V. 14, N.2, p.263-297.
- Antonios, A., Guney, Y., Paudyal, K., (2002), Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries, *Working Paper*, University of Durham, Department of Economics and Finance.
- Arsoy, M., F., (2015), İşletmelerde Dağıtılan Temettülin Yapay Sınır Ağları İle Tahmini: Borsa İstanbul Sanayi Sektörü Üzerine Bir Uygulama, *Doktora Tezi*, Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Ata, A., Yusuf A., (2010), Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi, İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, S.11, s. 45-60.
- Aydın, N., Başar M., Çoşkun M., Finansal Yönetim (Ankara, Detay Yayınevi, 2010).
- Azhagaiah, R., Gavoury C., (2011), The Impact of Capital Structure on Profitability with Special Reference to IT Industry in India, Managing Global Transitions, V.9, N.4, p.371-392.
- Baker, M., Wurgler, J., (2002), Market Timing And Capital Structure, The Journal of Finance, V. 57, N.1, p.1-32.
- Baldemir, E., Süslü, B., (2008), Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.23, S.:2, s.259-268.
- Balı, S., Cinel, M.O., (2011), Altın Fiyatlarının İMKB 100 Endeksi'ne Etkisi ve Bu Etkinin Ölçülmesi, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C.5, S.3-4, p.45- 63.
- Baltagi, B. H., Econometric Analysis of Panel Data (3th Edition, England, John Wiley and Sons Inc, 2005).
- Bas T., Muradoğlu G., Phylaktis K., (2009), Determinants of Capital Structure in Developing Countries, Working Paper, Cass Business School.
- Başaran, Ü. (2008), İMKB'de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi
- Baçoğlu, U., Ceylan, A., Parasız, İ., Finans Teori, Kurum ve Araçlar (Ekim Basım Yayın Dağıtım, 2009).
- Barclay, M.J., Smith, C.W., 1995, The Maturity Structure of Corporate Debt, Journal of Finance, V. 50, p. 609–631.
- Bauer P., (2004), Determinants of capital structure: Empirical evidence from Czech Republic, Czech Journal Economics Finance, V. 54, N.1-2, p..2-21.
- Beck Thorsten vd., (2000), Finance and the Sources of Growth, World Bank Policy Research Working Paper, 2057, p.1-31.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V., (2002), Financing patterns around the world: the role of institutions, World Bank Policy Research Working Paper.
- Benialper vd., (2015), 2002 Sonrası Türkiye Ekonomisinin Performansı: Karşılaştırmalı Bir Analiz, ERC Working Papers in Economics, No: May 2015.

Besfin, 2012, İmalat Sanayinde Borçlanma Trendleri, www.besfin.com.tr, Erişim Tarihi: 01.12.2016.

Bevan, A., Danbolt, J., (2002), Capital Structure And Its Determinants In The UK-A Decompositional Analysis, *Applied Financial analysis*, V. 12, N.3, p.159-170.

Booth, L. vd., (2001), Capital Structure in Developing Countries, *The Journal of Finance*, V.56, N.1, p.87-130.

Brealey, R. A., Myers S., C., Marcus A. J., (1997), *Fundamental of Corporate Finance*, USA: McGraw-Hill, p.426-427.

Brailsford, T., Oliver, B. R., Pua, L. H. S., (1999), Theory And Evidence On The Relationship Between Ownership Structure And Capital Structure, *Journal of Accounting and Finance*, V. 42, p.1 – 26.

Burucu ,H., Öndeş, T., (2015), Finansal Hiyerarşi ve Ödünleşme Teorisinin Geçerliliğinin Türk İmalat Sanayi Firmalarında Test Edilmesi, www.sakaryaiktisat.com, Erişim Tarihi: 09.05.2016.

Büyüktortop, M., (2007), Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Caporale, G. M. vd., (2009), Financial Development and Economic Growth: Evidence from Ten New EU Members, *Discussion Paper of DIW Berlin*, 940, p.1-39.

Coşkun, Y., (2010), Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, C.65, S.04, s.001-040.

Çağlayan, E., (2006), Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli, *İktisat İşletme ve Finans*, C.21, S.248, s. 66-76.

Dharmendra, S., (2016), International Journal of Economics and Financial Firms in Oman, *International Journal of Economics and Financial Issues*, V.6, N.4, p. 1650-1656.

Deangelo, H., Roll R., (2015), How Stable Are Corporate Capital Structures?, *The Journal Of Finance*, V.70, N.1, February 2015, p.373-418.

Demirhan, D., (2009), Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, C.9 S.2, s.677-697.

Demirhan, B., (2016), Financial Development and Investment Amount Nexus: A Case Study of Turkey, *Asian Economic and Financial Review*, V.6, N.3, p.127.

Derya, E.V., (2015), Türkiye Kamu Net Borç Stoku İstatistikleri Tanım, Kapsam ve Değerleme Yöntemi, *Uluslararası Standartlardan Farkı, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, T.C. Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları, S.2015-5/Mart 2015.

Dizdarlar, H.,I., (1997), Sermaye Yapısı Teorileri ve Ampirik Bulgular, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Doğan, M., (2016), Yönetici ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: BIST’te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma, Yönetim Bilimleri Dergisi, C. 14, S. 28, s. 49-69.

Drobetz, W., Fix R., (2003), What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland, University of Basel, WWZ/ Department of Finance, Working Paper No. 4/03.

Durukan, B., (1997), Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma, İMKB Dergisi, C.1, S.3, s.75-87.

Elitaş, B., Doğan M., (2013), Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, World of Accounting Science, V.15, N.2, p.41-57.

Emec, H., www.deu.edu.tr/userweb/hamdi.emec/zamanserileri.pdf, Erişim Tarihi: 10.04.2016.

Enders, W., Applied Econometric Time Series (University of Alabama, Fourth edition, 1948).

Erdoğan, S., Beşballı, S., (2009), Türkiye’de Banka Kredileri Kanalınnın İşleyişi Üzerine Ampirik Bir Analiz, Doğu Üniversitesi Dergisi, C.11, S.1, s.28-41.

Ertuğrul, A., (2011), Yenilikçi Küçük İşletmelerin Finansmanı: Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eriotis N, Vasiliou D, Ventoura-Neokosmida Z., (2007), How firm characteristics affect capital structure: an empirical study, Managerial Finance, V.33, N.5, p. 321-331.

Ertaş, V., (2015), Halka Arz Konferansı Açılış Konuşması, www.spk.gov.tr, Erişim Tarihi: 20.10.2016.

Eser, L.,Y., Ela, M., (2015), Avrupa Borç Krizi: Nasıl, Neden ve Nereye, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, C.10, S.1, s.209- 232.

Fama, E.,F., French,K.,R, (2002), Testing Trade Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, The Review of Financial Studies, V.15, N.1, p 1-33.

Fan, J.P.H., Titman, S., Twite, G., (2012), An International Comparison Of Capital Structure And Debt Maturity Choices, Journal of Financial and Quantitative Analysis, V. 47, N.1, p.23.

Fettahoğlu, A., Okuyan, H. A., (2008), Sermaye Yapısının İşletmeye Özgü Belirleyicileri: İMKB Tas ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektöründe Bir Uygulama

Kocaeli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, S.3-6, Haziran-Aralık 2007-2008, s.63-87.

Fettahoğlu A., Okuyan H. A., (2009), İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi.

Fıratoğlu, B., (2005), Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler, SPK Araştırma Raporu.

Goyal, V.K, Murray Z.,F., (2005), Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Chapter 7.

Ghosh A., Cai F, (1999), Capital Structure: New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory, American Business Review, January: 32.

Giannetti, M., (2003), Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices, Journal of Financial and Quantitative Analysis, V.38, p.185-212.

Graham, J., Leary, M., (2011), A Review Of Empirical Capital Structure Research And Directions For The Future, Annual Review of Financial Economics, V.3., p.309–345.

Greene, W. H. (2002). Econometric Analysis (Prentice Hall, 5. Baskı, New Jersey).

Gujarati, N. D., Basic Econometrics (McGraw-Hill, New York, 1995).

Güloğlu, B., Bekçioğlu, S., (2001), İMKB’deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama, ODTÜ 2001 Uluslararası İktisat Kongresi.

Gülşen, A. Z., Ülkütaş Ö., (2012), Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, V.8, N.15, p. 49-59.

Gürsoy, C.T., Finansal Yönetim İlkeleri (İstanbul, Doğu Üniversitesi Yayınları, 2007).

Hennesy, C.A., Livdan, D., (2009), Debt, Bargaining and Credibility in Firm Supplier Relationships, Journal of Financial Economics, V.93, N.3, September 2009, p.382-399.

Homaifar, G., Zietz, J., Benkato, O., (1994), An Empirical Model of Capital Structure:Some New Evidence, Journal of Business Finance & Accounting, V.21, N.1, p.1-14.

Huang, S.G.H, Song, F.M., (2006), The Determinants of Capital Structure: Evidence from China, China Economic Review, V.17, N.1, p.14-36.

Jalilvand, A, Harris R., (1984), Corporate Behavior İn Adjusting To Capital Structure And Dividend Targets: An Econometric Study, Journal of Finance, V.39, p.127-145.

Jensen, G.R., Solberg, D.P., Zorn, T.S., (1992), Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, Journal of Financial and Quantitative Analysis, V.27, N.2., p.247-263.

Job, G., (2016), Capital Structure Determinants: An Inter-industry analysis for Dutch firms, 2016, 7th IBA Bachelor Thesis Conference, July 1st, Enschede, The Netherlands.

Jong, A.D. , Kabir, R., Nguyen, T.T., (2008), Capital Structure Around The World: The Roles Of Of Firm and Country Specific Determinants, Journal of Banking & Finance, V. 32, N.9, p.1954-1969.

Hülagü, T., Yalçın, C., (2014), Türkiye’de Firmaların Yabancı para Borçluluğu ve Kur Riskine İlişkin Mikro Değerlendirmeler, Ekonomi Notları, T.C. Merkez Bankası, S.2014-13.

Iliev, P., Welch, I., (2010), Reconciling Estimates of The Speed of Adjustment of Leverage Ratios, SSRN 1542691.

İSO Alternatif Finansman Yöntemleri Semineri Özet Kitabı, 2015.

Kandır, S. , Karadeniz E. , Önal Y., (2007), Türkiye’de Büyük Sanayi İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, C.9, S.2, s. 145- 165.

Karadeniz, E. vd., (2009), Determinants Of Capital Structure: Evidence From Turkish Lodging Companies, Contemporary Hospitality Management, V.21, N.5, p.594-609.

Karagöl E., T., Ortakaya, Ü., İ., Geçmişten Günümüze Kamu Maliyesi (Seta Yayınları, Ankara, 2014).

Karluk, S.D. vd., Türkiye Ekonomisi, (Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayını, No:2167, 2010).

Kester, C.W., (1986), Capital and Ownership Structure: A Comparison Of United States and Japanese Manufacturing Corporations, Financial Management, V. 15, N.1, p.5-16.

Kısakürek, M.M, Aydın, Y., (2013), İşletmelerde Sermaye Yapısı İle Kârlılık Arasındaki İlişkinin Analizi: 1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı BİST’te Bir Uygulama, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C.14, S.2, s.97-121.

Korkmaz, T., Başaran, Ü., Gökbulut, R.İ., (2009), İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi, İktisat İşletme ve Finans, C.24, S.277, s.29-60.

Korkmaz, T., Yıldız B., Gökbulut R., (2010), FVFM’nin İMKB Ulusal 100 Endeksindeki Geçerliliğinin Panel Veri Analizi İle Test Edilmesi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, C.39, S.1, s.95-105.

Köksal, B., Orman, C., Oduncu, A., (2013), Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy, MPRA Paper, N. 48415, posted 19. July 2013 13:19 UTC, Erişim Tarihi:31.03.2016.

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.

Kula, V., (2001), İşletmelerin Sermaye Yapısını Açıklamada Finansal Hiyerarşi Teorisi, Active Finans, S.18, s.18-20.

Kurul, D., Koray, A., Kuresel Kriz ve Kredi Egilimleri (No. 1002), T.C. Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 10.12.2016

Lemmon, M., Zender, J. F., (2010), Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, V.45, N.5, p.1161-1187

Levine, R., Zervos, S., (1998), Stock Markets, Banks and Economic Growth, The American Economic Review, V.88, N.3, p.537–558.

Mariola, E., (1997), Determinants of the Choice of Financial Instruments: An Ampirical Investigation, Graduate School-Newark Rutgers, The State University of New Jersey.

Marsh, P., (1982), The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, The Journal of Finance, V.37, N.1, March 1982, p.121-144.

Mayer, C., Sussman, O., (2005), Financing Investment: A New Test of Capital Structure, Unpublished Working Paper, University of Oxford.

Merkez Bankası Sektör Bilançoları 2008-2013 Değerlendirme Raporları, www.tcmb.gov.tr/, Erişim Tarihi: 21.10.2016.

Merkez Bankası Sektör Bilançoları Değerlendirmesi 2005-2007 Dönemi Geçici Veriler, www.tcmb.gov.tr/, Erişim Tarihi: 21.10.2016.

Modigliani, F., Merton, M., (1958), The Cost Of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, The American Economic Review, V.48, N.3, p.261-297.

Myers, S., (1984), Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, V.39, N.3, p.575-592.

Myers, S.C., Mafluj, N.S., (1984), Corporate Financing Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have, *Journal of Financial Economics*, V.13, N.2, p.187-221.

Nguyen D., Diaz-Rainey I., Gregoriou A., (2014), Determinants of the Capital Structure of Listed Vietnamese Companies, *Journal of Southeast Asian Economies*, V. 31, N. 3, p. 412-31.

Okuyan, H. A., (2009), The Effect of Asymmetric Information on Turkish Banking Sector and Credit Markets, *Anadolu International Conference in Economics*, June 17-19.

Okuyan, A., H., Taşçı, H. M., (2009), İMKB’de İşlem Gören Üretim İşletmelerinde Sermaye Yapısının Belirleyicileri, *Anadolu International Conference in Economics*, June 17-19.

Okuyan, H. A., Taşçı H. M., (2010), Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye’deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, C.4, S.1, s.105-120.

Özatay, F., Öztürk, E., Sak, G., (2006), Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları, *TÜSİAD*, T-96, s.1-192.

Özlü, P., Yalçın, C., (2012), The Trade Credit Channel of Monetary Policy Transmission: Evidence from Nonfinancial Manufacturing Firms in Turkey, *Emerging Markets Finance & Trade*, July–August 2012, V. 48, N. 4, p. 102–117.

Öztekin, Ö., (2015), Capital Structure Decisions Around the World: Which Factors Are Reliably Important?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, V. 50, N.3, p. 301-323.

Öztürk, M.B., Şahin, E.E., (2013), İMKB’de İşlem Gören Spor Firmalarının Sermaye Yapısının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz, *Verimlilik Dergisi*, S.1, s.7-24.

Parasız, M., İ., Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar (Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2001)

Pettit, R., Singer, R.F., (1985), Small Business Finance: A Research Agenda, *Financial Management*, V.14, N.3, p.47-60.

Rajan, R., Zingales, L. (1995), What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, V.50, N.5, p.1421-1460.

Robb, A., Robinson, D., (2014), The Capital Structure Decisions of New Firms, *The Review of Financial Studies*, NBER Working Paper, N. 16272.

- Sarioğlu, S.E., Kurun, E., Güzeldere, H., (2013), Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi, Ege Akademik Bakış, C.13, S.4, s.481-49.
- Sayılğan, G., Karabacak, H., Küçükkoçaoğlu G., (2006), The Firm Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data, Investment Management and Financial Innovations, C. 3, S.3, s.125-139.
- Sayılğan, G., Uysal B., (2011), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996 - 2008, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, C.66, S. 4, s.101 – 124.
- Scott, J., (1977), Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure, Journal of Finance, V.32, p.1-19.
- Seven, Ü., (2015), Finansal Gelişmişlik ve Ekonomik Büyüme, Gösterge, Temmuz.
- Singh, D., (2016), International Journal of Economics and Financial Firms in Oman, International Journal of Economics and Financial Issues, V.6, N.4, p.1650-1656.
- Singh, A., Hamid. J., (1992), Corporate Financial Structures In Developing Countries, World Bank Publications, V.22.
- Smith, C., Jr., Watts, R.L., (1992), The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, Journal of Financial Economics, V. 32, N. 3, p.263-292.
- Smith C.W., Barclay, M.J., Watts, R.L., (1995), The Determinants Of Corporate Leverage And Dividend Policies, Journal of Applied Corporate Finance, V.7, N.5, p.4-19.
- Stiglitz, J.E., Weiss, A., (1981), Credit Rationing In Markets With Imperfect Information, The American Economic Review, V.71, N.3, p.393-410.
- Supra, B., Narender, V., Jادیappa, N., Girish, G. P., (2016), Speed of Adjustment of Capital Structure in Emerging Markets , Theoretical Economics Letters, 2016, N.6, p.534-538.
- Susam, N., Bakkal, U., (2008), Maliye Dergisi, S.155, s.72-88.
- Taggart, R.A.Jr., (1977), A Model of Corporate Financing Decision, The Journal of Finance, December, p.1467-1484.
- Tang, C.H, Jang, S.S., (2007), Revisit to Determinants of Capital Structure: a comparison between lodging firms and software firms, International Journal of Hospitality Management, V.26, N.1,p.175,187.
- Tarı, R., Ekonometri (Umuttepe Yayıncılık, 2012).

- Taşçı, M., Okuyan, H.A., (2010), İMKB’de İşlem Gören Reel Sektör İşletmelerinde Sermaye Yapısının Belirleyicileri, *Ekonomik Yaklaşım*, C.21, S.76, s. 55-72.
- TEPAV, (2007), Türkiye Yatırım Ortamı Değerlendirmesi, Bulguların Değerlendirmesi ve Öneriler, C.1.
- Terim, B., Kayalı, C.A., (2009), Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği, *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.7, S.1, s. 125-154.
- Titman, S., Wessels, R., (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, V.43, N.1, p.1-19.
- Topal, Y., (2006), İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Kârlılıklarına Etkisi, *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*, Temmuz-Aralık 2006, S. 27, s. 45-70.
- Toy, N. vd., (1974), A Comparative International Study of Growth, Profitability and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, V.9, N.5, p.875-886.
- Türkiye AB Uyum Yönetmeliği, (2005).
- Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Yıllık Yayınlar, Finansal Piyasalar, www.tspb.org.tr, Erişim Tarihi: 10.07.2015.
- Tüйд Borsa Trendleri Raporları, Tüйд Derneği, www.tuyid.org.tr, Erişim Tarihi: 05.07.2015.
- Özeren, S., (2006), Ekonomik Büyümenin Dinamikleri ve İstihdam Kaynaklar ve Etkiler, Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları, Ankara,.
- Özmen, E., Şahinöz, S., Yalçın, C., (2012), Profitability, Saving and Investment of Non-Financial Firms in Turkey, Working Paper (No:12/14), Central Bank of the Republic of Turkey.
- Uygur, E., (2001), 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler, *Mülkiye Dergisi*, C. 25, S 227, s.37-70.
- Van der Wijst, N., Thurik, R., (1993), Determinants Of Small Firm Debt Ratios: An Analysis Of Retail Panel Data, *Small Business Economics*, V. 5, N.1, p.55-65.
- Yakar, R., (2011), Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yıldız, M.E., Yalama A., Sevil G., (2009), Sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin test edilmesi: Panel veri analizi kullanılarak İMKB imalat sektörü üzerinde ampirik bir uygulama, *İktisat İşletme ve Finans*, C.24, S.278, s.25-45.

Yükseltürk, O., S., (2010), Kredi Piyasalarında Arz Ve Talep Dengesizlikleri: Türkiye İçin Uygulamalı Bir Çalışma, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C. Merkez Bankası.

Welch, I., (2004), Capital Structure And Stock Returns, Journal of Political Economy, V.11, N.1, p.106-132.

Weston, J.F., Brigham F.E., (1993), Essentials of Managerial Finance, The Drydon Press, 10th Edition, p.648.

Wet, L.,H., Gossel, S.,J., (2016), South African Capital Structure Decisions: A Survey of Listed Companies, Journal of African Business, DOI: 10.1080/15228916.2016.1132509.

Wooldridge, J.M., Introductory Econometrics (5th edition, South-Western, Cengage Learning, 2009).

Zaheer, Z., Saeed, A., Mir, A.S., (2011), Determinants Of Capital Structure: A Comprehensive Study of Textile Sector of Pakistan, Internal Journal of Academic Research, V. 3., N. 5., p.38-43.

ÖZET

Bu çalışmada 2003-2014 yılları arasında hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören 169 adet işletmenin sermaye yapısı kararları, diğer bir deyişle borçlanma davranışları kaldıraç oranına etki eden faktörler özelinde incelenmiştir. Bu çalışmada 2003-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren finansal olmayan firmaları firmaya özgü, makroekonomik ve finansal piyasalara özgü değişkenlerin nasıl etkilediği ortaya konmaya çalışılmıştır. İşletmelerin yıllık verileri sabit etkiler tahmin yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz neticesinde; bağımsız değişkenlerden kârlılık, varlık yapısı, büyüme fırsatları, işletme riski ve kamu iç borç stokunun kaldıraç oranı üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir. Dağıtılan temettüler, borç dışı vergi kalkanı, bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi, borsanın gelişmişlik düzeyi ve vergi düzeyinin ise kaldıraç oranı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı görülmüştür. İşletmelerin sermaye yapısı kararlarını alınırken, Finansal Hiyerarşi Teorisi ile uyumlu davranışlar sergiledikleri ve. Türk firmaların sermaye yapılarını en iyi açıklayan teorinin Finansman Hiyerarşisi Teorisi olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye yapısı, finansal hiyerarşi teorisi, panel veri analizi, Ödünleşme teorisi, temsil maliyeti, sinyal teorisi

ABSTRACT

In the study, capital structure decisions or debt attitudes of 169 firms listed on Borsa İstanbul were analyzed. This study aims to investigate how firm specific, macroeconomic and financial market specific variables affect the capital structure choice of non-financial firms listed on Borsa İstanbul between 2003 and 2014. Based on the existing literature and theories of capital structure, the probable determinants of capital structure are identified. Annual data of the firms were analyzed by fixed effects method. According to the analysis results; profitability, assets, growth opportunities, risk and public domestic debt stock have considerable effects on leverage. Payout, corporate tax rate, non debt tax shield, development of stock market and development of banking sector do not appear to be significantly related to the leverage of Turkish firms. Based on the research results, firms behaviors are consistent with pecking order theory and it is the most successful in explaining the determinants of capital structure of the Turkish firms.

Keywords: Capital structure, pecking order theory, panel data analysis, trade off theory, agent cost, signalling theory.