

**T.C.
ÇAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİMDALI**

**FİNANSAL KALDIRAÇ KULLANIMININ KARLILIĞA ETKİSİ: BİST
ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TEZİ YAZAN
Muhammet Tuğrul ÖZEN**

**TEZ DANIŞMANI
Yrd. Doç. Dr. Ahmet Gökhan SÖKMEN**

**TARSUS/MERSİN
EKİM -2017**

TEZ İMZA SÜRKÜLERİ

T.C
ÇAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ' NE

20151011 numaralı öğrencimiz olan **Muhammet Tuğrul ÖZEN** tarafından hazırlanan “**Finansal Kaldıraç Kullanımının Karlılığa Etkisi: BİST Çimento Sektöründe Bir Uygulama**” başlıklı bu tez çalışması jürilerimiz tarafından oy birliği ile **İşletme Yönetimi** Anabilim Dalında **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

(Enstitü Müdürlüğünde evrak aslı imzalıdır.)

Üniv. İçi- Tez Danışmanı - Jüri Başkanı: **Yrd. Doç. Dr. Ahmet Gökhan SÖKMEN**

(Enstitü Müdürlüğünde evrak aslı imzalıdır.)

Üniv. İçi - Jüri Üyesi: **Yrd. Doç. Dr. Şenol KANDEMİR**

(Enstitü Müdürlüğünde evrak aslı imzalıdır.)

Üniv. Dışı - Jüri Üyesi: **Yrd. Doç. Dr. Mustafa Can SAMIRKAŞ**

(Mersin Üniversitesi)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

(Enstitü Müdürlüğünde evrak aslı imzalıdır.)

06 /10 / 2017

Doç. Dr. Murat KOÇ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ETİK BEYANI

Adı – Soyadı: Muhammet Tuğrul ÖZEN

Numarası: 20151011

Ana Bilim / Bilim Dalı: İşletme Yönetimi

Programı: Tezli Yüksek Lisans (x) Doktora ()

Tezin Adı: Finansal Kaldıraç Kullanımının Karlılığa Etkisi: BİST Çimento Sektöründe Bir Uygulama

Öğrencinin

Bu araştırmanın başlangıcından sonuçlanmasına kadar ki bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde hazırlanarak sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

ÖNSÖZ

Küreselleşen ekonomiyle birlikte finansal kaynaklara ulaşım noktaları artmış ve her geçen gün daha da kolaylaşmaktadır. Kaynak alternatiflerinin çoğalması finansal yöneticilerinin şirket vizyon ve stratejileri doğrultusunda alınacak yatırım kararlarını hangi yolla finanse edeceği konusu da en temel ve zorlu görevlerden birisi haline gelmiştir. Sermaye yapısının; özkaynak ve borç dengesinin optimum şekilde kurulma çabası şirketin sürdürülebilir finansal karlılığına doğrudan etki ederek büyük önem arz eder.

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da 2009-2016 yılları arasında faaliyet gösteren çimento sektöründeki şirketlerin sermaye yapıları incelenerek karlılığa etkisi araştırılmıştır. Bu amaçla, sermaye yapısı ve işlevi, sermaye yapısına ilişkin kurumsal yaklaşımlar, sermaye yapısına ve finansal performansa etki eden faktörler, sermaye yapısının finansal performansa etkisini inceleyen literatürdeki çalışmalar incelenmiş, metodoloji, bulgular ve sonuçlar sunulurken gelecek çalışmalara katkı sağlayacak öneriler ve değerlendirmeler de sunulacaktır.

Tez çalışmam süresince bana her konuda katkı sağlayan ve yönlendiren danışman hocam sayın Yrd. Doç. Dr. Ahmet Gökhan SÖKMEN ve Panel Veri Analizi konusunda desteklerini esirgemeyen başta Yrd. Doç. Dr. Cansu ÜNVER ERBAŞ hocamıza, bilgi paylaşımında, uygulamada ve yorumlamalarda değerli önerilerini paylaşan arkadaşlarım Arş. Gör. Şefika Nilay ONATÇA'ya, Arş. Gör. Süreyya YILMA'a ve Arş. Gör. Emre Kadir ÖZEKENCİ'ye, manevi desteklerini ve değerli yorumlarını benden esirgemeyen meslektaşım Ali UZUN'a ayrı ayrı teşekkür ederim.

Son olarak eğitim hayatım boyunca desteklerini bir an olsun esirgemeyen, motivasyon kaynağım değerli aileme ve tez çalışmam boyunca kendilerine zaman ayıramadığım sevgili eşim Selma ÖZEN'e ve biricik kızım Elif Nazik ÖZEN'e sevgi dolu teşekkürlerimi sunarım.

06/10/2017

Muhammet Tuğrul ÖZEN

ÖZET

FİNANSAL KALDIRAÇ KULLANIMININ KARLILIĞA ETKİSİ: BİST ÇİMENTO SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Muhammet Tuğrul ÖZEN

Yüksek Lisans İşletme Ana Bilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Ahmet Gökhan SÖKMEN

Ekim 2017, 100 sayfa

Şirketlerin gelecek dönemlerde de rakiplerine üstünlük sağlayıp, var olabilmesi için sürdürülebilir karlı büyümeye ihtiyacı vardır. Sürdürülebilir karlı büyüme hedefindeki şirketler, sermaye yapılarını stratejik, operasyonel ve taktiksel kararlarına bağlı olarak optimum şekilde dizayn etmeye çalışırlar.

Optimum sermaye yapısı ve sermaye yapısının karlılık performansı üzerine etkisi, yaklaşık 60 senedir finans literatürünün en çok ele alınan konularındandır. Karlılığa etki eden çok fazla faktörün olması, literatürün zengin, güncel ve sürekli üretken bir yapıda olmasını sağlamaktadır. Tüm bu çalışmalar finans yöneticilerinin alacağı kararlarda rehber olabilecek kıymetli kaynaklardır.

Bu çalışmada Borsa İstanbul (BİST) çimento sektöründe faaliyet gösteren 18 şirketin, 2009-2016 yılları arasındaki mali tabloları incelenerek sermaye yapısının karlılığa etkisi araştırılmıştır. Özsermaye karlılığı (ROE) ve Varlık karlılığı (ROA) bağımlı değişken olarak; uzun süreli borçlar ve toplam borçlar bağımsız değişken, ek olarak firma büyüklüğü ve borç dışı vergi kalkanı da bağımsız (kontrol) değişken olarak kullanılmıştır. Veriler, panel veri yöntemi ile ekonometri programında analiz edilmiştir.

Anahtar kelimeler: Sermaye yapısı, finansal kaldıraç, karlılık.

ABSTRACT**THE EFFECT OF FINANCIAL LEVERAGE USAGE ON PROFITABILITY:
AN APPLICATION IN THE BIST CEMENT SECTOR****Muhammet Tuğrul ÖZEN****Master Thesis, Department of Master Business Administration****Supervisor: Assist. Prof. Ahmet Gökhan SÖKMEN****October 2017, 100 pages**

Companies need sustainable and profitable growth in the future to ensure their superiority and existence. Companies targeting sustainable profitable growth seek to optimally design capital structures based on strategic, operational and tactical decisions.

The effect of optimal capital structure and capital structure on profitability is the most discussed subject of finance literature in about 60 years. The fact that there are so many factors affecting profitability makes the literature a rich, up-to-date and productive structure. All these studies are valuable resources that can be guide to financial managers' decisions.

In this study, the financial tables of 18 companies operating in the stock exchange Istanbul (BIST) cement sector between 2009-2016 were examined and the effect of capital structure on profitability was investigated. Return on Equity (ROE) and Return on Assets (ROA) are dependent variables; long-term debts and total debts are independent variables, and firm size and non-debt tax shields are used as independent (control) variables. The data were analyzed in econometrics program using the panel data method.

Keywords: Capital structure, financial leverage, profitability.

İÇİNDEKİLER

KAPAK	i
TEZ İMZA SÜRKÜLERİ	ii
ETİK BEYANI	iii
ÖNSÖZ	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
KISALTMALAR	x
TABLolar LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE YAPISI KAVRAMI VE BELİRLEYİCİLERİ	2
1.1. Sermaye Yapısı Kavramı	2
1.2. Sermaye Yapısı Bileşenleri.....	4
1.2.1. Öz Kaynaklar	5
1.2.1.1. Hisse Senetleri	6
1.2.1.2. Oto-finansman Kaynakları.....	7
1.2.1.2.1. Yedek Akçeler (Yedekler)	9
1.2.1.2.2. Amortismanlar	9
1.2.1.2.3. Karşılıklar	10
1.2.1.3. Öz Sermaye İle Finansmanın Üstün ve Sakıncalı Yönleri	10
1.2.2. Yabancı Kaynaklar	12
1.2.2.1. Satıcı (Ticari) Kredileri.....	16
1.2.2.2. Banka Kredileri.....	17
1.2.2.3. Finansman Bonoları ve Tahvilleri	18
1.2.2.4. Finansal Kiralama	20
1.2.2.5. Factoring	20
1.2.2.6. Forfaiting	21

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERMAYE YAPISIYLA İLGİLİ KURAMSAL YAKLAŞIMLAR.....	22
2.1. Net Gelir Yaklaşımı	22
2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	23
2.3. Geleneksel Yaklaşım	23
2.4. Franco Modigliani ve Merton Miller (M-M) Yaklaşımları	24
2.4.1. Modigliani - Miller'in I. Önermesi	25
2.4.2. Modigliani - Miller'in II. Önermesi.....	27
2.4.3. Modigliani- Miller'in III. Önermesi	28
2.5. Dengeleme Teorisi	28
2.6. Bilgi Çarpıklığı (Asimetrik Bilgi) Kavramı.....	30
2.7. Sinyalleme Kavramı	31
2.8. Finansman Hiyerarşisi Teorisi	32
2.9. Piyasa Zamanlaması Teorisi	33

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE FİNANSAL PERFORMANS KRİTERLERİ	34
3.1. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler	34
3.1.1. Genel Ekonomik Faktörler.....	34
3.1.2. Sektör Özellikleri	37
3.1.3. Şirketin Özellikleri.....	38
3.2. Finansal Performans Kriterleri.....	41
3.2.1. Karlılık Performansın Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler	44
3.2.1.1. Öz Sermaye Karlılığı	44
3.2.1.2. Toplam Aktif (Varlık) Karlılığı	45
3.2.1.3. Satışların Karlılığı.....	46

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. SERMAYE YAPISININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR	47
--	-----------

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. VERİLER VE METODOLOJİ	55
5.1. Değişkenlerin Ölçümü	55
5.1.1. Bağımlı Değişkenler	55
5.1.2. Bağımsız Değişkenler	56
5.1.2.1. Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar Oranı.....	56
5.1.2.2. Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar Oranı	56
5.1.2.3. Büyüklük.....	57
5.1.2.4. Borç Dışı Vergi Kalkanı	57
5.2. Model ve Hipotez.....	58
5.3. Model.....	60
5.3.1. Ortak Sabit	61
5.3.2. Sabit Etkiler Modeli.....	61
5.3.3. Rastsal Etkiler Modeli	62

ALTINCI BÖLÜM

6. AMPİRİK ANALİZ: BİST ÇİMENTO SEKTÖRÜ VE BULGULAR	63
6.1. Ampirik Bulgular	64
6.1.1. Uzun Vadeli Yükümlükler (kal1) – Özsermaye Karlılığı (ROE) İlişkisi ...	66
6.1.2. Toplam Yükümlükler (kal2) – Özsermaye Karlılığı (ROE) İlişkisi	69
6.1.3. Uzun Vadeli Yükümlükler (kal1) – Toplam Varlık Karlılığı (ROA) İlişkisi	71
6.1.4. Toplam Yükümlükler (kal2) – Toplam Varlık Karlılığı (ROA) İlişkisi	73

YEDİNCİ BÖLÜM

7. SONUÇ VE ÖNERİLER	76
8. KAYNAKÇA	79
9. EKLER	88
9.1. EK-1: BİST'e Kote Olmuş Çimento Sektöründeki Firmalar.....	88
9.2. EK-2: Etik Kurul Kararı	89

KISALTMALAR

ROE	: Return on Equity – Özsermaye Karlılığı (Net Kar/ Özsermaye)
ROA	: Return on Assets – Varlık(Aktif) Karlılığı (Net Kar/ Toplam Varlık)
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
M-M	: Modigliani – Miller
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
kal1	: Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar
kal2	: Toplam Borçlar/ Toplam Varlıklar
B	: Büyüklük - Varlıkların Doğal Logaritması
VK	: Borç Dışı Vergi Kalkanı - Amortisman / Toplam Varlıklar(Aktifler)



TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.	Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler ve Beklenen İlişki	58
Tablo 2.	Tanımlayıcı İstatistikler	65
Tablo 3.	Uzun Dönemli Yükümlüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi.....	67
Tablo 4.	Uzun Dönemli Yükümlüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli).....	67
Tablo 5.	Uzun Dönemli Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Rastsal Etkiler Modeli).....	68
Tablo 6.	Toplam Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi.....	69
Tablo 7.	Toplam Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli).....	70
Tablo 8.	Toplam Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Rastsal Etkiler Modeli).....	70
Tablo 9.	Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi	71
Tablo 10.	Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli).....	72
Tablo 11.	Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Rastsal Etkiler Modeli).....	72
Tablo 12.	Toplam Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi	74
Tablo 13.	Toplam Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli).....	75
Tablo 14.	Toplam Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Rastsal Etkiler Modeli).....	75

GİRİŞ

Finans yöneticilerininin sorumlu olduğu en önemli kararlardan birisi sermaye yapısı kararlardır. Yöneticiler sermaye yapısı kararlarda özsermaye ve yabancı kaynak (kaldıraç) kullanımını şirketin içerisinde bulunduğu küresel, sektörsel ve firma dinamiklerini referans alarak optimum şekilde oranlamaya çalışır. Sermaye yapısı çıktısı ise şirket değerine katkısı, gelecek dönem yatırım kararları ve karlılık performansına etkisi yönünden, gerek şirket sermaye paydaşları gerekse şirketlere fon tedariki sağlayacak kreditorler için dikkate alınan finansal konulardır. Finans yazınında uzun yıllardır tartışılan optimal sermaye yapısı, minimum sermaye maliyeti ve maksimum fayda getirme hedefindeki bütün çalışmalar değerini yitirmeksizin zenginleşerek günümüze kadar gelmiştir. Yaklaşık 10 senede bir küresel ekonomik darboğazın olduğu global dünyada ise doğru sermaye yapısı kararları şirketler için hedefleri doğrultusunda karlı büyüme ve rakiplerine üstünlük sağlayabilecek birer unsur haline gelmektedir.

Şirketler kendileri için en uygun sermaye yapısı kararlarnını seçerken beklenen risk-getiri oranını en karlı şekilde kurmaya çalışırlar. Bu kararl alınırken, öz kaynak kullanımının hangi yoldan; yani karşılıklar, yedekler, ya da oto finansman kaynağı veyahut hisse senedi arzı gibi dışsal kaynaklarla mı temin edilecek sorusuna yanıt ararlar. Diğer yandan eğer yabancı kaynak kullanımı kararı var ise, kısa vadeli, orta vadeli, uzun vadeli mi kaynak kullanılacak ve bu kaynak kullanım şekli ne olacak sorusuna yine finans yöneticileri iç ve dış kaynaklı tüm faktörleri dikkate alarak nihai kararl alınmasını sağlarlar.

Sermaye yapısının karlılık ilişkisi ülkeden ülkeye, sektörden sektöre ve şirketten şirkete farklılık gösterebilmektedir. Bu çalışmada Borsa İstanbul'da çimento sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenecek ve sermaye yapısı kararlarnının, diğer bir ifade ile yabancı kaynak (finansal kaldıraç) kullanımının şirket karlılık performansına etkisi araştırılacaktır. Çalışma verilerin güncel olması finansal yöneticilerin alacağı kararlarda yönlendirici bir etkiye sahip olacağı öngörülmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE YAPISI KAVRAMI VE BELİRLEYİCİLERİ

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Sermaye kavramı finans bilimi açısından tanımlandığında, bir fayda veya hizmet üretebilmek için gereksinim duyulan gerçek varlıkların edinilebilmesi için, borç veren kişi, kurum veya yatırımcılar tarafından işletmelere sağlanan kaynaktır. (Boldizzoni, 2008, s.14).

Şirketler, gelecekte rakiplerine rekabet üstünlüğü elde etmek ve sürdürülebilir büyüme sağlamak için rekabet stratejileri ve bunlara bağlı tedarik stratejileri geliştirirler. Bu stratejiler çoğu zaman maliyet avantajı sağlayacak, kapasite artışı getirecek makine veya yeni tesis yatırımlarını da beraberinde getirir. Diğer bir ifade ile şirket yönetimi, varlıklarını, operasyonel faaliyetlerini ve yatırımlarını finansal açıdan yönetebilmek için belirli fonlara ihtiyaç vardır. Bu fon ihtiyacının karşılanabilmesi temelde iki ana kaynaktan tedarik edilir: Öz kaynaklar ve yabancı kaynaklar.

Öz kaynaklar elde edilmiş yöntemlerine göre temelde ikiye ayrılmaktadır: İçsel kaynaklar ve dışsal kaynaklar. İçsel kaynaklar, şirketin ihtiyacı olan fon ihtiyacını kendi dağıtılmamış karlar, karşılıklar, yedek akçelerden karşılaması gibi şirketin yıl içerisinde kendi ürettiği gelirlerden sağlanır. Bununla birlikte, şirketler borsada hisse senedi arzı gibi yeni sermaye ortağı bularak dış kaynaklar yolu ile ihtiyacı olan fon tedarikini dış kaynaklardan sağlar. Diğer bir fon sağlama yolu ise şirketin yabancı kaynaklardan borç almasıdır. Yabancı kaynak kullanımında şirketlerin bazıları kısa süreli borç kullanmayı tercih ederken, bazı şirketler orta ve uzun süreli borç kullanabilmektedirler.

İşletmelere yapılan yatırımların tamamen öz kaynaklardan sağlanması genellikle mümkün olamamaktadır. Bu durum finansman açığına sebep olabilmektedir. Finans yöneticileri, yatırımların finansmanın ne kadarının elde edilen karların şirkette alıkonulması ile karşılanacağı ve ortaya çıkan finansman açığının ne oranda bir borç-sermaye karışımından sağlanacağı, iki temel soru ile karşılaşmaktadır. Birinci soru şirketin kar payı politikası ile ilgili iken ve diğer soru borç politikası ile ilgilidir. (Yiğit, 2016, s.10). Bazı şirketlerde ödenmiş sermaye, öz kaynakların ana kalemini oluştururken, bazı şirketlerde ise dağıtılmamış karlar, öz kaynakların büyük bölümünü oluşturabilmektedir.

Şirketlerin sermaye yapısı birçok faktörden doğrudan ve dolaylı yönden etkilenmektedir. Pazardaki şirketlerin sermaye yapıları birbirinden çok farklıdır. Ancak şirketlerin sermaye yapıları genel olarak aşağıdaki kalıplara indirgenebilir. (Akgüç, 2011, s.484).

- i. Yabancı kaynak / öz kaynak oranı dengeli, yabancı kaynaklar içinde kısa süreli göreliler olarak az, buna karışık uzun süreli yabancı kaynakların ağırlığı fazla, öz kaynak içerisinde ödenmiş sermaye oranı yüksek, dağıtılmamış karlar (yedeklerden) göreliler olarak düşük olan sermaye yapısı.
- ii. Yabancı kaynak / öz kaynak oranı dengeli, yabancı kaynaklar ağırlıklı olarak kısa süreli, uzun süreli borç oranı düşük, öz kaynak büyük ölçüde dağıtılmamış karlardan (yedeklerden) oluşmuş, ödenmiş sermayenin öz kaynak içindeki payı az olan sermaye yapısı
- iii. Yabancı kaynak / öz kaynak oranı düşük, yabancı kaynaklar kısa süreli, öz kaynak esas itibariyle dağıtılmamış karlardan oluşan sermaye yapısı.
- iv. Yabancı kaynak /öz kaynak oranı düşük, yabancı kaynaklar uzun süreli, öz kaynak içinde dağıtılmamış karların payı daha fazla olan sermaye yapısı.
- v. Yabancı kaynak / öz kaynak oranı yüksek, yabancı kaynaklar esas itibariyle kısa süreli, öz kaynakların büyük kısmı ödenmiş sermayeden oluşan sermaye yapısı.
- vi. Yabancı kaynak / öz kaynak oranı yüksek, yabancı kaynaklar genellikle kısa süreli, öz kaynak içinde dağıtılmamış karların daha yüksek olduğu sermaye yapısı.

Yukarıdaki her bir versiyon, şirketlerin optimal sermaye yapısına ulaşmak için farklılaşmış öz kaynak ve yabancı kaynak oranlarını nitelemektedir. Şirketler, sermaye yapılarını kurarken, aynı zamanda değişik maliyetlerle de karşılaşacaklardır. Bu maliyetler, Öz sermaye maliyeti ve yabancı kaynak maliyetidir. Katlanılacak öz sermaye maliyeti beklenen getiri oranı ile doğrudan ilişkiyi nitelerken; ödenecek faizler yabancı kaynak maliyeti ile ilgilidir. Genelde şirketlerin öz sermaye maliyeti, ortaklar şirketle ilgili riskleri taşıdıkları için yabancı sermayeden sağlanan fon maliyetinden daha yüksek oranda tedarik edilmektedir. Bu sebeple, şirketler sermaye yapılarını oluştururken iç kaynak ve dış kaynak yolu ile sağlanan sermaye maliyetlerini kabul etmek zorunda kalmaktadırlar. (Büker ve Aşıkoğlu, 1991; Solomon, 1983) Sermaye maliyetini minimize edip, şirketin piyasa değerini maksimize eden optimal sermaye

yapısı ne olmalıdır sorusu; finans literatürünün temel sorularından biri olmuş ve Modigliani ve Miller ile birlikte yaklaşık 60 yıldır, bu soruya yanıtlar daha yoğun ve disiplinli bir şekilde aranılarak günümüze kadar gelinmiştir.

Sermaye yapısının bileşenleri ve sermaye yapısını etkileyen unsurları gelecek bölümlerde ele alınacaktır.

1.2. Sermaye Yapısı Bileşenleri

Şirketler gereksinim duydukları fonları borçlanma ve öz kaynaklardan karşılarlar. İhtiyaç duyulan sermaye yeni ortaklıklar yaparak tedarik ediliyorsa, buna “öz kaynak finansmanı” denir. Şirket borçlanarak kaynak sağlama yolunu izlerse, buna da “borç finansmanı” denir. Öz kaynak finansmanı, hisse senedi satışı ve elde edilen net kârın şirkette alıkonulması yani dağıtılmayan karlar ile sağlanabilirken, borç finansmanı ise, banka kredisi, tahvil ihracı, vb ile üçüncü kişilerden sağlanmaktadır. Kaynakları tedarik etme yolları, tamamen şirket yönetiminin kendi inisiyatifleri doğrultusunda, şirket operasyonel, taktiksel ve stratejik hedefleri ile ilişkili, operasyonel faaliyetleri ve gelecek dönem yatırımlarını da kapsayacak nitelikte tercih edilerek belirlenmektedir. Geleneksel yönetim anlayışındaki şirketler daha çok kendi parası ile finansmanı tercih etme yolunu tutarken; daha liberal, riski almayı avantaja çevirmeyi düşünen şirketler borçlanma yoluyla kaynak edinme tercihinde giderler. (Seyhan, 2010, s.8)

Şirketler sermaye yapıları içerisindeki dönen varlıklarını kısa dönemli finansman kaynak temini ile yönetirken, duran varlıklarını uzun dönemli finansman kaynaklarıyla finanse etmektedirler. Uzun dönemli yabancı kaynakların önemlileri ve en çok tercih edilenleri uzun süreli banka kredileri, tahvil ihracı, kiralama'dır. Şirketler fonlarını sermaye pazarlarından kreditorlerden, bankalardan sağlamaktadırlar. Yabancı kaynak finansmanın kolay ve düşük maliyetlerle bulunabilirliği bir ülkenin ekonomik gelişimi ve iktisadi kalkınması, mali piyasalar ile ekonominin reel kesiminin sağlıklı çalışmasına eş zamanda ve aynı ölçülerde gelişmesine doğrudan bağlıdır. Güvenilir sermaye piyasalarının reel sektöre ödünç vermesini sağlayarak, yeni pazarların oluşumu, sektördeki şirketlerin büyümeleri ve kârlılıkları için doğru yatırımlarında en uygun finansman kaynağını seçmelerine ve bu fonları etkin, verimli kullanmalarına bağlıdır (Baron ve Lynch, 1989, s.326-327).

1.2.1. Öz Kaynaklar

Öz kaynaklar, şirketlerin gerek yatırım gerekse işletme dönemlerinde şirket sahip ve ortaklarının kendi varlıklarından çıkarıp şirkete koymuş olduğu kaynaklarla, şirketin faaliyeti sonucu oluşmuş ve şirkette bırakılmış karların toplamından oluşmaktadır. (Tecer, 1980, s.31)

Bir işletmenin operasyonel faaliyetini sürdürmekte iken belirli veya belirsiz sebeplerle kısa ve/veya uzun dönemli bir harcamaya ait sağlanacak fon ihtiyacı için ilk akla gelebilecek finansman kaynağı, işletmenin ve ortakların kendi öz kaynakları yani öz sermayeleridir (Sarıaslan ve Erol, 2008, s.99).

Öz kaynak temini temelde iki farklı yolla olmaktadır. Birinci yol, şirket faaliyetleri sonucu elde edilen karların dağıtılmayarak şirkette bırakılması şeklinde öz kaynak temini olup, oto finansman kaynağı olarak da ifade edilmektedir. Bu tür kaynaklar şirket içinde yaratılan kaynaklardır. Oto finansman kaynakları genel olarak; sermaye ve kar yedekleri, amortismanlar ve karşılıklardan oluşmaktadır. (Özdemir, 1997, s.301) İkinci yol ise; şirket sahip ve ortakların gerek şirketin kuruluş aşamasında gerekse daha sonra yapılacak sermaye artırımını şeklinde şirkete sağladığı fonlardır. Bu tür öz kaynaklar genel olarak hisse senetleri ile temsil edilmektedir (Büker vd. 1994, s.99).

İşletmelerin ekonomik olarak kalkınması, hızlı şekilde büyümesi, yeni yatırımlara yelken açması, şirketin yakın gelecekte son haddine kadar borçlanacağını ve bu nedenle daha fazla özsermayeye ihtiyaç duyacağı anlamına gelir. Genç şirketlerdeki öz sermaye yatırımı, *risk sermayesi* olarak da ifade edilebilir. Risk sermayesi, daha önceden denenmiş şirketlerde bir parça risk almak isteyen finansal kurumlar veya varlıklı bireysel yatırımcılar tarafından sağlanır. Risk sermayesi sağlayanlar, halka açılacak yeterli büyüklüğe ulaşmaya kadar büyüyen şirketlere mali destek sağlayarak yardımcı olur. Daha geniş bir sermaye kaynağına ulaşmanın vakti geldiğinde hisse senetlerinin ilk halka arzı yapılır. Finansal açıklarını kapatmak isteyen ve yeni yatırım için ihtiyacı olan gerekli fonu belirli zamanlarda yeniden halka arzlar yaparak tedarik yolunu seçerler (Yiğit, 2016, s.32).

Şirketlerin öz kaynakları ve öz sermayesi işletmenin kuruluş döneminde ve faaliyet dönemi boyunca şirket sahip ve hissedarlarının sağladığı kaynaklar fon kaynağı olarak da ifade edilebilir. Öz sermaye ihtiyacı, kuruluştan sonra yeni ortaklar alarak ve/veya hisse senedi çıkarılarak karşılanabileceği gibi, faaliyet dönemi sonrası sağlanan

karların dağıtılmadan, şirkete finansman kaynağı olarak kullanılıp bu ihtiyaç karşılanabilir. Sürekli bir kaynak niteliğinde olan öz sermaye tabanına dayanmayan bir şirket faaliyetlerini sürekli idame ettirmekte ve yeni yatırımlar yapmada zorlanacağı gibi, maliyet avantajı ne kadar uygun olursa olsun, bir şirket salt yabancı kaynaklarla borçlanıp kuruluş ve faaliyetlerini devam ettirebilmesi genellikle imkansızdır. (Yiğit, 2016; Kuğu, 2011). Şirketin öz kaynağı, borçlanma yolu ile gelen riski, güvence altına alılabilecek temel kaynaktır. Öz kaynağın güçlü oluşu şirketin hisse yolu ile veya yabancı kaynak ile kredi imkanı sağlayacak kişi ve kurumlar için yine bir teminat göstergesidir. Quiry, Dallochio ve arkadaşları (2005), bir şirketin öz kaynağını şirketin, *garanti kapitali* olarak adlandırırlar.

1.2.1.1. Hisse Senetleri

Sürdürülebilir ve stratejik finansal hedeflerle yönetilen şirketler, pazardaki payını sürekli hale getirebilmek için belirli riskleri de kabul ederek büyümek zorundadırlar. Öz kaynak ile fon ihtiyacı karşılayarak büyümeyi hedefleyen şirketlerin dışa açılmada genellikle tercih ettiği ilk yol bireysel veya kurumsal yatırımcılara şirketten pay senedi satarak sermayeye ortaklık gerçekleştirmektir. Yeni yatırımlar ile yeterli büyüklüğe ulaşan şirketler daha da geniş bir sermayeye ulaşmak için önemli kaynaklardan birisi olan hisse senedi arzı ile yasal şekillere uygun olarak halka açılırlar.

“Hisse senetleri, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında pay senedi çıkarılabilen sermaye ortaklarının yasal şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayenin belli bir payını temsil eden ve hisse sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan kıymetli evrak niteliğine sahip menkul kıymetlerdir.” (Tükenmez, 1998; Terim, 2009).

Hisse senetleri belirli defter değeri ile çıkarılmaktadır. Şirketin muhasebe kayıtlarında ve bilançosunda bu defter değeri üzerinden işlem görmektedir ve beyan edilmektedir. Sermaye ortaklarının yönetimdeki söz ve oy hakkı, sahip oldukları pay ile doğru orantılıdır. (Tecer, 1980; Terim, 2009).

Arz edilen hisse senetleri ile öz kaynak temini aşağıdaki yollarla olabilmektedir:

- i. “Hisse senetlerinin primli satış fiyatıyla arz edilmesi: Hisse senedi piyasa fiyatının, nominal değerinden fazla olması durumunda, ortaklık için daha az senet ihraç ederek daha fazla fon sağlama imkanı doğmaktadır.” (Yenice, 2001,

- s.43) “Şirkete daha az senet ihraç edebilecektir. Sermaye artırımından dolayı meydana gelen hisse başına gelir üzerindeki etki daha az olacaktır.” (Yurttadur, 2010, s.148)
- ii. “Ortakların Rüçhan Hakları Saklı Tutularak Hisse Senedi İhracı: Hisse senetlerinin piyasa fiyatının altında bir fiyatla satılması şeklindedir. Ortakların rüçhan hakkına bir sınırlama getirmediği için ortakların tepkilerini azaltacaktır. Bu da sermaye artırımının istenilen düzeyde yapılmasını sağlar.” (Yurttadur, 2010, s.148)
- iii. “Ortakların Hakları Sınırlanarak Hisse Senedi İhracı: Ortakların rüçhan haklarının sınırlandırılması söz konusudur. Şirketin ortak yapısının, hedef olarak alınan ortak yapısından farklı olduğu durumlarda, bu yapıyı değiştirmek için kullanılan bir yöntemdir. “(Yurttadur, 2010, s.148)

Yatırımcılar kar beklentisi ile hisse senedi satın alırlar, ancak bu beklenti her zaman gerçekleşmeyebilir. Ayrıca şirketin tasfiye durumunda bir öncelik hakkı söz konusu değildir. Sermaye ortaklığı ile şirketin dönem sonunda kâr ettiği ve genel kurulca alınan kâr dağıtım politikası gereği hisse senedi sahipleri kar payı alabilirler (Akgüç, 2011, s.760) Şirketler bazı dönemlerde finansal açıklıklarını kapatmak için yeniden hisse senedi arzı yapabilmektedirler.

Hisse senetleri arzı ile borcun risk faktörünü almaksızın ihtiyaç olan sermaye temin edilirken, şirket için de belirli bir zorunluluk ve sahip olunan hakların bir bölümünden feragat etmeyi beraberinde getirmektedir. Şirketler, hisse arzı ile borcun risk faktörünü almamasına karşın, finansal kaldıraç etkisinden yararlanmama tercihini kabul etmiş olmaktadır.

Hisse senetleri; *Hamiline ve Nam'a Yazılı Hisse Senetleri*, *Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri*, *Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri* olarak usul ve esasları farklı şekillerde sınıflandırılabilirler. (Terim, 2009, s.8)

1.2.1.2. Oto-finansman Kaynakları

Şirketin faaliyetleri sonucu dönem sonunda elde edilen karların, sermaye ortaklarına dağıtılmadan, işletme bünyesinde tutularak yeni yatırımlarda fon olarak kullanılması oto-finansman olarak tanımlanmaktadır. (Bolak, 1998, s.252).

Başka bir deyişle, şirket yeni faaliyet döneminde fon ihtiyacını, dış kaynaklardan temin etmek yerine, edinilmiş karların dağıtılmaması yoluyla, şirket kasasına nakit girişi sağlayarak bu fon ihtiyacını karşılamış olacaktır.

Oto finansman, şirketler tarafından açık ve gizli olarak iki yolla kaynak sağlanabilir.

Açık oto finansman, dönem sonu elde edilen karın dağıtılmayıp, bireysel işletmelerde ve şahıs şirketlerinde sermaye hesaplarına alacak kaydedilerek ya da yedek akçe hesabına geçirilerek tutulması sonucunda oluşmaktadır. (Yenice, 2001, s.51).

Gizli oto finansman işletmede yedek akçe oluşturulması yoluyla yapılır. Şirket kar elde etmiş ise, ayırdığı karşılık tutarınca, vergi öncesi karda azalma olur ve bu azalma da vergi matrahını düşürür. (Büker vd. 1994, s.27). Gizli oto-f finansman, ticari kârın tespitinden önce, faaliyetler sonunda elde edilmiş olan gelirlerin, şirket dışına çıkmasını önleyici tedbirler olarak, ticari karın daha düşük hesaplanmasının sağlanmasıdır. (Gücenme, 2001, s.43). Ancak günümüzde, güncel yasal düzenlemelerde, yedek akçelerin karı düşüren etkisi ortadan kalkmıştır.

Şirketlerin fon ihtiyaçlarını sağlamak için oto finansman kaynakları büyük önem arz etmektedir. Günümüzdeki şirketler, finansman gereksinimlerinin büyük bir kısmını oto finansman yoluyla sağlamaktadırlar. Bu finansman yoluyla şirketler kendi bağımsız kararlar alması kolaylaşmakta ve artmaktadır. Bununla birlikte, kreditorlerden ödünç fon gereksiniminde oto finansman yoluyla sağlanan gelirler referans olarak gösterilebilmektedir. (Ceylan, 2003, s.180)

Oto finansman yönetiminde alınan bazı kararların olumsuz geri dönüşleri olabilmektedir. Özellikle halka açılmış bazı şirketler faaliyet dönemleri sonunda elde edilen kar paylarının dağıtılmaması ile hissedarlar nezdinde güven kaybı ve hisselerin değer kaybetmesine sebep olabilmektedir. Kar payı dağıtılmaması uzun bir dönem sürecekle olursa, hissedarların kazan-kazan ilkesi ile satın almış oldukları hisselerin satışa başlamasına doğru gidebilir. Bu durum şirketlerin istikrarını zedelemeye sebep olurken kısa ve orta sürede geri dönüşü olmayan kayıplarla sonuçlanabilir.

Oto-f finansman kaynaklarını *yedek akçeler, amortismanlar ve karşılıklar* ana başlıkları altında incelemek mümkündür.

1.2.1.2.1. Yedek Akçeler (Yedekler)

Şirketler faaliyet dönemi sonunda edinilen karlardan, gelecekte karşılaşılabilecekleri güçlükleri, öngörülemeyen giderleri önlemek amacıyla ayrılan bölümlere yedek akçe denilmektedir. Yedek akçeler, öz kaynakları kuvvetlendirmek, işletmenin sürekliliğini ve büyümesini sağlamak, enflasyon ortamında görüntü karların dağılmasını, böylece sermayenin azalmasını engelleyerek şirket ortakları ile alacaklıların haklarının korunmasını tahsis etmek ve işletmenin faaliyetleri sonucu öz kaynaklarda meydana gelebilecek azalışları karşılayabilmek amacıyla net karın şirkette alıkonan bölümüdür. (Tenker, 1997, s.242)

- i. Sermaye Yedekleri: “Sermaye hareketleri nedeniyle ortaya çıkan ve işletmede bırakılan tutarlardır. Bunlar; hisse senedi ihraç primi (emisyon primi), hisse senedi iptal karları, maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları, iştirakler yeniden değerlendirme artışları borsada oluşan değer artışlarıdır.“ (Yurttadur, 2010, s.78)
- ii. Kar yedekleri, şirket faaliyetleri devam ettirilirken ayrılan sermaye yedeklerinden farklı bir biçimde, şirketin kar elde ettiği dönemlerde kardan ayrılan yedeklerdir. Kar yedekleri zorunlu, ihtiyari ve statü kar yedekleri olmak üzere üçe ayrılmaktadır.(Sevilengül, 2000, s.514)

1.2.1.2.2. Amortismanlar

Amortisman, yıllar içerisinde varlıklardaki aşınmadan kaynaklanan değer kaybının parasal karşılığının mali kayıtlara girmesi olarak tanımlanabileceği gibi duran varlığın elde edilmesi için yapılan giderlerin, ilgili duran varlıktan yararlanma süresine bölünmesi olarak da tanımlanabilir. (Kartal ve Atay, 2009, s.264).

Amortisman, birçok alanda farklı anlamlara gelebilmektedir. Finansal anlamda amortisman, duran varlıklara yatırılmış olan sermayenin tekrar geri dönmesi işlemidir. İktisadi anlamda amortisman, verimli kapasitenin sürekliliğini sağlama işlemidir. Muhasebe ve maliyette kullanılan anlamıyla amortisman, kullanılan duran varlıkların kullanımlarından ya da diğer nedenlerden dolayı meydana gelen değer azalışlarının maliyetlere geçirilmesi işlemidir (Sürmen, 2011, s.242).

Vergiler hesaplanırken amortismanlar şirketin gideri olarak gösterebileceğinden, vergi tasarrufu sağlarlar ve ödenecek vergi tutarını azaltır. Ek olarak, amortismanlar

dönem sonunda elde edilen karın dağıtımını sırasında, gider olarak gösterildiğinden dağıtılacak karı azaltırlar. Bu sayede işletme içinde kalan kar getirisi serbestçe kullanabileceği için, amortisman aracılığıyla işleyen bir oto finansman merkezi oluşturulmuş olur. (Büyüktortop, 2007, s.37).

1.2.1.2.3. Karşılıklar

Şirketler, sermaye yapısının sağlamlaştırılması, likiditenin güçlendirilmesi, dönem karının ya da zararının doğru belirlenemediği veya deftere gider olarak kaydedilen ancak ödeme tarihi ile ilgili zamanın netlik kazanmadığı durumlarda karşılık ayırırlar. Karşılıklar, bir nevi şirket içinde oluşturulan belirsiz borçlardır. (Akdoğan, 2006, s.117) “Karşılık ayırmak için belli bir hukuki yükümlülüğün varlığı gerekmez. Bu konuda kuvvetli bir olasılığın varlığı, karşılık ayrılmasını haklı kılan bir neden olabilir.” (Ceylan, 2003; Yurttadur, 2010). Öz kaynak oluşturma yöntemlerinden birisi olan karşılık ayırma, önemli bir oto finansman kaynağıdır.

1.2.1.3. Öz Sermaye İle Finansmanın Üstün ve Sakıncalı Yönleri

Öz sermaye ile finansmanın üstünlük gösteren yönleri aşağıda özetlenmeye çalışılmıştır (Akgüç, 2011, s.753):

- i. Öz sermaye ile finansman şirket sabit bir yük getirmez. Şirket, kâr sağladığı takdirde, yönetim aldığı kararlarla kar payı dağıtır. Şirketin, kar payı dağıtma konusunda, özel durumlar dışında, yasal bir yükümlülüğü bulunmaz.
- ii. Öz sermayenin belirli bir vadesi yoktur. Şirket için sürekli bir kaynak niteliğindedir.
- iii. Öz sermaye şirketin olası zararlarına karşı bir güvenli liman görevi gördüğünden, öz sermayenin artışı, şirketin kreditorler nezdinde değerini yükselterek, ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.
- iv. Bazı dönemlerde şirket için pay (hisse) senedi satarak kaynak temin edilmesi, yabancı kaynak sağlanmasına kıyasen daha elverişlidir. Pay senetleri tahvillere oranla daha yüksek oranda (kar payı ve değer artışı şeklinde) bir gelir sağlarken, aynı zamanda enflasyona karşı da daha iyi koruyucu özelliği ile ortaya çıkmakta ve yatırımcılar açısından daha avantajlı olarak algılanabilmektedir.

- v. Özsermaye ile finansmanın, ülkemize özgü bir üstünlüğü bulunmaktadır. Şirketlerin yapacakları yeni yatırımlarda, yatırımın belirli bir oranda öz sermaye ile finansmanın sağlanması teşvik tedbirlerinden yararlanabilmeye imkan sağlayabilmektedir.

Öz sermaye ile finansmanın sakıncalı yönleri özetlenmeye çalışılmıştır (Akgüç, 2011, s.754):

- i. Yeni pay senedi çıkarılması yoluyla öz sermayenin artırılması durumunda şirkete yeni ortakların girmesi, kontrol yetkisinin paylaşılması ve yeni ortakların yönetimde söz hakkına sahip olması sonucunu doğurur.
- ii. Yeni pay senedi çıkarılması veya yeni sermaye ortaklıkları ile şirketin gelirinin sayısı artan şirket sahipleri arasında bölünmesine ve mevcut ortakların gelirinin düşmesine yol açabilir. Hâlbuki borçlanma yolu ile fon tedariki, şirkete nispeten ucuz ve sabit kaynaklardan yararlanma imkanı verebilmektedir.
- iii. Yeni pay senedi çıkarılmasının gerektirdiği giderler, genelde tahvil çıkarılmasının gerektirdiği giderlerden daha fazla tutardadır. Tasarruf sahipleri açısından hisse senetlerine yatırım tahvillere yapılacak yatırımlardan daha riskli görüldüğünden, bir yatırım bankası aracılığıyla pay senedi ihraç edildiği durumda, yatırım bankalarının alacakları komisyon bu riski de karşılayacak ölçüde daha yüksek tutarda olmaktadır.
- iv. Bazı hallerde pay senetleri için pazar, tahvil çıkarılmasına kıyasla daha dar olabilir. Tasarrufçu kuruluşlar, hayat sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları, tasarruf bankaları ellerinde biriken fonları riski az geliri daha istikrarlı olan tahvillere yatırmayı tercih edebilirler. Bu kuruluşların portföyünde tahviller pay senetlerine kıyasla çok daha önemli yer tutar. Elleri büyük fonlar toplanan kurumların tahvil almayı seçmeleri, pay senetlerinin pazarını kısıtlayabilir.
- v. Şirket açısından öz sermaye maliyeti, genellikle yabancı kaynak maliyetine kıyaslandığında daha yüksektir. Bir şirkete sermaye ortağı olanlar, katlandıkları riskin daha yüksek olması sebebiyle yatırımlarına karşı, riski de karşılayacak oranda bir kar beklentisine girerler. Bu temel neden, öz sermaye maliyetinin, yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olması sonucunu doğurur. Ancak yukarıdan öz sermaye ile finansmanın üstünlükleri belirtildiği gibi, bazı

koşullarda öz sermaye maliyeti, yabancı kaynak maliyetinden daha düşük olabilmektedir.

- vi. Öz sermaye ile finansmanın çok tekrarlanan bir sakıncası da öz sermayeye ödenen kar payının vergi açısından gider yazılamamasıdır. Öz sermaye ile finansmanın yatırım indirimi istisnasından yararlanma açısından üstünlüğü de kaldırıldığından, ülkemizde öz sermaye ile finansmanın yatırımlar için finansman fonu ayrılması dışında, vergi yönünden avantajı bulunmamaktadır.

1.2.2. Yabancı Kaynaklar

Şirketler yeni makine&teçhizat satın alımında, yeni tesis yatırımında, yeni bir pazara girme planında veya faaliyetlerini idame ettirebilmek için fon ihtiyacı oluşmaktadır. Şirketler, öncelikle gerekli fon tedarikini öz kaynaklarla, diğer bir ifade ile oto finansman ve pay senedi arzı ile karşılamaya çalışırlar. Ancak öz kaynakların yetersiz veya daha maliyetli olduğu durumlarda, dış kaynak kullanımını yani borçlanma yolu ile fon tedarik etmeyi tercih ederler.

Genel anlamda borç, ihtiyaçların karşılanabilmesi için başkasından alınan bir miktar paranın (anapara) sözleşme ile belirlenmiş bir dönem (vade) sonunda faizi ile birlikte geri ödenmesini taahhüt eden ya da belirlenen dönem süresince belirli aralıklarla bir dizi faiz ödemesi ile birlikte dönem sonunda geri ödenmesini gerekli kılan bir yükümlülüktür. (Sarıaslan ve Erol, 2008, s.116).

Yabancı kaynaklar, geri ödeme süreleri referans alınarak oluşturulan, kısa - orta - uzun vadeli olmak üzere üç ana başlıkta incelenebilir.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar: Kısa vadeli finansman kaynakları, şirketin bir faaliyet dönemi içerisinde (genellikle bu süre yıldır) geri ödemek yükümlülüğü altında bulunduğu yabancı kaynakları şeklinde tanımlanabilir. Farklı bir ifade ile, firmanın vadeleri bir yıl veya daha kısa olan yabancı kaynakları, kısa süreli finansman kaynakları olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 2011, s.525).

“Finans yöneticisi, dönen varlıklara yapacağı yatırımı planladıktan sonra, işletmenin kaynaklarını ayarlamaya çalışmalıdır. İşletmenin sermaye yapısı içindeki optimum borç / özsermaye oranını belirledikten sonra, finans yöneticisi finansman kaynaklarının en uygun bileşimine karar vermek durumundadır. (Yükçü vd., 1999; Ünal, 2013).

Kısa vadeli fonlar, genellikle dönen varlıkların finansmanı için kullanılır. Ancak, günümüzde birçok şirket, kısa vadeli kaynakları sabit varlıkların finansmanı için de devamlı olarak kullanmaya çalışmaktadır. Kuşkusuz, bu tür bir uygulamanın şirketler için birçok olası mali tehlikeyi de beraberinde getirebilmektedir. Şirketlerin kullanacakları fon tutarını birçok faktör etkilemektedir. Eğer, işletmelerin toplam varlıklarının önemli bir bölümünü dönen varlık oluşturuyorsa, işletmenin kullanacağı kısa vadeli fonlar da artış gösterecektir. Diğer yandan, sezonsal değişimler, işletme varlıklarının yapısı, kaynakların maliyeti, ekonomik koşullar, başka seçeneklerin yokluğu ve benzeri faktörler kısa vadeli fon kaynaklarının tutarını belirlemektedir. (Ceylan, 2001; Geçili, 2014).

Finans yöneticilerinin kısa vadeli finansman kaynağı seçiminde önemle dikkat etmesi gereken noktaları genel hatları ile paylaşılmaya çalışılmıştır. (Tükenmez, 1999, s.Terim, 2009):

- *Maliyet:* Finans yöneticilerinin ana sorumluluklarından birisi, finansman maliyetini minimize etmeye çalışmaktır.
- *Kredi Derecelendirmesine Olan Etkisi:* Şirketler kredi derecelendirmesini etkileyen faktörlerin kendi aralarında etkinliği de farklı olmaktadır. Kredi derecelemesinde düşük puana neden olan faktörlerin etkisiyle, firmanın kredi temin etmesi zorlaşabilmekte ve bu durumda finansmanın maliyetini yükselebilmektedir.
- *Güvenilirlik:* Şirketlerin ihtiyaç duydukları fonlardan daha güvenilir olanları, ihtiyaç halinde daha kolay temin edilebilen fonlar olarak belirtilebilmektedir.
- *Sınırlamalar:* Kredi veren bazı kuruluşlar diğerlerine göre, kar payı, yönetim ve sermaye payı gibi konularda sınırlandırma getirebilmektedirler.
- *Esneklik:* Şirketlerin ihtiyaç duyduğu kaynaklar arasında daha esnek olanlar, firmalara sağlanan fon miktarını kolayca artırıp, azaltma imkanına sahiptir.

Orta Vadeli Yabancı Kaynaklar: “Türkiye’deki uygulamaları en fazla sekiz yıla kadar olan krediler orta vadeli olarak nitelendirilmektedir. Bu tip krediler, kredi açılırken hazırlanmış itfa planında belirlenen periyodik taksit tutarları (anapara ve faiz dahil) eşit olabileceği gibi, kredi alan firmanın gelecek yıllarda yaratacağı fon tutarına paralel şekilde farklı da olabilmektedir” (Yükçü vd., 1999; Terim, 2009).

Orta vadeli fonlar, genellikle anlaşmaya göre belirli bir süre ödemesiz dönemden sonra, üç ay, altı ay veya yıllık taksitler halinde geri ödeme yapılır. Kısa vadeli fonlar, genellikle şirketlerin sezonsal veya geçici ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılırken, orta vadeli fonlar, devamlılık taşıyan fon gereksinimleri, bazı duran varlık yatırımlarını finanse etmek için kullanılır. Kiralamayla sağlanan fonlar, orta vadeli kredilerin içinde düşünülmektedir (Ceylan, 2001, s.163).

Orta vadeli fon tedariki sağlamada, gereksinim duyulan sürenin uyumlu olması, özellikle küçük ve orta büyüklükte şirketlerin fon temininde rahat ulaşılabilir olması büyük önem arz etmektedir. Fon maliyetinin, öz sermaye maliyetinden genellikle daha düşük olması sebebiyle maliyet avantajı sağlaması ve sermaye piyasasına başvurmayı gerektiren tahvil ve hisse senedi arzı alternatiflerine kıyasla formalitelerde daha yalın ve basit olması tercih edilmesinin yine çok önemlidir. Finansal kaldıraçtan yararlanma olanağı sunması ve geri ödemelerinin periyodik taksitler halinde ödenebilmesi gibi diğer avantajları söz konusudur. (Terim, 2009, s.29)

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar: Genelde şirketin kuruluş döneminde ve büyük yatırımların yapılacağı dönemlerde, finansman ihtiyacını karşılamak üzere şirketler yabancı kaynaklara başvururlar. Ayrım ve tanımlamalar farklılık göstermekle birlikte en az 1 yıl, en fazla 8 yıla kadar vadeye sahip yabancı kaynaklar orta vadeli, 8 yıldan daha uzun vadeye sahip olan yabancı kaynaklar uzun vadeli olarak nitelendirilir. (Yiğit, 2016, s.11).

Küçük ve orta büyüklükte olan işletmeler ve kuruluşunun ilk dönemlerinde olan şirketler için finansman teminini hisse/pay senedi veya tahvil ihracı yoluyla sağlamaya çalışmak hem zor hem de yüksek maliyetli bir yöntemdir. Yeni kurulan bir şirket henüz pazarda yeterince tanınmamıştır. Bu durum hisse/pay senedi veya tahvil ihraç maliyetlerini yükseltecek ve finans yöneticileri alternatif yollardan en uygun maliyetli seçenekler üzerine, genelde orta ve uzun vadeli kredilere yöneleceklerdir (Tecer, 1980, s.27).

Şirketler orta vadeli kredilerini, genellikle ticari bankalar yoluyla karşılar ve uzun vadeli kredi ihtiyaçlarını temin etme yolunda, bu amaçla kurulmuş olan kalkınma bankaları yoluyla sağlamaktadırlar. (Akgüç, 2011, s.638).

Yabancı kaynakla finansmanın üstünlük ve sakıncalı yönleri aşağıdakiler gibi sıralanabilir (Geçili, 2014, s.20) :

- Yabancı kaynağın şirkete maliyeti özellikle sabit faiz borçlanıldığında belirli ve sınırlıdır. Borç verenlerin, firma çok karlı olsa dahi firmanın başarısına, kârına, iştirak etme hakları bulunmamaktadır.
- Borçla finansmanın sermayeye olan birim maliyeti, belirli ve sınırlı oluşunun yanı sıra genellikle öz sermaye ile finansmana nazaran daha düşüktür.
- Faiz giderlerinin vergi matrahından indirilebilmesi olanağı bir vergi avantajı sağlamaktadır.
- Kredi sözleşmesine konulacak şartlarla, borçla finansman esnek bir özellik alabilmektedir.
- Yabancı kaynakla fon tedariki, şirketin satış ve karlarında dalgalanma gösterdiği dönemlerde büyük risk taşıyabilir. Şirketin borçlarının vadesinde ödeme gücüne sahip olmaması, varlığını tehlikeye düşürebilir ve prestij kaybına sebep olabilir.
- Yabancı kaynak, süresi ne olursa olsun sözleşmede belirlenen bir tarihte geri ödenecektir. Bu nedenle finans yöneticileri, borçların zamanında ödenmesine imkan verecek fonların sağlanması için gerekli önlemleri almakla sorumludurlar.
- Uzun süreli yabancı kaynaklar, şirketi uzun süreli yükümlülük altına aldığı için risk taşır, bu risk borç alınırken yapılan tahmin ve planların, öngörülen şartların değişmesi sonucu gerçekleşmemesinden dolayı ortaya çıkar. Koşulların şirketin aleyhine değişmesi durumunda borç fark etmez, şirket açısından dezavantaj bir hal alabileceği gibi, koşullarda ilk tahminlere kıyasla pozitif bir gelişmenin sonucunda borçlanma çok avantajlı bir hale de dönüşebilir.
- Orta ve uzun süreli kredilerde kreditorler, kredi sözleşmelerine bağlayıcı, şirket yöneticilerinin hareket serbestliğini kısıtlayan maddeler koyabilmektedirler. Bu gibi durumlarda şirket, uzun vadeli kredi almakla, kısa vadeli kredileri hatta sermaye artırımına kıyasla çok daha kısıtlayıcı koşulların baskısı altına girmiş olabilmektedir. (Terim, 2009; Geçili, 2014).

Şirketler finansman ihtiyaçlarını yabancı kaynak yoluyla karşılarken, satıcı kredileri, banka kredileri, finansman bonoları ve tahvilleri, finansal kiralama, factoring, forfaiting gibi başlıca alternatifleri tercih etmektedirler.

1.2.2.1. Satıcı (Ticari) Kredileri

Şirketler ihtiyacı olan mal ve hizmetleri temin ederken, şirketin ekonomik durumu, pazarın yapısı ve dinamikleri, satın alınmak istenen malın türüne göre farklılık göstermesi ödeme türünün şekillenmesini sağlayan başlıca etmenlerdir. Satın alan ve satıcı ile mutabık kalınan anlaşma gereği peşin veya kredi yoluyla da istenilen mal tedarik edilebilir.

“Saticı(ticari) krediler, satıcının alıcıya malın satılması sebebi ve amacıyla verdiği kredidir. Satıcının alıcıya verdiği borç para veya tüketici kredisi, satıcı(ticari) kredi kavramıyla ifade edilmez. Ancak ticari bir işlem sonunda meydana gelen borçlar, satıcı(ticari) kredilerdir.” (Hatipoğlu, 1995, s.103)

Satıcı krediler, yaygın kullanımda olan kredi türlerinden olup, yoğunlukla kısa ve orta vadeli olarak tercih edilen kredilerdir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde genellikle mal veya hizmet satın alan şirketler, satın aldığı mal veya hizmeti tedarik ettikleri anda ödeme yapmak zorunda değildir. Ödemeler kısa bir vade sonunda yapılır, bu ise satıcı firmanın alıcı şirkete sağlamış olduğu kredi olanağı ile gerçekleşir. (Horne, 1982 ; Akın, 2004)

Kredili mal veya hizmet satın alınması, satıcıların şirkete vadeli kredi kullandırması olarak ifade edilebilir. Satıcı tarafından tanımlanan vade temin eden şirketi ekonomik açıdan desteklemekte, şirketin gereksinim duyacağı sermaye tutarını azaltabilmektedir. Satıcı kredilerdeki vadenin uzun olması, alıcı firmaya finansal esneklik, likiditede rahatlatma yaratacağından, alıcı firma tarafından istenilen bir durumdur. Ancak vade uzunluğu üzerinde etkili olan bir takım faktörler, vadenin uzamasına veya daha kısa süreli olmasına sebep olabilmektedir. (Geçili, 2014, s.21)

Ticari krediler avantajlı olan yönlerini aşağıdaki maddeler ile sıralanabilir:

- Temin edilmesi kolaydır,
- Esnektirler,
- Formalite azdır.
- Maliyet düşüklüğü,
- Yenilenme ve vadelerde süre uzatım imkanı kolaydır. (Irk, 2012 ; Geçili, 2014)

Şirketler satıcı kredi kullanımında dikkat etmesi gereken bazı durumlar bulunmaktadır. Nakit iskontosundan vazgeçmenin maliyetinden dolayı alternatif

kaynaklara kıyasla maliyeti artabileceği gibi, diğer yandan temin edilebilir bir kaynak olmasından dolayı aşırı kullanımı gerçekleşebilir. Bu tür kaynakların aşırı derece kullanımı, gelecekte yönetilmesi zor ve gereksiz ek maliyetlere sebep olabilecektir. (Akgüç, 2011, s.533)

1.2.2.2. Banka Kredileri

Firmalar ihtiyaç duydukları finansman tedarikini bankalardan alınan kredi yoluyla da sağlayabilmektedirler. Bu krediler sahip olduğu süre uzunluğuna göre kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli banka kredileri olarak sınıflandırılır. Kısa vadeli banka kredileri işletmenin gereksinim duyduğu çalışma sermayesi için şirketler için çokça başvurulan seçeneklerdendir. Şirketler, duran varlıklara yapacağı yatırım sırasında ihtiyacı olan fonun temininde ise orta ve uzun vadeli kredilere başvururlar. Genelde, yeni bir tesis yatırımı veya duran varlık alımı için gerekli olan orta ve uzun vadeli krediler, yatırım ve kalkınma bankaları tarafından kredi alınarak sağlanır.

“Bankaların yüksek ve sürekli enflasyon nedeniyle üretimi arttıracak ve yatırımları hızlandıracak kredi türleri yerine işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimini karşılamaya yönelik kısa vadeli krediler ve riski düşük tüketici kredileri vermeyi tercih ettikleri söylenebilir.” (Türko, 1994, s.557)

Banka kredisine ilişkin koşullar şirket ve banka tarafından ortaklaşa belirlenmektedir. Bu mutabakat sırasında dikkate alınacak iki türlü kredi türü vardır (Gönenli, 1988 ; Akın, 2004):

- i. “Nakti Krediler: Kredi müşterisine nakit olarak kullanılan senet karşılığı, açık kredi, emtia karşılığı kredi, maddi teminat karşılığı kredi, ihracat hazırlık kredisi ve benzeri türden kredilerdir.”
- ii. “Gayri Nakti Krediler: Bankalarca başlangıçta nakit çıkışı gerektirmeyen kredi müşterisi lehine verilmiş teminat mektubu, kabul kredisi, akreditif taahhütleri türünden kefaletlerdir.”

Banka kredi faiz oranları belirlenirken vade uzunluğu ve gelecekteki belirsizliğin getirdiği risk payı ve bankanın kar payı doğrudan etkili faktörlerdir. Varlık sebebi kar etme olan bankalar, şirketlere sundukları kredi tekliflerinde bazı ön koşullar maliyeti de beraberinde getirmektedir. “Bu ön koşullar, sigortalar, çeşitli komisyonlar, teminatlar ve

bazı bankacılık hizmetlerinden işletmelerin faydalanması olarak sıralamak mümkün olmaktadır. Bu anlamda uzun vadeli kredi maliyetlerinin kısa vadeli kredilerden daha yüksek olduğu ortaya çıkmaktadır.”(Yurttadur, 2010, s. 83).

Henüz yeni kurulmuş veya pazarda ismini yeterince duyuramamış şirketler için banka kredileri maliyetleri yüksektir. Diğer yandan şirket uzun süredir pazardaki faaliyetlerini durdurmuş, şirketin son birkaç mali dönemleri üst üste karla sonuçlanmamışsa, şirket operasyonel faaliyetleri sürecinde fon tedarikini yoğunluklu olarak yabancı kaynakla sağlıyorsa, firmanın likidite düzeyi bulunduğu sektöre göre yüksekse, şirket piyasalardaki hareketliliğe aşırı derecede duyarlıysa, şirket bankaların istediği türde güvenceyi temin edemiyorsa, tüm bu şartlar altında talep edeceği kredinin maliyeti ciddi oranda artacak ve hatta pek çok banka tarafından kredi talepleri reddedilecektir (Terim, 2009, s.24).

1.2.2.3. Finansman Bonoları ve Tahvilleri

Şirketler likidite ihtiyacının arttığı dönemlerde, kısa süreli ihtiyacını karşılayabilecek alternatif kaynak bulma yolunu ararlar. Bu yollardan birisi de finansman bonoları olup; kısa süreli işletme sermayesini finanse edebilmek üzere büyük şirketler tarafından ihraç edilen kısa süreli ve genel olarak teminatsız senetler olarak tanımlanır (Massa ve Zhang, 2009 ; Yükeri, 2009).

“Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden fazla olmamak üzere ihraççılar tarafından belirlenir. Vadenin başlangıç tarihi, finansman bonolarının satışa sunulduğu ilk gündür. Finansman bonoları, vadenin ¼’ünü geçmeyecek satış süresi içinde her gün, iskonto esasına göre hesaplanarak o değer üzerinden satılır. İskonto esasına göre satılan finansman bonolarının nominal değeri, anapara ve faizi içerir” (İnam, 2007, s.408).

Genellikle para piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde, finansman bonoları büyük şirketler için kısa süreli fon temin etmede önemli araçlardan birisidir. 2-6 ay arasında değişen bonoların, fon fazlası başka diğer firmalara, hayat sigorta şirketlerine, emekli ve tasarruf sandıklarına, menkul kıymet yatırım fonlarına ve benzeri tasarrufçu kuruluşlara satılması oluşturabilmektedir. Bu olanaktan banka kredilerine nazaran daha az maliyetli olduğu için tercih edilebilmektedir. Ayrıca banka kredisi gibi çok fazla formalitelere sahip olduğundan, avantajlı yönü olarak belirtilebilir. Bonoların para piyasalarında dolaşması, bonoyu çıkaran şirkete prestij, marka ve şirket bilinirliğini

artırmaya, daha fazla kişiye ulaşma noktasında pozitif katkı sağlayabilir. (Akgüç, 2011, s.545-546)

Türk Ticaret Kanunu'na göre, "Ülkemizde finansman bonoları güvence çeşitlerine göre aşağıdaki dört grupta düzenlenmiştir;

- i. A tipi garanti taşımayan finansman bonoları
- ii. B tipi ortaklığa karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları
- iii. C tipi banka garantisi taşıyan finansman bonoları
- iv. D tipi bankaya tevdi edilmiş, Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenmiş maddi teminatlardan oluşan belirli bir teminat portföyüne dayalı olarak çıkarılmış finansman bonoları." (Yurttadur, 2010, s.83)

Tahvil; belirli bir fonun belirlenen bir dönem için, belirtilen bir faiz oranı üzerinden kullanılması ve dönem sonunda bir defada veya başka bir ödeme şekliyle geri verilmesi taahhüdünü içeren ve sahibine firmanın aktif varlıkları üzerinde alacağını talep etmek dışında başka hiçbir hak tanımayan, dolaysız bir finansal varlık, bir borç senedi ve sermaye piyasası finansal aracıdır. Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde /firmaların uzun vadeli kredi kullanımı için başvurdukları başlıca yollardan bir diğeri olan tahvil çeşidinin fazlalığı, vadesinin genellikle 10 yıl ve daha fazla olması, tahvil sözleşmesinde yer almışsa tahvilin geri çağrılabilmesi, firmanın ihtiyacına göre bir ödeme planı ile sunulması, tahvil itfa fonlarının oluşturulabilmesi bu sermaye piyasası aracının ihracını cazip hale getirmektedir (Canbaş ve Doğukanlı, 1995; Büker, 1986; Seyhan, 2010).

Özellikle, enflasyon dönemlerinde, tahvil ihracıyla fon gereksinimlerini karşılayan şirketler, paranın satın alma gücündeki azalma nedeniyle kârlı çıkmaktadırlar. Ülkemizde tahvil vadesi 2 yıldan az olmamak üzere istenildiği gibi düzenlenmektedir. Satış süresinin son günü, vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir (Ceylan, 2001, s.445).

Türkiye'de tahvil ihraç yetkisi Türk Ticaret Kanununda sadece anonim şirketlere tanınmıştır. Ek olarak, bazı özel kanunlarla bazı kamu tüzel kişilerinin de tahvil çıkarmasına imkan verilmiştir.

Sağladıkları getiri, olanaklar ve güvencelere göre başlıca tahvil türleri şunlardır:

- I. Devlet-Özel Sektör Tahvilleri
- II. Primli- Başabaş Tahvil
- III. İkramiyeli- İkramiyesiz Tahvil
- IV. Hamiline ve Nama Yazılı Tahviller
- V. Değişken Faizli Tahviller
- VI. Endeksli Tahviller
- VII. Kâra İştirakli Tahviller
- VIII. Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahviller (Irk, 2012, s.16-17).

1.2.2.4. Finansal Kiralama

Finansal kiralama (leasing) en genel tanımıyla herhangi bir varlığın mülkiyetini devralmadan sadece kullanım hakkını belli bir süre için elde etmektir. Farklı bir ifadeyle, kiralama mal sahibinin mal üzerindeki mülkiyet hakkı saklı kalmak şartıyla malının kullanım hakkını, bir menfaat karşılığında bir başka kişiye devretmesidir (Doğukanlı, 2008; Geçili, 2014).

Banka kredilerinin teknolojinin hızına ayak uyduramamasıyla birlikte kârın makine ve teçhizatın sahipliğinden ziyade kullanımından doğduğu düşüncesi amortisman oranlarının esnekliğinden doğan vergi kazançları ve kiradan elde edilen gelirlerle vergi muafiyetinden faydalanılması firmaların leasinge yönelmesini sağlayarak leasingin gelişmesinde önemli rol oynayan unsurlardan olmuştur. (Cebeci, 1996; Akgüç, 1994; Kılıç 1991; Seyhan, 2010).

1.2.2.5. Factoring

“İşletmelerin alacaklarını yönetmeleri oldukça önemli olduğundan ve alacak yönetimi olan factoring işletmelerin satmış oldukları ürünlerden ortaya çıkan alacak haklarının factor olarak isimlendirilen finansal kuruluşa satmaları sonucu ortaya çıkar. Factoring işleminde factor ön ödeme yaparak finansal kolaylık sağlarken, verdiği hizmetler karşılığında belirli bir bedel almaya hak kazanır. Ticari ve hukuki anlamda factor, mal satımı ve hizmet arzı ile uğraşan işletmelerin bu satışları dolayısıyla doğmuş ya da doğacak alacaklarını temellük ederek tahsilinin üstlenen bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak finansal kolaylıklar sağlayan, aynı zamanda mali, ticari ve idari konularda işletmeye verdiği hizmetler karşılığı ücrete hak kazanan kişi ya da kuruluş olarak tanımlanmaktadır.” (Meder, 1994, s. 3)

“Factoringde satıcı, genelde 30-120 gün vadeli mevcut ve gelecekteki ticari alacağını tahsil eder. Satılan bu alacağa ait muhasebe, takip, tahsil gibi hizmet işlemleri factor (factoring firması) tarafından gerçekleştirilir. Factor, genelde, bu alacağın tahsilini de garanti eder. Diğer bir anlatımla; ödenmeme riskini de üstlenir “ (İnal, 2006; Yurttadur, 2010) .

1.2.2.6. Forfaiting

“Forfaiting; mal ve hizmet ihracatından doğan ve belirli bir vadesi olan, bir banka tarafından garanti edilmiş senetli ve senetsiz alacakların rücu edilmeksizin belirli bir iskonto oranı ile satın alınması işlemine denilmektedir. Bir banka tarafından garanti edilmiş olan bu alacakları satın alan gerçek ve tüzel kişiye forfaiter ve alacağın satıcısına “forfaitist” denir. Forfaiting, özellikle yatırım malı ve hizmeti ihracatından doğan ve belirli bir ödeme planına bağlı vadeli alacakların satın alınması işlemidir” (Kaya, 2011; Geçili, 2014; Ceylan, 2001) .

Forfaiting, özellikle vadeleri altı aydan başlayan yatırım malları ihracatında kullanılan bir finansman tekniği olarak kullanılan yollardan birisidir. Forfaiting genellikle yatırım malları ihracatından doğan ve belli bir ödeme planına göre tahsil edilecek olan kurum bir banka yerine bu alanda uzmanlaşmış bir finansman kuruluşu olabilmektedir. Forfaitingde ithalatçının borcu karşılığında ihracatçıya verdiği emre yazılı senet ya da poliçeler kullanılmakta ve işlem tamamlandıktan sonra ihracatçının hiçbir yükümlülüğü kalmamaktadır. (Parasız, ve Yıldırım, 1994; Yurttadur, 2010)

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERMAYE YAPISIYLA İLGİLİ KURAMSAL YAKLAŞIMLAR

Finans yazınında, uzun senelerdir, sermaye yapısının şirketlerin sermaye maliyetleri ve piyasa değerini etkileyen bir unsur olup olmadığına dair çok fazla yazı ve hipotezler üretilmiştir. Şirketlerin optimum borç/özsermaye oranı ne olmalı ve bu oranın sermaye maliyeti ve şirketin piyasa değerine etkisi üzerinde çalışılan sermaye yapısı teorileri bu bölümde ele alınacaktır.

2.1. Net Gelir Yaklaşımı

“Literatürdeki Net Gelir Yaklaşımı David Durand tarafından 1952 yılında geliştirilmiştir.” (Durand, 1952, s.215) Net gelir yaklaşımı bir şirketin finansal değerlendirilmesinde, değer saptanmasına kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşım olarak nitelendirilebilmek mümkündür. (Akgüç, 2011, s.485) Bu yaklaşımda borçlanmanın, dış kaynak kullanımının şirketin sermaye yapısını değiştirecek sermaye maliyetinin minimize edilebileceği ve bu durum sonucunda da firma değerinin yükselebileceği ileri sürülmektedir. Bu yaklaşım diğer bir ifade ile kaldıraçın pozitif gücünü savunmuştur.

Net gelir yaklaşımının sonucu olarak, özsermaye maliyetinin ve borcun maliyetinin tüm sermaye yapılarında sabit olacağı varsayımı altında borçlanma maliyeti, öz sermaye maliyetinden fazla olduğu sürece, optimum sermaye yapısının maksimum borçlanma durumunda gerçekleştiğini varsaymaktadır. Net gelir yaklaşımına şu şekilde eleştiriler getirilebilir; toplam sermaye yapısı içinde borcun ağırlığı arttıkça belirli bir noktadan sonra, Şirketin finansman yükü arttıkça, borç ödemeleri nedeniyle nakit yetersizliğine girebilecek olan şirketin riski yükselecektir. Bu durum şirkete ekonomik açıdan riskli bir hal doğurabilecek ve buna bağlı olarak sermaye ortakları, paydaşlar ve şirkete borç verenler artan riski karşılayabilmek için daha yüksek getiri talep edebileceklerdir. Dolayısıyla borçlanma oranı yükseldikçe, firmaya finansman sağlayanların da getiri beklentileri yükselmelidir. Başka bir deyişle borcun ve özsermaye maliyeti sabit kalmayıp, borç yükü ile birlikte artmalıdır. (Büyüktortop, 2007; Ceylan, vd., 2008).

2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına göre şirket değerinin sermaye yapısı ile doğrudan bir ilişkisi yoktur. Yani borçlanma veya kaldıraç oranı, firma finansal açıdan değerini etkilememektedir. Faaliyet bakış açısı ile yaklaşan bu görüşe göre şirketlerin temin etmiş oldukları finansmanların kaynakları her ne olursa olsun bu kaynakların işletmeye yüklemiş oldukları maliyet birbirlerinden farklı değildir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yabancı kaynak ve öz kaynakların oranı ile doğrusal olarak artmaktadır. Şirketlerin elde ettikleri finansmanların da kaynağı şirket değeri açısından net faaliyet geliri yaklaşımı için farklılık arz etmemektedir (Akkaya, 2008, s.2).

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında, şirketin fon kaynaklarının yapısı, öz sermaye ve borçlanma maliyetleri zamanla artsa da, şirketin piyasa değerini etkilememektedir. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına göre, işletmelerin şirket değerini etkileyecek optimal bir sermaye yapısı olamayacağı savunulmaktadır. Şirketlerin edinmiş olduğu bütün kaynaklar için sermaye yapısı optimal olarak kabul edilmektedir. Bu durumda maliyeti düşük olabilecek yabancı bir kaynağın kullanımı sonucunda sermaye maliyeti düşebilir. Sermaye maliyeti düşmesine rağmen, bu yaklaşımda sermaye sabit olarak gösterilmekte, yine tam tersi şekilde öz kaynak finansmanı sermaye maliyetini artırabilmesine karşın bu yaklaşıma göre, sermaye maliyeti sabit gösterilmektedir. Aynı ayrı iki durum da yatırımcı ve şirket tarafından farklı riskler ve beklentiler taşımaktadır. (Yılığör ve Yücel, 2007; Büyükmert, 2015).

Bu yaklaşımla gelen eleştirilerin başında, artan borçlanma oranına karşın borç maliyetinin değişmemesi gelmektedir. Aslında, belirli bir borçlanma oranından sonra borç maliyetinin de tıpkı özsermaye maliyeti gibi yükselmesi beklenmektedir. Ayrıca özsermaye maliyetindeki artışın, borçlanmanın getirdiği faydaya eşit olması da eleştirilen bir diğer konu olarak karşımıza çıkmaktadır. (Aksöyek ve Yalçınar, 2000; Uysal, 2010)

2.3. Geleneksel Yaklaşım

Solomon (1955) tarafından geliştirilen geleneksel yaklaşıma göre, şirket için tek bir optimal sermaye yapısı mevcuttur. Bu yaklaşım, özsermaye maliyetinin borç maliyetinden daha fazla olduğunu kabul etmektedir. Çünkü ortak şirkete vermiş olduğu sermayeyi daha riskli gördüğünden, normal faiz oranının üzerinde sermayesine bir kar payı talep edecektir. Ayrıca borç için ödenen faizlerin vergi matrahından indirilmesi

firmaya bir vergi avantajı sağlamakta, böylece borcun net maliyeti firma için daha düşük olabilmektedir. Şirketler borçlanma miktarlarını, ortalama sermaye maliyetini minimum, firma değerini maksimum kılana kadar artırarak optimal sermaye yapısına ulaşabilmektedirler (Gitman, 1994; Aydın, 2013)

Geleneksel yaklaşıma göre, şirkete ait sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısı üzerinde doğrudan etkilidir. Dolayısıyla, şirket, borç/özsermaye oranlarında değişiklik yaparak, sermaye maliyetini ve piyasa değerini değiştirebilir. Şirkete ait olan optimal sermaye yapısına ulaşmak amacıyla, finansal kaldıraç artırılmasıyla, ortalama sermaye maliyeti de indirime gidilebilir. Ancak, optimal yapıya ulaştıktan sonra da borçlanmanın devam etmesi durumunda, ortalama sermaye maliyeti artarak işletme piyasa değeri düşebilir (Akgüç, 2011, s.485).

Bu yaklaşıma göre uygun bir orandan borçlanmak, ortalama sermaye maliyetini düşürerek şirket piyasa değerini artıracakken uygun/optimum sayılan düzeyin üzerinde bir borçlanma finansal riski artıracığından ortalama sermaye maliyetini yükselterek şirket piyasa değerinin düşmesine sebep olacaktır. Modigliani ve Miller'in ilintisizlik önermesini benimseyen gelenekçiler, piyasa kusurlarının kişisel borçlanmayı bazı yatırımcılar için oldukça maliyetli, riskli ve zor hale getirdiğini öne sürmektedir. Bu durum, kaldıraçlı şirketlerin hisse senetleri için bir prim ödemeye razı müşterilerin ortaya çıkmasını sağlar. Gelenekselcilere göre, şirketler bu primi paraya çevirmek için borç alırlar. (Yiğit, 2016, s.16)

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

Modern sermaye yapısı teorileri finans literatüründe Modigliani ve Miller(1958) ile başladığı kabul edilmektedir. Franco Modigliani ve Merton H.Miller, finans alanına katkılarından dolayı, sırasıyla 1985 ve 1990 yıllarında Nobel Ekonomi Ödülü'ne layık görülmüşlerdir. Bu öncü çalışmalarda ortaya konulan bazı önermelerin esnetilmesiyle yeni teoriler geliştirilmiştir. (Yiğit, 2016, s. 19)

Sermaye yapısı ve sermaye maliyeti arasındaki ilişki konusunda Modigliani-Miller yaklaşımı, yukarıda açıklanan Net Faaliyet Geliri yaklaşımı ile aynıdır. Diğer bir ifadeyle, Modigliani-Miller, sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki konusunda Net Faaliyet Geliri yaklaşımını savunurlar. Bu teorisyenlere göre, bir şirketin sermaye yapısı, sermaye maliyetini etkilemez; finansal kaldıraç seviyesi ne olursa olsun şirketin sermaye maliyeti değişmez. Modigliani-Miller, sermaye maliyeti

konusunda geleneksel yaklaşıma karşı, aşağıda özetlenen bazı temel varsayımlara dayanmaktadır (Akgüç, 2011 s. 497):

- i. Sermaye piyasaları etkindir ve bu piyasalarda tam rekabet koşulları geçerlidir. Daha açık bir deyişle, sermaye piyasası ile ilgili tüm bilgiler karşılık ödenmeksizin birikim sahiplerince kolaylıkla sağlanmakta; piyasadaki işlemler ayrıca bir gider gerektirmemekte; tüm menkul değerler (finansal varlıklar), en küçük parçalara kadar bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel davranmaktadır.
- ii. Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.
- iii. Firmalar aynı risk kategorileri ile gruplandırılabilir. Her aynı risk kategorisindeki şirketlerin iş riski, daha açık bir deyişle gelecek için beklenen gelirlerin elde edilememesi olasılığı aynıdır.
- iv. Gelir üzerinden ödenen vergiler mevcut değildir. (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.)

2.4.1. Modigliani - Miller'in I. Önermesi

Şirketler varlıklarını finanse etmek için belirli bir borç ve özsermaye oranı seçerek nakit akımlarını yatırımcılara dağıtır. Yatırımcıların ve şirketlerin, yatırımcıların kendi kaldıraçlarını oluşturmalarına imkan sağlayacak şekilde, finansal piyasalara eşit erişimi olduğu varsayımı kabul edilir. Yatırımcı, istediği ama sunulmayan herhangi bir kaldıraç oluşturabileceği gibi şirketin kabul ettiği ama kendisinin de istemediği bir kaldıraçtan da kurtulabilir. Sonuç olarak şirket kaldıraçlı şirket piyasa değeri üzerinde etkili olamayacaktır. (Yiğit, 2016, s.20).

Modigliani ve Miller (1958)'de sundukları ilk önermelerinde, bir şirketin piyasa değeri ve sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısından tamamen bağımsızdır görüşünü savunmuşlardır. Bu önermede, beklenen getirisinin, sınıfına uygun olan iskonto oranı k ile iskonto edilmesiyle elde edilir (Türko, 2002 ; Eser, 2001). Bu önerme aşağıda görüleceği üzere formüle edilmiştir:

$$V_j \equiv (S_j + D_j) = X_j / p_k$$

X_j: Şirketin sahip olduğu varlıkların beklenen geliri (Faiz ödemelerinden önceki beklenen kar),

D_j: Şirket borçlarının piyasa değeri,

S_j: Şirket hisse senetlerinin piyasa değeri,

V_j: Şirketin piyasa değeri,

p_k: k sınıfındaki herhangi bir hisse senedinin beklenen getiri oranını ifade etmektedir.

Aynı denklem ile ortalama sermaye maliyeti ile de bulunabilmektedir. Herhangi bir şirketin ortalama sermaye maliyeti, onun sermaye yapısından bağımsızdır ve de sınıfının tamamen öz sermaye finanse edilmiş gelir akımının iskonto oranına eşittir. Yani, k sınıfındaki tüm firmalar için sabittir (Modigliani ve Miller, 1958 ; Eser, 2001).

$$p_k = X_j / V_j \equiv X_j / (S_j + D_j)$$

“Modigliani-Miller’e göre bu önermelerin gerçekleşmemesi halinde arbitraj gündeme gelecek ve de bu önermelerin gerçekleşmesini sağlayacaktır. Örneğin, beklenen getirileri aynı olan, faaliyet riskleri aynı olan dolayısıyla aynı sınıf içinde yer alan, sadece sermaye yapıları itibariyle farklılık gösteren iki firma düşünelim, eğer kaldıraçlı firma kaldıraçsız olana göre düşük değerleniyorsa arbitrajcı kaldıraçlı firmanın hisselerinden alıp bu firmaya borç vererek arbitrajı tersine çevirecektir. Böylece kaldıraçlı firmanın değeri yükselecektir. Kaldıraçsız firmanın düşük değerlenmesi durumunda arbitrajcı kendi hesabına borç alıp kaldıraçsız firmanın hisselerinden alarak kaldıraçlı firmanın değerini yükseltecektir Arbitraj işlemi iki firmanın değeri eşitlenene dek sürecektir” (Miller, 1988; Brigham, 1995; Eser, 2011).

Bir şirketin tüm menkul kıymetlerinin değeri, yani şirket değeri, piyasaya arz edilen hisse senetlerinin değeri ile borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir. Böylece, her şirketin değeri, sermaye yapısından bağımsız olacaktır. Bu önermeye göre, şirket nakit akımları farklı kaynaklara ayrılarak, ihraç edilen menkul kıymetlerin toplam değeri değişmez. Diğer bir ifadeyle, şirketin değeri, ihraç ettiği menkul kıymetlerle değil sahip olduğu varlıklarla belirlenir. Bu yaklaşım, sadece borç-özsermaye dengesi için değil finansman araçları ile ilgili tüm seçenekler için geçerli olarak kabul edilir.

Örneğin, uzun vadeli ve kısa vadeli borcun da şirketin değeri üzerinde bir etkisi yoktur. Değerin korunumu yasasına göre, mükemmel sermaye piyasaları ve yapılacak seçimin şirketin yatırım ve faaliyet politikalarını etkilemeyeceği varsayımları altında özsermayenin veya borcun farklı tiplerinin kullanılması, şirket değerini değiştirmeyecektir (Yiğit, 2016, s.20).

Modigliani-Miller yaklaşımı bir şirket için en uygun/optimal bir sermaye yapısının olamayacağını, yatırımcıların arbitraj seçeneği sebebiyle yüksek risk gördüğü şirketlerdeki hisse paylarını satarak daha düşük kaldıraç derecesindeki şirketlerden hisse satın alarak pozisyonlarını değiştirebilir, böylece de arbitraj sürecinin farklı fiyatlar içinde yeni denge pozisyonlarının getireceğini savunmuştur (Berk, 2010, s.284).

2.4.2. Modigliani - Miller'in II. Önermesi

Modigliani-Miller, I. Önermesi sermaye maliyeti üzerinde dururken, II. önermede özellikle hisse sahibi paydaşların getiri beklentisi üzerinde görüşler geliştirilmiştir. Şirketin borçlanması finansal riski yükselttiğinden öz sermaye maliyeti de bu sebeple yükselmektedir. Şirket değerinin borç kullanımı yani finansal kaldıraçtan etkilenmemesi için ortalama sermaye maliyetinin sabit kalması zorunludur. (Gürsoy, 2007, s.584).

Şirketler, kaldıraç kullanıp, sermaye yapıları içerisindeki borç miktarını arttırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilme olanağına sahip değillerdir. Bunun en önemli nedeni ise şirket paydaşlarının artan finansman riskini karşılayabilmek için daha yüksek bir getiri beklentisine girmelerindedir. Diğer ifade ile ucuz yabancı kaynak bulmanın ortalama sermaye maliyeti üzerine olabilecek pozitif etkisi öz sermaye maliyetinin yükselişi ile ortadan kalkar (Akgüç, 2011, s.497).

Bu önerme en sade biçimdeki ifadesiyle, hissedarların, paydaşların hisse senetlerine ait bekledikleri getiri oranı ile borç/öz sermaye oranının orantılı bir şekilde arttığını ifade eder. (Pike ve Neale, 2009; Cevlani, 2014).

Her iki Modigliani-Miller önermesine göre, sermaye yapısı içinde daha fazla kaldıraç kullanımı ile borç alınması, firmanın değerini artırmaya katkısı olmayacaktır. Çünkü kaldıraçın borçlanma faydası, içerdiği riskteki artış birbirlerini nötrleyecektir. Böylece Modigliani-Miller (1958) teorisi, vergilerin olmadığı piyasada şirketin değerinin ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, sermaye yapısından etkilenmeyeceğini savunmaktadır. (Eser, 2011, s.65)

2.4.3. Modigliani- Miller'in III. Önermesi

Modigliani-Miller teoreminden bugüne kadar sermaye yapısı teorilerinin gelişimi, teoremin varsayımlarının esnetilmesiyle gerçekleşmiştir. İlk esnetilen varsayım vergilerin olmadığı varsayımı olmuştur. Amerika'da vergi uygulamalarının borca ayrıcalıklı davranılmasından ötürü, vergilerin olduğu bir ortamda mekanizmanın nasıl işleyeceğine dair Modigliani-Miller (1963) yeni önermeler ortaya konmuştur. (Yiğit, 2016, s.24)

Borç finansmanın vergi avantajı, şirketlerin her zaman sermaye yapılarında mümkün olan en yüksek oranda borç kullanmaya çabalayacakları anlamına gelmemektedir. Yatırımcıların gelir vergisi ödeyecekleri hesaba katılırsa, dağıtılmamış karlar gibi diğer finansman şekilleri, bazı durumlarda daha az maliyetli olabilir. (Yiğit, 2016, s.25)

Borçlanmadan kaynaklanan faiz ödemelerinin, kurumlar vergisinden muaf olmasına karşın ödenen kar paylarının herhangi bir avantaj sağlamıyor olması, borçlanmanın tercih edilmesine neden olmaktadır. Ancak bu yaklaşımın geçerliliği, iflas maliyetlerinin olmadığı varsayılan risksiz bir piyasada mümkün iken, bu durum gerçek finansal piyasa şartlarına uygun değildir, gerçek piyasa şartlarında şirketleri, borç oranlarını kontrol etmeye yönelten kimi faktörler bulunmaktadır. Sonuç olarak Modigliani ve Miller de (1958) kabul edilen varsayımlar altında teoremin geçerliliği sağlanabilirken, bu varsayımların gerçek hayatta sağlanması mümkün olmadığından varsayımların esnetilmesiyle yeni teoremler ortaya konulmuştur. (Yiğit, 2016, s. 25)

2.5. Dengeleme Teorisi

Reel ekonomik şartlarda borçlanma politikası tamamen ilintisiz olsaydı borç oranlarının şirketten şirkete ve sektörden sektöre tesadüfi olarak değişmesi beklenirdi. Ancak hemen hemen tüm havayolu, bankalar ve gayrimenkul şirketleri ağırlıklı olarak borca dayanırken, çelik, alüminyum, petrol ve maden sektörleri ise özsermaye yoğun sermaye yapısına sahiptir. Gelişen şirketler, hızlı bir şekilde genişlemelerine ve sermaye ihtiyaçlarına rağmen çok nadiren borç ağırlıklı bir sermaye yapısını tercih etme yolunu tutarlar. (Yiğit, 2016 : 26)

Farklı sektörler arasında, aynı sektördeki farklı şirketler arasında veya aynı şirketin farklı yıllardaki gözlemleri arasındaki borç oranlarının farklılığı, borç veya özsermaye ihracının fayda ve maliyetleri üzerine yoğunlaşılmasına yol açmıştır. Öz

sermaye finansmanı ile kıyaslandığında, borç finansmanının üç özelliği dikkat çekmektedir. Birincisi, hissedarlara yapılan ödemeler vergiden düşülememesine rağmen faiz ödemelerinin vergiden düşülebilir olması durumudur. İkincisi, borcun, şirketin finansal durumu ne olursa olsun karşılanması gerekli hak olmasıdır. Üçüncüsü ise borcun tasfiye durumunda öz sermayeye göre daha öncelikli olmasıdır. Vergi etkisi, borç ile finansmanı cazip kılarken, özel nakit akımı ve tasfiye hakları, borcun vergi faydasını dengeleyecek finansal sıkıntı maliyetlerine yol açacaktır. (Yiğit, 2016 : 26)

İlk olarak Kraus ve Litzenberg (1973) tarafından finans literatürüne giren dengeleme teorisi ifadesi, birbirleriyle ilişkili teoriler grubunu ifade eder. Bu teorilerin tümünde şirket faaliyetlerini yürüten bir karar verici, alternatif kaldıraç planlarının çeşitli maliyetlerini ve faydalarını değerlendirir. Sıklıkla, marjinal maliyetlerin ve marjinal faydaların dengelendiği noktada optimum çözümün elde edileceği varsayılmaktadır. Dengeleme teorisindeki varsayımlar, Modigliani – Miller teoremi üzerine yapılan tartışmalar sonucunda elde edilmiştir. Modigliani – Miller tarafından ileri sürülen ilintisizlik önermesine kurumlar vergisinin eklenmesiyle, gelirlerin vergiden korunmasını sağlayan borcun bir faydası ortaya konmuştur. Şirketin amaç fonksiyonu doğrusal olduğunda ve borcun dengeleyici bir maliyeti olmadığıda %100 borç finansmanı işaret edilmektedir. Bu uç tahminden kaçınmak için borcun dengeleyici bir maliyetine ihtiyaç vardır. Bu dengeleyici maliyetin en açık adayı, iflas veya finansal sıkıntı maliyetleridir. (Yiğit, 2016, s.26)

Teorik olarak, aşırı borç oranlarını kısıtlayan çeşitli etkenler vardır. Temelde bunlardan ilki, borcun sabit ve devamlı olduğu varsayımlarının gerçekçi olmayışıdır. Bir şirketin borç taşıma kapasitesi, şirketin karı ve piyasa değeri dalgalandıkça zaman içinde değişikliğe uğramak zorunda kalacaktır. İkincisi, pek çok şirketin karşı karşıya kaldığı vergi oranlarının, standart kurumlar vergi oranından düşük olmasıdır. Son etken ise, korunması gereken karlar olmadıkça faiz vergi kalkanının kullanılmasının mümkün olmamasıdır. Hiçbir şirket, gelecekteki karları ile faiz vergi kalkanına ihtiyaç duyulup duyulamayacağını tam olarak bilemez. (Yiğit, 2016, s.27)

“Myers (1984)’e göre, dengeleme teorisinde uyan bir şirketin hedef borç/değer oranı bulunmaktadır ve bu hedefe doğru aşamalı olarak hareket edilmektedir. Bu tanımdan hareketle, dengeleme teorisi iki kısımda incelenebilir. Birinci kısım statik dengeleme modeli olarak adlandırılırken hedef ayarlama hareketi ile ilgili ikinci kısım, dinamik dengeleme modeli olarak adlandırılmaktadır. Şirketin kaldırıcı, borcun vergi faydası ve net iflas maliyetleri arasındaki tek dönemlik bir denge ile belirleniyorsa statik

dengeleme modelini takip ettiği söylenebilir. Şirketin hedef kaldıraç oranına sahip olması ve bu hedeften sapmaları zaman içinde aşamalı olarak ortadan kaldırması durumunda ise hedef ayarlama hareketi göstererek dinamik dengeleme modelini takip ettiği söylenebilir” (Yiğit, 2016, s.27)

2.6. Bilgi Çarpıklığı (Asimetrik Bilgi) Kavramı

Myers (1984) özsermaye ihracı kararının, şirket değeri üzerinde negatif etkisi olabileceği üzerine vurgu yapmıştır. Şirketlerin piyasaya hisse senedi arzı duyurusu yapıldığında hisse senedi fiyatları düşecekken hisse senedi geri alım duyurusu ile hisse senedi fiyatları yükselecektir. Bu negatif piyasa reaksiyonları, temel dengeleme modelleri ile tutarlı değildir. Dengeleme modelinde herhangi bir sermaye yapısı ayarlamasının amacı, şirketin sermaye yapısını optimum sermaye yapısına evirmek için hamle gerçekleştirilir. Sonuç olarak, hisse fiyatlarının, sermaye yapısı değişikliği ilan ve bilgi paylaşımına göstereceği aksiyon olumlu ve pozitif olmalıdır. Smith (1986) yayınladığı çalışmada, hisse senedi fiyatlarının, şirket finansmanı ile ilgili duyurulara negatif tepki verdiğini ortaya koymuştur. Bu negatif reaksiyonlar, borç ihraçlarından çok özsermaye ihraçlarında, düz borç ihraçlarından çok dönüştürülebilir borç ihraçlarında gözlemlenmiştir. (Myers, 1984 ; Smith 1986; Yiğit, 2016)

Myers ve Majluf (1984), Modigliani-Miller’ın bilgiye eşit erişim sağlandığı varsayımını uyarlayarak finansman olaylarına verilen negatif fiyat tepkilerine bir bakış açısı üretmiştir. Şirketin gerçek değeri hakkında yöneticilerin yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip oldukları düşünüldüğünden hisse senedi fiyatı, şirket yöneticilerinin öngörü ve bulgularının üzerindeyse özsermaye ihracı yapılacaktır. Yatırımcılar, bilgi asimetrisi varlığının farkında olduklarından özsermaye ihracı duyurusunu hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiğinin sinyali olarak yorumlayacak ve ardından negatif piyasa tepkisi ortaya çıkaracaktır. (Myers ve Majluf, 1984; Yiğit, 2016). Asimetrik bilgi yaklaşımı ile şirket üst yönetiminin sermaye artırma kararlarında ikileme karşılaşabilmektedir ve bazen de şirket menfaatine olan yatırım kararını vermekte güçlük çekilerek, doğan fırsatlar değerlendirilememektedir.

Myers ve Majluf çalışmalarında, şirketin varlıklarıyla ilgili olarak yatırımcıların, çalışanlardan daha az bilgiye sahip olması durumunda, diğer bir ifade ile şeffaf bilgi paylaşımının olmaması durumuyla, özsermayenin piyasa tarafından yanlış fiyatlandırılabilirliğini ortaya koymuştur. Şirket yeni projeler için özsermaye ihracı

yolu ile kaynak temin edecek olursa, düşük fiyatlama ciddi bir problem teşkil edecektir. Çünkü yeni yatırımcıların, düşük fiyatla satın almasıyla, yeni projelerinin *net bugünkü değerinden* daha fazla kazanmaları, mevcut hissedarlara net kayıp olarak deftere kayıtlarına yansımış olacaktır. Bu durumda *net bugünkü değeri* pozitif olsa bile proje reddedilebilecektir. Piyasa tarafından ciddi şekilde düşük değerlendirilmemiş bir menkul kıymet ihracı durumunda bu yetersiz yatırım sorunundan kaçınabilir. Bu durumlar, yatırımcılara arz edilen bilgi miktarı ve yatırımlarını koruyabilmeleri, finansal ve yasal kurumlara bağlı olduğundan şirketlerin finansal yapıları ülkeler arasında farklılık gösterebilecektir. (Myers ve Majluf, 1984; Yiğit, 2016).

2.7. Sinyalleme Kavramı

Asimetrik bilgi yaklaşımındaki tespitleri kabul ederek ve üzerinde çalışan, Ross (1977) tarafından geliştirilen sinyalleme yaklaşımına göre, şirket yöneticileri şirket dışındaki yatırımcı çıkar gruplarına şirketin ekonomik faaliyetlerinin sonuçları hakkında sinyaller ileterek şirketin mali piyasalardaki değerinin yükselmesini ve bu durumdan da mevcut sermayedarların ekonomik fayda ve çıkar sağlamasını istediklerini iddia eder. (Ross, 1977; Cevlani, 2014).

“Leland ve Pyle’a (1977) göre şirket değeri, yönetsel sahiplik ile pozitif ilişkilidir. Şirket sermayesindeki yönetsel sahiplik ne kadar yüksekse borç kapasitesinin o kadar fazla olacağı iddia edilmiştir. Böyle güçlü bir sahiplik, yatırımcılar tarafından fark edilecek ve şirketin gelecek yatırımları için bir güven sinyali olacaktır.” (Leland ve Pyle, 1977; Yiğit, 2016).

“Yatırımcılar yüksek borç seviyelerini, yüksek kalitenin bir sinyali olarak algılar. Düşük kaliteli şirketler, herhangi bir borç seviyesi için daha yüksek marjinal iflas maliyetine sahip olduğundan bu şirketlerin yöneticileri daha fazla borç ihraç ederek daha kaliteli şirketleri taklit edemeyeceklerdir. Ross kaldıraç ile şirket değeri ve karlılık arasında pozitif bir ilişki bulmuş, şirketin yüksek oranda borçlanmasının şirket için iyi bir sinyal olacağını öne sürmüştür. Bu modelin temel ampirik sonucu, şirket değerinin veya karlılığının, borç/özsermaye oranıyla pozitif ilişkili olduğudur.” (Yiğit, 2016, s.54)

20. yüzyılda, internetle bilgiye ulaşımın kolay ve hızlı olmasıyla, yatırımcıların şirketlerin mali tablolarını, finansal raporlarını, pazardaki ne kadarlık bir alanı domine ettiğini inceleyerek çıkarları doğrultusunda karar almaları kolaylaşmıştır. Bu durum

günümüzde asimetrik bilgi edinme durumunun geçmiş yıllara kıyaslandığında daha da azaldığı söylenebilir.

2.8. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Myers ve Majluf (1984) yapmış oldukları çalışmalarında finansman hiyerarşisi kuramını tanımlamıştır. Finansal hiyerarşi teorisine göre firmanın finansman politikası bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Finans yöneticileri, yeni yatırım için gerekli fon ihtiyacını karşılamak için, dağıtılmayan karları borca, borcu da öz sermayeye tercih ettiklerini öne sürmüştür. Bu yaklaşıma göre, şirketler karlı oldukları dönemlerde, dağıtılmayan karları pasif olarak birleştirerek düşük kaldıraçlı hale gelmekte, karsız oldukları dönemlerde ise, borç toplayarak yüksek kaldıraçlı olmayı tercih etmektedirler. (Yiğit, 2016, s.52)

“Myers (1984) finansal hiyerarşi teorisinin işleyişini şu şekilde açıklar:

1. Firmalar öncelikle iç kaynakla finansmanı (oto finansmanı) tercih ederler.
2. Firmalar, her ne kadar kâr payı ödemeleri sabit ise de, hedef kâr payı ödeme oranlarını yatırım fırsatlarına uygun olarak belirler.
3. Sabit kâr payı ödeme politikaları ve kârlılık ile yatırım fırsatlarında öngörülemeyen dalgalanmalar içsel olarak yaratılan nakit akışlarının yatırım harcamalarından az ya da fazla olmasına neden olabilir. Eğer yaratılan içsel nakit akışları yatırım harcamalarından az ise firma nakit mevcudunu veya satılabilir menkul kıymetlerini kullanır.
4. Eğer dış finansman gerekiyor ise, firmalar öncelikle en risksiz menkul kıymeti ihraç ederler. Yani finansmana borç ile başlayıp daha sonra muhtemelen hisse senedine çevrilebilir tahvil gibi melez (hybrid) finansal enstrümanlar ihraç edip en son çare olarak da sermayeye başvururlar. Bu bağlamda önceden belirlenmiş bir borç/özsermaye oranı bulunmamaktadır. Bunun nedeni firmaların içsel ve dışsal olmak üzere iki çeşit öz sermayeye sahip olması ve bunlardan içsel fon kaynağının (firmada alıkonulan kârlar) finansal hiyerarşi sıralamasının en üstünde, dışsal fon kaynağının (hisse senedi ihracı) ise en altta yer almasıdır.” (Myers, 1984; Karaaslan, 2012).

2.9. Piyasa Zamanlaması Teorisi

Şirket yöneticileri optimum sermaye yapılarını belirleyecek finansman kararlarını oluştururken ve fon temininde yabancı kaynak yolu ve piyasa yeni hisse senedi ihracı yolunu değerlendirme, şirket çıkarlarına göre maliyet referansı ile analiz etmektedirler. Buna göre, şirketler sermaye yapılarını belirlerken piyasada zamanlamaya oldukça dikkat edecek, piyasadaki hisse değeri olması gerekenden daha fazla yükselmişse, şirketler fon tedariki için yeniden hisse ihraç yolunu tercih edeceklerdir. Benzer şekilde, şirket menfaati doğrultusunda, piyasadaki hisse senetlerinin fiyatlaması olması gerekenden düşük değerlenmişse, sermaye piyasaları mevzuatı izin veriyorsa, düşük değerlenmiş fiyattan piyasada işlem gören hisse senetlerini geri satın alma yolunu tutacaklardır. (Sayman, 2012, s.51).

“Taggart(1977) ile başlayan pek çok çalışmada, piyasa değerlemeleri, defter değerlerine veya geçmiş piyasa değerlerine göre yüksek olan şirketlerin özsermaye ihracına eğilimli olduklarını göstermiştir. Bu çalışmalarda, geleceğe dönük piyasa zamanlaması ölçütleri kullanılmıştır. Piyasa zamanlamasının kalıcılığına vurgu yapan Baker ve Wurgler (2002), piyasa/ defter değeri oranı geçmişine yoğunlaşarak piyasa zamanlamasını yakalamaya çalışmışlardır. Bu çalışmanın zamanlama ölçütü ise şirketin geçmiş piyasa/ defter değeri oranlarının, toplanan dışsal sermayenin geçmiş miktarları ile ağırlıklandırılmış ortalamasıdır. Kullanılan bu ölçütü, finansman politikasının diğer belirleyicileri ile ilişkili olduğu için güvenilir bulmayan Altı (2006), ilk halka arzlarla yoğunlaşmış piyasa durumuna bağlı olarak bir ölçüt kullanarak piyasa zamanlaması etkisinin aslında kalıcı olmadığını göstermiştir.” (Yiğit, 2016, s.68)

“Piyasa zamanlama teorisi makul bir teori olarak görünse de, sermaye yapısı çalışmalarında geleneksel olarak kullanılan faktörler hakkında herhangi bir öngörüle bulunmamaktadır. Ancak hisse senedi getirilerinin ve borç piyasası şartlarının, sermaye yapısı kararlarında önemli bir rol oynayacağını öne sürmektedir.” (Yiğit, 2016, s.72)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE FİNANSAL PERFORMANS KRİTERLERİ

3.1. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

Şirketler sermaye yapısını belirlerken küresel, ulusal, sektörsel ve şirket iç dinamiklerini de kapsayan birçok unsuru göz önüne alarak karar vermeye çalışırlar. Karar verme aşamasında en önemli unsur ise şirket menfaatini koruyacak ve şirketin var oluş amacı olan karın maksimizasyonu sağlayacak kararlar alınmasıdır.

Şirket üst yönetimi ve finansal yöneticiler şirketin vizyon, strateji ve operasyonel kararları gereği optimum sermaye yapısı ve maksimum finansal karlılık için üzerinde durduğu kritik faktörler bulunmaktadır. Bu kritik faktörlerin her biri şirket özelinde farklı ağırlıklara sahip olup, sektörden sektöre değişkenlik gösterebilmektedir. Aynı sektörde olup, farklı sermaye yapıları tercih edilebilmektedir. Bu değişkenlik karar alıcıların nihai hedefe ulaşmasında farklı sonuçlar ve farklı sermaye yapılarına zemin oluşturmaktadır. Örneğin, şirketler sermaye yapısı kararlarında fon tedarikinde birim maliyetin etkisini dikkate alırlar. Büyük ölçekli ve kredi değerliliği yüksek firmalar küçük ölçekli şirketlere kıyasla daha düşük maliyetli kaynak temin edebilmektedir. (Uchida, Udell ve Yamori, 2007, s.229).

Şirketin finans yöneticileri, şirketin ihtiyacı olan kaynakların finansmanında kullanılan varlıkların niteliği ile uyumlu ve tutarlı olmasına önemle özen göstermelidir. Diğer bir ifade ile şirket duran varlıkların teminini için kullanacağı kaynakları, uzun veya devamlı kaynaklardan; dönen varlıkların finansmanını ise kısa vadeli kaynaklardan tedarik etmeyi seçmelidir. Bu duruma yeterince gösterilmeyen hassasiyet, yatırımların beklenen getirileri ile ödemeleri arasındaki uyumsuzluk sebebiyle şirket ekonomik darboğaza ve finansal iflasa sürüklenebilir (Akgüç, 2011, s.501).

Şirketler, kendileri için optimum sermaye yapısını oluştururken, aşağıdaki konu edilecek üç ana unsuru dikkate almaktadırlar.

3.1.1. Genel Ekonomik Faktörler

Şirketlerin sağlıklı ve doğru finansal kararlar alması genel ekonomik durumla doğrudan ilişkilidir. Faaliyette bulunan ülkenin para ve sermaye piyasalarının işleyişi,

ekonomik gelişmişlik düzeyi, yönetim şekli, siyasi ve politik istikrarı, girift bir yapı ve birbirlerinden kesin bir çizgi ile ayrışamayacak denli bağlı olarak hareket eder ve bir faktördeki en ufak değişim diğerlerini de doğrudan etkiler. Bu faktörler şirketlerin finans kaynaklarını temin etme maliyetlerini ve kaynak seçimi sırasında alınacak kararların değişmesine neden olabilmektedir. Şirketlerin sermaye yapısı kararlarında genel ekonomik durum hakkında tahminlerde bulunurken göz önünde bulundurması gereken başlıklar aşağıdaki gibidir (Karadeniz, 2008, s.56):

- ✓ Firmaların faaliyet hacmindeki gelişmeler
- ✓ Para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler
- ✓ Vergi oranlarındaki değişmeler
- ✓ Kambiyo piyasalarında ve döviz kurlarındaki gelişmelerdir.

Şirketler para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler, kaynakların sağlanmasında elverişlilik yönünden büyük önem taşımaktadır. Borç alınabilir fonlarda bir daralma veya faiz oranlarında yükselme bekleniyorsa daha önceden önlem alınabilir. Gelecekte daha uygun şartlarda borç teminde edilebileceğine ait bir beklenti oluşması durumunda şirkete pozisyon alma esnekliği doğuracak bir finansman politikası izleyerek uygun koşulların beklenmesi yerinde olacaktır. Piyasalarda faizlerin yükseleceği bekleniyorsa sabit faizle uzun vadeli kaldıraç kullanımı, faizlerin düşeceği beklendiği ortamda kısa vadeli değişken faizle şirketler fon tedarik etme yolu tutulabilir. Faizin sağlayacağı vergi tasarrufundan dolayı, vergi oranının artması borçlanmayı daha cazip hale getirebilirken, vergi oranının azalması ile borçlanma cazibesini yitirebilir ve öz kaynaklarla ihtiyaçların karşılanması durumu doğabilir. Kambiyo pazarında ve döviz kurlarındaki gelişmeler de şirketlerin yabancı para ile borçlanma konusundaki tercih ve önceliklerini etkileyen faktörler olacaktır. (Yiğit, 2016, s.96)

Ulusal ve uluslar arası piyasalarda ülkelerin, politik kararları, ülkeler arası ikili ilişkiler, ülkelerin merkez bankalarının alacakları faiz politikaları, ülkeye giren nakit akışlarını, ulusal bankaların fon tedarikini ve risk paylarını göz önüne bağlı olarak belirleyeceği faiz oranları, döviz kurlarındaki oynaklıklar, uluslararası firmaların yatırım kararlarından, ithalat ve ihracat yapan büyük ölçekli şirketlerle birlikte, bankalardan ihtiyacı olan finansal kaynağı temin etmek için dış kaynak kullanımına giden küçük ve ortak ölçekli işletmeleri dahi etkileyen büyük girift bir ağ yapısı vardır.

“Taggart (1977), vergi düzenlemeleri özelliklerinin borç ile beklenen enflasyon arasındaki pozitif bir ilişkiyi akla getirdiğini öne sürmektedir. Enflasyon beklentileri yüksek olduğunda borç ile ilgili vergi indirimlerinin değeri daha yüksek olacaktır. Bu yüzden dengeleme teorisi, kaldıraç ile beklenen enflasyon arasında pozitif bir ilişki olacağını öne sürmektedir. Pozitif ilişki, yöneticilerin borçlarla ilgili zamanlama yapmaları durumunda da ortaya çıkacaktır. Yöneticiler zamanlama yaparlarsa, mevcut faiz oranlarına göre beklenen enflasyon yüksek olduğunda borç ihraç edeceklerdir. İşletme finansı literatüründe 1970’ler ve 1980’lerin ilk yaralarına göre enflasyon vurgusu belirli şekilde azalmıştır. Ancak etkileri halen verilerde görülebilmektedir. Frank ve Goyal (2009), kaldıraç ile beklenen enflasyon arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuştur” (Yiğit, 2016, s.97).

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) şirketlerin finansman ihtiyacının önemli bir göstergelerinden birisidir. Şirketler için, yatırım fırsatlarının oluşumu ve projelerin optimal finansmanı üzerindeki etkilerini temsil edebilmektedir (Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 1999 ; Terim, 2009).

“GSYİH gibi iktisadi göstergeler ile gözlenen uzun dönemli ekonomik büyüme eğilimleri firmaların faaliyetleri, yatırım ve finansman kararları üzerinde etkili olmaktadır. Büyümenin firmaların sermaye yapısı üzerindeki asıl etkisi, firmaların, yatırım olanaklarının artması sonucu çeşitlenen yatırım alternatifleri ile karşılaşmaları ve firmaların daha fazla yatırım yapabilir hale gelmeleridir” (Smith ve Wats, 1992; Terim, 2009)

Genel ekonomik durumda, gerek dünyanın gerekse ülkelerin ticaret hacminin genişlemesi, yaşanan büyüme ve gelişme tüketimi arttıracak ve buna bağlı olarak da şirketler daha fazla üretim ve daha fazla oranda yeni yatırımlara yelken açacaklardır. Yaşanacak büyüme ve gelişme fon tedarik maliyetlerine de sirayet edecek ve şirketler kaldıraç kullanarak kaynak temin etme yolunu seçeceklerdir. Genel ekonomik durumda yaşanan küçülme, darboğazlar ve gerileme bireylerin ve şirketlerin kemer sıkmasına, harcamalarını azaltma yolunu tutma ve bunun sonucunda işsizlik ile enflasyonun oranlarının artmasına ve fon temin etme maliyetlerinin etkileyecek ve bu ekonomik şartlar altında şirketlerin büyük bir bölümünü özsermaye ile finansmana temin etme yolunu tutacaktır. Ancak, genel ekonomideki değişkenlik bütün endüstri, pazar ve piyasaları aynı şartlar altında etkilemeyecektir. Örneğin, dışa bağımlı olunan ve lükse giren sektör ve pazarlardan inşaat, otomotiv, eğlence gibi sektörler yaşanan

dalgalanmalardan daha çok etkilenirken temel ve insani ihtiyaç grubunda olan ilaç, gıda gibi sektörler nispeten daha az etkilenmektedir (Booth, vd, 2001; Yükeri, 2009).

3.1.2. Sektör Özellikleri

Şirketlerin faaliyet alanında bulunan sektörün dönemsel ve mevsimsel hareketlerden etkilenmesi, yine içinde bulunduğu sektörün rekabet şekilleri, rekabetin şiddeti, sektörün içinde bulunduğu yaşam evresi, sektörde yerleşmiş görünen ve görünmeyen gelenekler ve iş yapış şekilleri, sermaye yapısı üzerinde özel olarak etkisi olup, her bir etmen alınacak sermaye yapısı kararlarının seyrini değiştirebilecek niteliğe sahiptir (Yiğit, 2016, s. 94).

Yaptığı satışları geniş ölçüde sezonsallık içeren şirketler, esnek kısa vadeli finansman kaynaklarını tercih etme gereksinimi duyarlar. Sezonsal hareketlere karşı hassasiyetleri zayıf olan sektörler, ulusal gelirdeki dalgalanmalardan büyük çapta etkilenmezler. Bu savı şu örnekle geliştirebiliriz, başta gıda sektörü, ilaç sektörü, dayanıksız tüketim malları imal eden sektörler, ucuz mallar üreten sektörler ve ürettikleri ürünlerin kullanımı çok yaygın hale gelmiş sektörlerin satışları sezonsal ve dönemsel hareketlilikten pek fazla etkilenmezler. Ancak, dayanıklı tüketim malları ve sermaye malı üreten sektörler başta olmak üzere ulusal gelirdeki dalgalanmalardan hızlı bir şekilde etkilenen sektörlerin duyarlılıkları fazladır. Satışları kararsız olan sektörde dış kaynaktan borç temin etme oranı düşük tutularak, risk oranının düşürülmesi hedeflenirken, istikrarlı bir büyüme potansiyeline sahip ve dış faktöre az bağlı bir sektörde faaliyette bulunan şirketler daha fazla kaldıraçtan yararlanma eğilimindedirler. (Akgüç, 2011 ; Yiğit, 2016)

Her bir şirketin sahip olduğu yaşam süresi, benzer şekilde şirketin sahip olduğu sektörlerde de bulunmaktadır. Geçmiş dönemde yaşam evresine başlamış, bugün gelişen ve yarın yok olacak sektörler şirketlerin içerisinde bulunduğu her bir dönemde alacağı finansal kararlarla doğrudan ilişkilidir. Henüz başlangıç evresinde bulunan bir sektör için alınacak yatırım kararları rahat şekilde verilebilirken, yaşam evresinin sonunda bulunan bir sektörde bu kararı vermek kritik önem arz etmektedir. Alınacak finansal kararlar sermaye yapısı ve şirketin beklediği karlılık performansı tarafından etkilenen faktörlerden olacaktır.

Rekabet şekli ve şiddeti her sektörde birbirlerinden farklılık göstermektedir. Finansman kaynak temin ederken tercihi etkileyecek unsurlardan birisi de şirketin faaliyet

gösterdiği sektörün rekabet şeklidir. Rekabetin çok güçlü olduğu pazarlarda, şirketler gelecek satış tahminlerinde yanılma payı rekabetin gücü ile pozitif yönlü olarak değişecektir. Diğer bir ifade ile şirket ürettiği ürünü şiddetli rekabetten dolayı satamayacağı öngörüsüne sahip olursa, üretimi veya ticari faaliyetlerini gerçekleştirecek hammadde, yarı mamul temin ederken azami çaba sarf ederek hareketsiz stokların oluşmasına sebebiyet vermeme üzerine aksiyon alacaktır. Bu durum şirketin faaliyetlerini sürdürebilmek için ihtiyacı olan kaynağın temin etme yolunu tutarken, kaynağın öz sermayemi, yoksa yabancı kaynakla mı temin edileceği veya oranın ne ölçüde olacağı durumu ile karşı karşıya geleceklerdir.

Faaliyet riskinin fazla olduğu sektörler özsermaye yolunu kaldıraç kullanmaya karşı tercih etmektedirler. Rekabetin az olduğu sektörlerde bulunan şirketler gelecek yatırımlarında da kaldıraç kullanma tercihini kullanabileceklerdir. (Akgüç, 2011, s.507)

Şirketin faaliyette bulunduğu sektöre ait işçilik şartları ve kanuni düzenlemelerde olacak revizyonlar şirket değerine, şirketin alacağı finansal kararlara etki edebilirler. Sendikalar faaliyetlerin yüksek olduğu sektörlerde çalışan ücret ve gelirlerinde pazarlıklar sonucu artış, şirketin işçilik ve faaliyet giderlerinde artış oluşturacaktır. Ek olarak, sektöre ait farklı kanuni düzenlemeler de firmalar için ek maliyetlerin oluşabilmesine veya şirketlerin büyüme potansiyellerini kısıtlayan unsur olabilmektedirler. (Karakuş, 2012, s.40)

3.1.3. Şirketin Özellikleri

Şirketin organizasyon şekli ve hukuki yapısı, şirket büyüklüğü, şirketin kaynak yapısı, varlıkların yapısı, büyüme hedefi, çalışan yöneticilerin tutumu, karlılık durumu ve içerisinde bulunduğu yaşam eğrisi sermaye yapısı ve alacağı finansal kararları etkileyen ana faktörlerdir. (Akgüç, 2011, s.510)

Şirketin organizasyon şekli, hukuki yapısı, finansman olanakları üzerine önemli etkileri bulunan bir faktördür. Tek bir şahsa ait firmalarda kaynak sağlanması, şirket sahibi olan tek kişinin öz varlığına ve kredisine bağlıdır. Ortaklı şahıs şirketlerinde de fon sağlamaları, ortakların kişisel varlıkları ve kredi temini olanakları ile kısıtlıdır. Anonim şirket şeklinde olan kuruluşlar, kaynak sağlanması açısından bireysel teşebbüslere ve ortaklı şahıs şirketlere karşılaştırıldığında üstünlük ve avantaj göstermektedir (Akgüç, 2011, s.509). Anonim şirketlerde şirket ömrünün sermayedarların ömrü ile kısıtlı olmayışı şirket kasasında sermaye birikmesini

kolaylaştırmaktadır. Şahıs şirketlerde bu birikim güvencesinin sınırlı olması, anonim şirketlerle kıyaslandığında bulunan yabancı kaynaklı fonlar daha fazla maliyetli ve esnek olmayan yapılara sahiptirler. Temel etken, şahıs şirketlerinin geri ödememe riskini maliyete ekleyip daha yüksek faizle kredi imkanı sunulmasıdır.

Çok ortaklı halka açık anonim şirketlerin özendirilmesi bu niteliklere sahip şirketlere, daha geniş finansman kaynaklarına ulaşım olanağı tanımaktadır. Ek olarak, anonim ortaklıklara sağlanan kurumsallaşmayı ön plana çıkarıp, özendirici vergi avantajları, bu tür ortakların vergi yükünü hafifleterek oto-finansman olanaklarını da genişleten imkânlar sunulmaktadır (Akgüç, 2011, s.510).

“Büyük ölçekli, daha çok kâr payı dağıtabilmeleri, bu firmaların sermaye piyasalarına girişini kolaylaştırmaktadır. Aldıkları yüksek kredi dereceleri, borçlanma maliyetlerini de daha aşağıya çekmektedir. Dolayısıyla büyük ölçekli firmalar, daha uygun maliyetlerle, daha kolay borçlanabilmektedir. Ayrıca büyük ölçekli firmaların yatırımlarının yüksek tutarlarda olması, yatırımların finansmanı için alternatif seçeneklerinin oluşturulmasını da gerekli kılmaktadır.

Küçük ölçekli firmalar ise bu kadar kolay sermaye bulamazlar. Teminat gösterilebilir varlıklarının sınırlı olması ve ekonomik şartlardaki değişikliklerden daha kolay etkilenmeleri nedeniyle getirilerinde yaşamaları muhtemel dalgalanmalar, finansal sektörün bu firmalara daha mesafeli davranmasına neden olmaktadır. Borçlanmakta zorluk çeken bu firmalar, finansmanda büyük ölçüde, hissedarlarının sağlayabildikleri özsermaye ile satıcı kredilerine dayanmak zorundadır.” (Michael vd., 1979 ; Graham, vd., 2004; Uysal, 2010)

Şirketin maddi varlık yapısı, sermaye yapısının biçimlenmesinde aktif rol oynayan önemli faktörlerden birisidir. Arazi, tesis, teçhizat gibi maddi varlıklar dışarıdaki birine göre, teminat gösterilebilecek konumda olduklarından maddi olmayan varlıklara kıyasla daha değerli konumdadır. Bundan ötürü, yüksek maddi varlıklara sahip şirketlerin finansal sıkıntı maliyetleri daha düşük olacak ve dengeleme teorisine göre de düşük finansal sıkıntı maliyetlerinden dolayı maddilik ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki oluşması beklenmektedir. Daha az maliyetli, daha esnek ve geri dönüş süresi daha uzun yabancı kaynak temini kolaylıkla bulunabilecektir. Şirketlerin yüksek oranda maddi varlıklara sahip olması, sadece finansal sıkıntı maliyetlerini azaltmaz, diğer yandan büyüme fırsatlarını ve bunun sonucu olarak yönetsel takdirin temsil maliyetlerini de azaltabileceği için borç kapasitesini artıracak ana etkenlerden birisi olacaktır. Daha fazla maddi varlık demek, şirkete daha fazla güvenli borç ihraç etme

potansiyeli, gücünü ve gelecek yatırımlarla ilgili daha az bilginin ortaya çıkmasını sağlayacaktır. Daha az maddi varlıklara sahip olan şirketlerin değerleri, bilgi asimetrisinden daha fazla etkileneceğinden bu şirketlerde yetersiz yatırım problemi daha sık görülmesi beklenir. (Yiğit, 2010, s.90)

Şirketin banka veya kreditorlerin nazarında kredi değerliliğinin yüksek olması, finansman kaynakları kararında hareket esnekliği ve serbestisini artırır. Bir şirketin likidite durumu, kar sağlama potansiyeli, finansal yapısı, geçmişte almış olduğu yükümlülüklerini zamanında eksiksiz olarak yerine getirmekte gösterdiği titizlik, iyi bir finansal ve kurumsal yönetim kadrosuna sahip olması, kredi değerliliğini yükselten unsurlardandır. Genelde bir şirketin güvence olarak göstereceği varlıkların niteliği ve değeri de kredi değerliliği konusunda büyük önem teşkil etmektedir. (Akgüç, 2011, s.510)

“Anonim ortaklıkların finans yapıları, hisse senetlerinin fiyat/gelir oranına da etkilemekte, finansman riski daha az olan ortaklıklarda hisse senetlerinin fiyat/gelir oranı, diğer koşullar aynı kalmak üzere, daha yüksek olmaktadır. Bu tür anonim ortaklıklar primli, başa başın üstünde hisse senedi çıkararak fon sağlayabilmektedirler “ (Akgüç, 2011, s.510).

“Şirketlerin büyüme hedefi ile gösterdikleri, büyüme olasılıkları teminat olarak gösterilemezler ve cari bir gelir sağlayamazlar. Doğal olarak maddi olmayan büyüme fırsatları, sadece şirketler yaşadığı sürece değerlidir. Şirket, iflas ile karşı karşıya kaldığında, büyüme olasılıkları yüksek şirketlerin beklenen iflas maliyetleri çok daha yüksek olacaktır. Beklenen iflas maliyetlerinin yüksek olması da finansal kaldıraç düşürecektir. Piyasa zamanlama teorisine göre ise, büyüme fırsatının yüksek olması borç değil de hisse senedi ihracı yapılmasına yol açacaktır. Büyüme fırsatının yüksek olduğu dönemde şirket piyasa değeri de yükselecektir. Bu yüksek fiyatlamayı, kendi çıkarına kullanmak isteyen şirket, öz sermaye ihracı yönünde hareket edecektir. Böylece büyüme fırsatları ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişki gözlemlenecektir. Ancak bu negatif bir ilişki gözlemlenecektir. Ancak bu negatif ilişki, büyüme fırsatını temsil eden değişken ile piyasa bazlı finansal kaldıraç arasında görülecektir.” (Yiğit, 2010, s.91)

Şirket yaşı, sermaye yapısının oluşumunu doğrudan etkileyen önemli bir faktördür. Bir pazarda uzun süre varlık gösteren şirketler, piyasaya güven aşlamış, gelecekte de varlık göstereceğine teminat göstermiş olacaktır. Bu teminat, şirketin faaliyetleri için ihtiyacı ve kapasite artışı, yeni tesis kuruluşu gibi yatırım süreçlerinde

şirketin borç bulmasını kolaylaştıracak değerli bir niteliktir. Piyasada uzun süre var olmak, kaldıraç oranını artırarak sermaye yapısını şekillendirme alternatifini şirkete sunar.

Şirketteki finansal yöneticiler, risk alma ve şirket yönetimini ellerinde bulundurma konusundaki fikir ve tutumları da finans kaynakları arasındaki seçimi doğrudan etkiler. Bazı şirket yöneticileri finansmanda daha büyük riski göze aldıkları halde, bazı firma yöneticileri buldukları pozisyonu riske atmamak için yatırımdan kaçarak ve tutucu davranarak, emniyetli bir sermaye yapısını tercih etme yolunu tutabilirler. (Akgüç, 2011, s.513) Bunun doğal çıktısı olarak sermaye yapısı kararları doğrudan etkilenmektedir.

“Karlılığın, sermaye yapısına etkisi üzerinde ulaşılan sonuçlar birbirlerinden farklı sonuçlar göstermektedir. Dengeleme teorisine göre karlı şirketler, vergileri azaltmak için daha fazla borçlanma yolunu tercih etmelidir. Ross (1977) gibi pek çok asimetrik bilgi daha modeli de karlı şirketlerin daha yüksek kaldırıca sahip olacağını ifade etmektedir. Finansal sıkıntı maliyetleri düşük olacak karlı şirketler için faiz vergi kalkanı çok daha değerli olacaktır. Sadece vergi ve finansal sıkıntı maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda karlı şirketlerin daha fazla borç kullanmaları beklenecektir. Temsil maliyetlerini dikkate alan bir bakış açısına göre de ciddi bir serbest nakit akımı problemlerine sahip olması beklenen karlı şirketler için borçlanma yoluyla sağlanan disiplin oldukça önem arz edecektir. Petersen ve Rajan (1994) ‘da daha karlı şirketlerin finansal sorumluluklarını kolayca ve zamanında karşılamak için yüksek borç düzeyini tercih edebileceklerini öne sürmektedir.

Şirketlerin faaliyetlerini finanslamada bir hiyerarşiye uyduğunu öne süren Myers ve Majluf’a (1984) göre de borçlanmak yerine içsel fonlar tercih edileceğinden karlı şirketlerin daha düşük kaldıraçlı olması beklenmektedir. Karlı bir şirket, içinde bulunduğu sektörle karşılaştırıldığında düşük bir kaldıraç oranına sahip olacaktır. Diğer taraftan, aynı sektörden karsız bir şirket nispeten daha yüksek bir kaldıraç oranına sahip olacaktır” (Yiğit, 2010, s.83)

3.2. Finansal Performans Kriterleri

Şirketler sürdürülebilir olabilmek için vizyon ve stratejileri doğrultusunda satış, pazarlama, tedarik ve üretim planlarını şekillendirirler. Bu planların mali ve finansal tablolarla şirketin gelecek dönemdeki beklenen getiri ve hedeflenen getiri için karlılık

performansı da sermayedarların ve şirket üst yönetiminin en başta dikkat edeceği argüman olacaktır.

İş hayatında anonimleşmiş bir söz “Bir işi yönetebilmek için, ölçmek gerekir” der. Eğer doğru şekilde ölçüm ve analiz yapılamaz ise, ölçüm sonuçlarına göre yapılacak her bir sonuç yanlış kararlar alınmasına sebebiyet verebilecektir. Özellikle finansal konularda doğrum ölçümle sonuçlanmamış bir değerlendirme yapmak, şirketin yanlış yatırım kararları almasına ve hatta şirketi finansal darboğaza sokup, iflasa doğru gidebilmesine yol açabilir.

Şirketlerde sağlıklı ve doğru karar alma, planlama ve denetim işlevlerinin etkin ve verimli bir şekilde yönetilebilmesi, belirlenmiş periyotlarda düzenli bir biçimde finansal analiz yapılması hayati önem arz etmektedir. Bu sebeple şirket yöneticilerinin kendi çalışanlarına veya tarafsız kuruluşlardan destek alınarak finansal performansın ölçülmesini ve analizini sağlaması, yöneticilerin asli sorumlulukları arasında bulunmaktadır. Analizleri ve ölçümler nihai hedefine ulaşabilmesi için, kullanılacak verilerin neler olduğu, bu veri setlerinin nasıl temin edileceği ve nasıl değerlendirileceği önem arz eden diğer hususlardır (Çam, 2008, s.55-56).

Şirketler misyon referansı ve vizyon doğrultusunda, sürdürülebilir karlılık performansı ile büyümesi ve aktif olarak bulunduğu pazarlarda rakiplerine karşı rekabet üstünlüğü sağlaması gerekmektedir. Gelecekte varlık gösterebilmek ve rekabet gücünü doğru bir şekilde yönetebilmek şirket finansal performansının doğru şekilde ölçülmesi elzemdir. Sermaye piyasalarının gelişmesi, kreditorlerin fon sağlamada, daha sağlam temellere dayanma gereksinimi içinde oluşu ve şirketlerin büyüme göstergelerini doğru analizlerle ile beyan etmesi ihtiyacını çok önemli bir konuma oturmuştur. (Acar, 2003, s.21)

Finansal yönden iyi pozisyonda olmayan şirketler, rakiplerine karşı rekabet üstünlüğünü, maliyet avantajı gibi çeşitli yeteneklerini zaman içerisinde kaybetmeye başlayacaktır. Bunun birlikte, finansal yapının güçlü olması şirketlere olan güveni arttıracaktır. BASEL II kapsamında finansal yapısı daha sağlam firmalar, kredi kuruluşlarından daha düşük maliyetli kredi olanakları bulmaya başlayacaklardır. Bu bakış açısıyla da düşünüldüğünde bir şirket için finansal performans çok önemlidir (Çam, 2008; Ünal, 2013).

Finansal performansın analiz edilmesindeki ana argüman karar verici mercilere şirketin içerisinde bulunduğu mali koşulları ve gelişimi ile ilgili ihtiyaç duyulan bilgilerin ulaşmasını sağlamaktır. Şirket yönetim kurulunun geleceğe dönük alacağı

pazardaki hacimde büyüme, küçülme veya durağan pozisyonda kalma ile ilgili alacağı yönetsel kararlarında, dış kaynak kullanımı için başvuru yapılan kreditorlerin şirketi değerlendirmelerinde ve şirket hissesinden pay alacak olası yeni sermayedarların alacağı yatırım kararlarının alınmasında kritik rol oynar (Özgülbaş, 1999; Ünal, 2013).

Şirketler her cari dönemde yaptığı faaliyetlerin mali karşılığını ifade eden finansal tablolara (bilanço ve kar/zarar tabloları) farklı perspektiften bakılarak şirketin finansal performansını ölçmeye çalışırlar. Şirketin finansal performans göstergeleri, karlılık, satış hacmi, kaynakların optimum(karlı) kullanma yetisi, borçluluk oranı, alınan borcu geri ödeme kabiliyeti, şirketin piyasadaki durumu gibi kritik performans göstergeleri farklı oran analizleri ile incelenebilmektedir. Elde edilen sonuçlar, sektörden sektöre farklılık göstermekle birlikte, şirketler sektör ortalamalarıyla rakiplerini ve kendi geçmiş verileri ile karşılaştırma yaparak performans sonuçlarına değerlendirmede bulunurlar (Aydın ve Ülegin, 2011, s.63).

Şirketin var oluş amaçları, sürdürülebilirliklerinin teminatı olan karlı büyümedir. Bu sebeple şirket hangi faaliyet alanında olursa olsun, en temel ölçüt her zaman *karlılıktır*. “Karlılık oranları hem yatırımlar hem de satışlar üzerinden hesaplanabilmektedir. Net kar marjı, net karın satışlara oranı olup, iş hacmi rantabilitesi açısından bir firmanın faaliyet sonuçlarının ne ölçüde karlı olduğunu ortaya koymaktadır. Aktif karlılık oranı ise, varlıkların işletmede ne ölçüde karlı kullanıldığını göstermek için kullanılmaktadır. Dolayısıyla gerek satışların kara dönüşümü açısından gerekse firmaların çalışma sermayesi ve duran varlık unsurlarına yaptıkları yatırımların karlılığı açısından bu oranlar önemli bir çıktı değişkeni olmaktadır. Firmalar açısından firma stoklarının ve alacaklara bağlanan fonların paraya dönüşüm hızları finansal performansın değerlendirilmesinde önemli bir etkinlik ölçütü olmaktadır” (Ata ve Yakut, 2009; Ünal, 2013).

Akgüç (2010)’ e göre şirketler finansal analizi aşağıda belirtilen gereksinimlerden dolayı gerçekleştirmelidirler:

- a. Şirketin faaliyetlerinde etkinlik ve başarı derecesini değerlendirmede,
- b. Şirketin ana ve sair hedeflerine ulaşıp ulaşamadığını tespit edebilmede,
- c. Hedefe ulaşamamışsa kök nedenlerini araştırmada,
- d. Geleceğe dönük planlar hazırlamada,
- e. Üretilen mal ve hizmetler, üretim miktarı, üretim reçetesi ve ı izlenebilecek fiyat politikası konusunda karar almada,

- f. Şirketin, varlığını riske atmadan, yükümlülüklerini yerine getirebilme yetisini belirlemede,
- g. Şirket faaliyetlerini tarafsız bir bakış açısı ile denetim ve değerlendirebilmede,
- h. Şirket faaliyet alanının her evresinde proaktif ve reaktif kararlar almada büyük önem taşımaktadır.

3.2.1. Karlılık Performansın Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler

Şirketlerin mali durumu ile faaliyet sonuçlarının değerlendirilmesi, şirketin amaç ve hedefleri de ile tutarlı, rasyonel kararlar alınabilmesi için, finansal yöneticilerinin sahip olması gereken analitik araçlar bulunmalıdır. (Akgüç, 2011, s.20)

3.2.1.1. Öz Sermaye Karlılığı

“Özsermaye karlılığı (ROE – Return on Equity), ortakların şirkete kaynak olarak bırakmış oldukları fonların bir birimine düşen karlılığı ölçen orandır. Şirketin yönetimindeki başarı derecesi ile karlılık durumunun analizinde önemli bir göstergedir. Şirketin kullanımına bırakılmış bu fonların getirisinin ölçülmesi bakımından önem arz etmektedir.” (Krause ve Aroa, 2008; Aydeniz, 2009). Aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{Özsermaye Karlılığı (ROE)} = \text{Net Kar} / \text{Öz Sermaye}$$

Özsermaye Karlılığı, piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde yatırım yapmaktaki ana hedef, kar elde etmek olduğuna göre sağlanan karla, o şirkete, şirketin sahip veya sahipleri tarafından sağlanan sermaye arasındaki ilişkinin belirlenmesi, karlılık analizinde anlamlı bir gösterge bulunmaktadır. (Akgüç, 2011, s.63)

Firmanın Net Kar/Özsermaye oranı hesaplanırken, dikkate alınması gereken en önemli noktalardan biri de, paydada yer alan rakamın, firmanın öz sermayesinin gerçek tutarını gösterip göstermediğidir. Diğer bir ifade ile bir firmanın öz sermayesi, net varlık (aktif) toplamı ile borçları arasında olumlu farktır. Bu sebeple varlıkların değerlendirilmesinde, toplam borcun saptanmasında hatalar yapıldığı ve/veya net varlık toplamı yanlış hesaplandığı durumlarda, şirketin öz sermayesi olduğundan fazla veya eksik gösterilmiş olacağından öz sermaye karlılığının değeri anlamını bir ölçüde yitirecektir. (Akgüç, 2011, s.63)

Öz sermaye karlılığı değerini, şirketlerin geçmiş değerleriyle kıyaslaması, bulunduğu sektörün ortalaması ile kıyaslaması gelecekte alacağı kararları, yapacağı yatırımları hangi oranda borç kullanabileceği sonucunu da ortaya çıkararak önemli bir göstergedir. Dengeleme teorisinin de üzerinde durduğu gibi, şirketler finansal değerlendirmeler sonucu, optimal sermaye yapısını gereği özsermaye/ yabancı kaynak oranını korumak ve vergi kalkanından yaralanabilmek için daha fazla borçlanma oranını artırma yoluna gidebilir. Bu yönüyle özsermaye karlılığının doğru tespiti geleceğe yönelik alınacak finansal kararlarda etkili bir araçtır.

3.2.1.2. Toplam Aktif (Varlık) Karlılığı

Aktif karlılığı (ROA - Return on Assets), diğer bir ifade ile varlık karlılığı, şirketin sahip olduğu tüm varlıklarını (yapılan maddi ve finansal yatırımlar dahil olmak üzere) hangi oranda etkin kullanıldığını gösteren bir orandır. (Schwenker ve Spremann, 2007; Aydeniz, 2009). Aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$\text{Toplam Varlık(Aktif) Karlılığı (ROA)} = \text{Net Kar} / \text{Toplam Varlıklar}$$

Toplam varlık(aktif) karlılığı, bir şirketin sahip olduğu tüm varlıkların hangi oranda verimli olduğunu gösterirken, finansmanında büyük ölçüde yabancı kaynak kullanan ve yabancı kaynak kullanımını yıldan yıla farklılık gösteren şirketlerde, karlılık analizinde çok derece hassas değerlendirilmelidir. Bu yöntemde net kar, faizler ve vergiler indirildikten sonra kalan tutarı gösterdiğinden, bir firmanın finansman şekline ve/veya finansman yapısındaki değişikliklere göre söz konusu oran yüksek veya düşük görülebilir. Sermaye yapısında ağırlıklı olarak yabancı kaynak kullanan, dolayısıyla ağır bir borç yükü altında bulunan şirketlerin *net kar/toplam varlık* oranının varlıklarının büyük bir bölümünü öz kaynakları ile finanse eden şirketlere kıyasla daha düşük olması beklenir. Payında yalnız öz sermaye kullanımı karşılığında sağlanan kar yer aldığı halde, paydasında gerek öz sermaye gerek yabancı kaynaklarla finanse edilmiş tüm varlıklar yer almaktadır. Şirketler finansman kaynaklarının türüne göre farklı sonuçlar veren, pay ve paydası arasında tutarlılık bulunmayan bu oranı, bir şirketin karlılık durumunun değerlendirilmesinde bir ölçü olarak kullanırken azami dikkat göstermesi gerekmektedir. Analizlerde yalnızca bu orana bakılarak yapılan tespitler hatalı yorumlara sebep olabilir. (Akgüç, 2011, s.67)

3.2.1.3. Satışların Karlılığı

“Satış Karlılığı (ROS - Return on Sales) oranı bir şirketin her bir para birim satışı için üzerinden elde ettiği net geliri gösterir ” (Zell 2008; Aydeniz, 2009). Aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Satış Karlılığı (ROS)} = \text{Net Kar} / \text{Net Satışlar}$$

Bir şirketin faaliyetlerinin ardından elde ettiği net karın, ilgili dönem içerisindeki toplam satış tutarına/ gelirine bölünmesi ile şirketin ne ölçüde karlı olduğunu ortaya koyar. Bu sebeple bu satış karlılık oranının yüksek olması ve geçmiş yıllarla kıyaslandığında yükselen bir eğim göstermesi, şirketin lehine yorumlanacak bir gelişmedir. Yine diğer oransal analizlerde olduğu gibi sektör ortalama değeri ile kıyaslanması şirketin pazardaki rakipleri ile kıyaslaması ve yeni dönemlerde alacağı kararların etkisini de ölçülmesi gerekmektedir. Satış Karlılığı (ROS) oranı incelenirken, şirket yöneticileri dış etmenlerin, asıl faaliyetten değil de sair sebeplerle cari döneme ait ek gelirlerin tespit edip, yapacakları finansal yorumların sağlıklı yönlendirmesinde azami çaba göstermelidirler. (Akgüç, 2011, s.73)

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. SERMAYE YAPISININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Sermaye yapısı ile şirketin finansal performansına ilişkin finans literatüründeki çalışmalar araştırılığında finansal araştırmaların mutlak ve herkes tarafından ortak kabule varılamadığı görülmüştür. Bazı çalışmalar karlılık performansı ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki tespit ederken, literatürdeki bazı çalışmalar da anlamlı sonuçlara ulaşamamıştır. Yine bazı çalışmalar aynı değişkenleri kullanarak farklı zaman diliminde ve sektörlerdeki uygulamalarda farklı anlamlı sonuçlar bulmuşlardır.

Modigliani ve Miller (1958)'de sundukları ilk önermelerinde, bir şirketin piyasa değeri ve sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısından tamamen bağımsızdır görüşünü ileri sürmüşlerdir. Bu yaklaşım, ilintisizlik teorisi ve mükemmel bir sermaye pazarı kabulü altında varsayımda bulunulmuştur.

Modigliani ve Miller (1963) yaptıkları çalışmada ilk önerdikleri varsayımları, Amerika'da uygulamayla faiz giderlerinin vergi kalkanına girmesiyle, revize edip, kaldıraçlı (borç kullanan) şirket değerinin; kaldıraçsız şirket değeri ile kaldıraçlı şirketin vergi tasarrufu etkisinin toplamından oluştuğu sonucuna ulaşmışlardır.

Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen finansal hiyerarşi teorisine göre, şirketler karlı oldukları dönemlerde, dağıtılmayan karlarla düşük kaldıraçlı hale gelmekte, karsız oldukları dönemlerde ise, borç toplayarak yüksek kaldıraçlı olmayı tercih etmektedirler sonucuna ulaşmışlardır.

Kraus ve Litzenberg (1973) tarafından literatüre giren dengeleme teorisine göre şirketin kaldıraç kullanımının sağladığı elde ettiği maliyet avantajı ile yine kaldıraç kullanımı ile şirketin taşıyacağı risk arasında denge olmalıdır. Şirketler optimum sermaye yapısını koruyacak şekilde sermaye yapısındaki borç ve öz sermaye oranını dengeleyecek finansal karar alması gerektiğini ileri sürmüşlerdir.

Taub (1975) tarafından yapılan çalışmada, karlılık ve şirket kaldıraç arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Dört adet karlılık ölçütünden ve farklı borç oranlarından (kısa vadeli, uzun vadeli, toplam borç) faydalanmış ve borç kullanımı-kaldıraç ile karlılık arasında pozitif ilişki bulmuştur.

Ross (1977) tarafından geliştirilen sinyal teorisi, kaldıraç ile şirket değeri ve karlılık arasında pozitif bir ilişki bulmuş, şirketin yüksek oranda borçlanması şirket

için iyi bir sinyal olacağını öne sürmüştür. Bu modelin temel ampirik sonucu, şirket değerinin veya karlılığının, borç/özsermaye oranıyla pozitif ilişkili olduğudur.

Titman and Wessels (1988) tarafından yapılan çalışmada yüksek kâr eden, finansman ihtiyacını öncelikle öz kaynaktan sağlayarak, borç oranını öz sermayeye oranla daha az oranda tuttıkları sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmalarında kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve toplam borç oranları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerin tümünün aktif kârlılığı üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma sonucu finansal hiyerarşi teorisinin varsayımlarıyla uyum göstermektedir.

Borton ve Gordon (1988), Fortune 500 listesinde hem 1974 yılında hem de 1982 yılında yer alan 279 ABD firmasının 1970-1974 yılları arasındaki firma stratejisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda firma riskliliği ile ilgili stratejilerin firmaların sermaye yapılarını etkilediği; firma karı ile borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğu saptanmıştır. (Yükeri, 2009, s.42)

Fischer, Heinkel ve Zechner (1989), ABD’de bulunan 999 firma için 1977 -3. çeyrekte 1985 - 4. çeyreğe kadarki 3 aylık muhasebe verilerini kullanarak bir araştırma yapmışlardır. Araştırma sonucunda firma özellikleri ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak önemli bir ilişki bulunmuştur. Daha küçük, riskli, daha düşük vergili ve daha düşük iflas maliyetli firmaların zaman içerisinde borç oranlarında daha büyük değişiklikler sergileyecekleri ileri sürülmüştür. (Yükeri, 2009, s.43)

Allen (1991), Avustralya’daki borsalarda hisseleri işlem gören 48 firmanın sermaye yapısını etkileyen faktörleri ve finansal politikalarını belirlemeye yönelik bir anket çalışması yapmıştır. şirketin borç düzeyiyle, kârlılık düzeyi arasında negatif bir ilişki bulmuştur.

Ölçal (1993), Türkiye’de faaliyet gösteren imalat sektöründeki şirketlerin optimal sermaye yapısının varlığını ve optimal sermayenin hangi faktörlerden etkilendiğini çoklu regresyon analizi yardımıyla test etmiştir. Çalışmanın verileri hisse senetleri İMKB’de işlem gören üretim işletmelerinin 1988-1991 yılı bilanço ve gelir tablosu bilgilerinden elde edilmiştir. Araştırma sonucu, işletmelerin uzun vadeli borçlanma kararlarının sadece karlılıklarından etkilendiğini göstermiştir. İşletmelerin varlık yapılarının ise, uzun vadeli borç finansmanlarında hiçbir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir. Bu bulgudan yola çıkarak araştırma sonucunda Türkiye’deki üretim işletmeleri için optimal sermaye yapısının olmadığı ifade etmiştir. Ayrıca Türkiye’deki işletmelerin uzun süreli fon gereksinimleri karşılayacak finansal piyasaların tam olarak

gelişmediği göz önüne alındığında işletmelerin daha çok kısa vadeli banka kredilerine yöneldiği tespit edilmiştir.

Hatfield, Cheng ve Davidson (1994), ABD’de borsaya kote olmuş 183 firmanın 1982-1986 yıllarına ait borçlanma duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Örneklemi endüstri ortalamasının altında ve üstünde borçlananlar olmak üzere iki grup halinde incelemiştir. Analiz sonucunda piyasanın, firmaların ait oldukları endüstri ortalamasının üstünde veya altında kaldıraç düzeyine sahip olmasına herhangi bir olumlu veya olumsuz tepki vermediği saptanmıştır (Karadeniz, 2008, 70).

Chen ve Hammes (1997), yedi OECD ülkesinde (Kanada, Danimarka, Almanya, İtalya, İsveç, İngiltere ve ABD) panel veri analizi kullanarak, şirket kârlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki sonucuna ulaşmıştır.

Fama ve French’e (1998) göre vergi kalkanından yararlanmak için finansal kaldıraç kullanımı şirkete mutlak bir katkı sağlayacak bir durum gerçekleşmeyebilir. Çünkü, yüksek kaldıraç kullanımı hissedarlar ve borç verenler arasında vekalet sorunlarına daha çok yol açabilir; bu durumda kaldıraç ve karlılık arasında negatif bir ilişki ile sonuçlanacaktır.

Chen, Lensink ve Sterken (1998), Hollanda firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerine çalışmışlardır. 1984-1995 yıllarını kapsayan çalışmalarında 51 firmayı incelemişlerdir. Panel veri yönteminin kullanıldığı bu çalışmada, asimetrik bilgiye dayalı teoriler ve özellikle finansal hiyerarşi teorisinin, Hollanda firmalarının finansman tercihini açıklamada çoğu zaman yeterli olduğu bulunmuştur. Hollanda firmaları finansman için öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda dış kaynakları kullanmaktadır. Analiz sonucunda kaldıraç ile maddi duran varlık ve büyüklük arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Kazançların değişkenliği ve karlılık ile kaldıraç oranı arasında ise negatif ilişki bulunmuştur. (Kakilli, 2004; Yükeri 2009).

Graham (2000) yılında gerçekleştirdiği çalışmasında, borç kullanımı ile karlılık arasında negatif ilişki tespit etmiş, büyük ölçekli ve karlı şirketlerin düşük borç seviyeleri ile sermaye yapılarını yönettikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Colombo (2001), 1992-1996 yılları arasında Macaristan’da üretim ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren 1100 firmanın sermaye yapısı kararlarını ve özellikle banka borçlanmalarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla çapraz kesit regresyon yöntemi ile panel veri yöntemini kullanarak incelemiştir. Analiz sonucunda net satışların logaritması ile ifade edilen büyüklük, sahiplik ve maddi teminat değişkenleri

ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Firmaların gelecekteki büyüme performanslarını gösteren yatırım/toplam varlık oranı ile borçlanma arasında negatif ilişki ortaya konmuştur.

Mesquita ve Lara (2003), Brezilya’da halka açık şirketlerde finansal kaldıraç değişkeni ile kârlılık arasında negatif, kısa vadeli borç düzeyiyle kârlılık arasında ise pozitif bir ilişki saptamışlardır. Uzun süreli borç düzeyiyle kârlılık arasında ise herhangi bir ilişkiye rastlanılamamıştır.

Bahçeli (2003) çalışmasında Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapıları, panel veri yöntemi kullanılarak Türkiye’de sermaye teorilerinin işlevselliği test edilmek istenmiştir. Araştırmanın sonuçlarında borç, varlıklarla doğru orantılı iken, satışlarla ters orantılı çıkmıştır. Bu durum finansman hiyerarşisi teorisini desteklemektedir. Toplam varlık karlılığının borçlanmayı azaltıcı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Karlılığı yüksek olan işletmelerin sermaye yapılarında kısa vadeli borç kullandıkları, yatırımlarını da özsermaye ile finanse ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç da finansman hiyerarşisi teorisini desteklemektedir. Makro ekonomik değişkenler arasında sadece kredi hacmi ile sermaye yapısı arasında ilişki olduğu gözlenmiştir. Faiz oranı ile sermaye yapısı arasında herhangi bir ilişkinin olmadığı sonucu borç arzının düşük olmasının bir nedeni olarak sayılmıştır.

Acaravcı ve Doğukanlı (2004), 1992-2002 dönemi arasında İMKB’de işlem gören ve imalat sanayinde yer alan 66 şirketin sermaye yapısını etkileyen faktörleri inceleyen çalışma yapmışlardır. Çalışmada sermaye yapısını etkileyen faktörler şirkete özgü değişkenler, finansal piyasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olarak belirlemiştir. Analiz sonucunda şirketin toplam varlıklarının büyüme oranları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı ve toplam kamu iç borç stoku/nominal gayri safi yurtiçi hasıla oranının sermaye yapısını pozitif yönde etkilediği buna karşın sabit varlıkların toplam varlıklar içindeki payının sermaye yapısını negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Ayrıca çalışma sonucunda imalat sanayinde yer alan firmaların sermaye yapısı seçiminde finansal hiyerarşinin kuramına uygunluk gösterdiği vurgulanmıştır.

Abor (2005), 1998-2002 yılları arasında Gana borsasında faaliyet gösteren bütün firmaların, kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar ve toplam borçların özsermaye karlılığı (ROE) ile ilişkisini incelemiştir. Kısa vadeli ve toplam borçlarla öz sermaye karlılığı arasında pozitif ilişki tespit ederken, uzun vadeli borçlarla öz sermaye karlılığı

arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, Gana borsasına kota olmuş şirketlerin aldıkları borçların %85'ini kısa vadeli borçlar oluşturduğunu belirtmiştir.

Topal (2006), 1997–2003 yılları arasında İMKB'ye kote olan imalat işletmelerinin sektöründe yaptığı çalışmanın sonuçlarına göre; örnek kütlede yer alan işletmelerin toplam kaynaklar içerisinde en büyük paya sahip finansman kaynağı öz kaynak olarak saptanmıştır. İşletmelerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe, aktif karlılık oranı ve brüt kar marjı, çok değişmemekte ancak öz sermaye karlılığı düşmektedir.

Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006), çalışmalarında dinamik panel veri yöntemi aracılığıyla İMKB hissesi bulunan 123 sanayi şirketine ait 1993–2002 yıllarına ait verilerde sermaye yapısını etkileyen firmaya ait faktörleri incelemiştir. Çalışmanın çıktısı olarak ilgili şirketlerde, toplam varlıklardaki büyüme ve şirket büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunurken, ekipman, arazi ve tesisdeki büyüme fırsatları, karlılık, sabit varlıkların payı ve vergi kalkanına ait borç dışı giderlerin kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.(Yükeri, 2009, s.56)

Hijazi and Tariq (2006), Pakistan Çimento sektöründe, 1997-2001 yılları arasında faaliyet gösteren 16 şirket üzerinde yaptıkları çalışmada, toplam varlık karlılığı ile toplam kaldıraç arasında anlamlı negatif ilişkiye ulaşımlardır.

Büyüktortop (2007), Türkiye'de faaliyet gösteren çok uluslu işletmelerin sermaye yapılarını ve sermaye yapılarını üzerine yaptığı çalışma sonucunda İMKB'de işlem gören ulusal ve çok uluslu işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin birbirinden farklılık arz ettiği belirlenmiştir. Karlılık ve borç dışı vergi kalkanı ile ulusal işletmelerin borç oranı arasında negatif yönlü ilişki olduğu saptanmıştır. Bu durum finansman hiyerarşisi teorisini ile uyumaktadır. İşletme büyüklüğü ile borç oranı arasındaki ilişkinin çok uluslu işletmeler için pozitif olduğu ulusal işletmeler için ise negatif olduğu tespit edilmiştir.

Külter ve Demirgüneş (2007), hisse senetleri İMKB'de işlem gören perakendeci işletmelerde kârlılığın borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azaldığını saptamışlardır.

Mahmood ve Zakaria (2007), gayrimenkul ve inşaat sektöründe kaldıraç kullanımının net kâr marjı ile fiyat kazanç oranına etkisinin ters yönlü olduğunu sonucuna ulaşımlardır.

Kabakçı (2008), gıda sektöründe faaliyet gösteren şirketlerde kaldıraçın öz sermaye kârlılığına etkisinin negatif olduğunu saptamıştır.

Al-Shami (2008) Birleşik Arap Emirlikleri'nde 2004-2007 yıllarında faaliyette bulunan sigorta şirketlerinin karlılıklarının belirleyicilerini araştırmıştır. Analiz sonucunda sigorta şirketlerinin yaşı ile varlık karlılığı (ROA) arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar elde etmiştir. Ayrıca ROA ile toplam aktifler ve sermaye büyüklüğü arasında pozitif; buna karşın hasar prim oranı ve kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Frank ve Goyal (2009), çalışmalarında şirket kârlılığı ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki saptamışlardır.

Okuyan ve Taşçı (2010) çalışmalarında, Türkiye'deki en büyük 1000 sanayi şirketleri üzerine panel veri analizi uygulamıştır. Kaldıraç kullanan şirketlerin daha fazla katma değer oluşturmasına karşın şirketlerin fon gereksinimlerini öncelikle öz kaynaklardan karşıladıkları ancak bu fonlar ihtiyacı karşılamadığı dönemlerde yabancı kaynak kullanımını tercih ettikleri sonucuna ulaşmıştır. Bu sonuç doğrultusunda, Türkiye'deki sanayi şirketlerinin finansal hiyerarşi teorisine varsayımlarıyla uyum göstermektedir.

Muzır (2011) çalışmasında; şirket büyüklüğü, sermaye yapısı ve firma performansını incelemiştir. Borçla finanse edilen varlıkların özellikle ekonomik sıkıntı dönemlerinde firmanın risk görünümünü artırdığı ve firmaların sermaye yapısı kararlarının “denge teorisi”ne uyumlu olduğu yönünde sonuçlara ulaşmıştır. (Akpınar, 2016, s.293)

Karadeniz ve İskenderoğlu (2011), Borsa'da işlem gören Türk turizm şirketlerinde kaldıraç kullanımının aktif kârlılığı üzerinde negatif etkili olduğunu sonucuna ulaşmışlardır.

Şahin (2011), çalışmasında KOBİ niteliğindeki 18 şirkete yönelik yaptığı panel veri analizinde, toplam kaldıraç oranının öz sermaye kârlılığını pozitif etkilediğini, firma değerinin ise borç öz sermaye oranından pozitif yönde etkilendiğini saptamıştır.

Skopljak ve Luo (2012) finans sektöründe yaptığı çalışmada öz kaynak kârlılığını bağımlı değişken olarak tanımlanmıştır. Çalışma bulgularında sermaye yapısının performans üzerindeki etkisinin doğrusal olmadığı ve ikinci dereceden eğrisel bir etki yarattığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, düşük borç düzeyindeki şirketlerin sermaye yapısı performans ilişkisi daha güçlüyken, yüksek borç oranındaki şirketlerde bu ilişkinin zayıfladığı yönünde bulgular elde etmiştir.

İskenderoğlu, Karadeniz ve Atioğlu (2012), İMKB bankacılık sektöründe, sermaye yapısına ilişkin kaldıraç oranların kârlılığı negatif, büyüme ve büyüklüğün ise karlılığı pozitif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir

Shubita ve Alsawalhah (2012), Umman borsasında işlem gören imalat işletmelerinde özsermaye kârlılığı üzerinde borç kullanımının negatif yönlü anlamlı bir etkisi olduğunu saptamışlardır.

Yener ve Karakuş (2012), farklı aktif büyüklüklerine sahip 63 şirkette ortalama aktif büyüklükleri 500 milyon TL'nin altında olan şirketlerde sermaye yapısı ile firma değeri arasında ters yönlü anlamlı bir ilişkiyi saptamışlardır. Bunun dışında 500 milyon TL üzerinde aktif büyüklüğü olan şirketlerde ise bu değişkenler arasında anlamlı bir ilişki ile bulunmuştur.

Mohammadzadeh ve diğ. (2013), İran'da ilaç sektöründe kaldıraç kullanımı ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Doğan (2013), 2005-2011 yıllarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'de faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin sermaye yapısının karlılık üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Sigorta şirketlerinin karlılık göstergeleri olarak "Varlık Karlılığı" (ROA) kullanılmıştır. Ampirik analizlerde çoklu regresyon ve korelasyon yöntemlerinden faydalanılmıştır. Çalışma sonucunda sigorta şirketlerinin hasar prim oranı, kaldıraç oranı ve likit aktiflerinin artması karlılığını olumsuz yönde buna karşın aktif büyüklüğünün artması karlılığını olumlu yönde etkilemektedir.

Ahmad (2014), çimento sektöründe ise öz kaynak kârlılığında kısa vadeli kaldıracın pozitif, uzun vadeli kaldıracın ise negatif etkili olduğunu belirlemiştir.

Hassan (2015) çalışmasında 2008-2013 yılları arasındaki beş yıllık dönemde Borsa İstanbul'da kayıtlı ve işlem görmekte olan gıda üretim firmalarının sermaye yapılarının karlılıkları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Özsermaye karlılığı (ROE) ve toplam varlık karlılığı (ROA), bağımlı değişken olarak; kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve toplam borç ise, bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Sermaye yapısının karlılık üzerindeki etkisi Panel Veri Yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre bağımsız değişkenler (kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam borçlar) ile aktif (varlık) getirisi arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bununla beraber bağımsız değişkenler ile öz sermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Özsermaye karlılığı ile hem kısa vadeli borç hem de uzun vadeli borç arasında anlamlı negatif ilişki bulunmuştur. Diğer yandan toplam borç ve öz sermaye karlılığı arasında da anlamlı bir pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir.

Sultan, Jalal ve Farooq (2015), Pakistan-Karaçi Borsasında faaliyet gösteren (finans alanında olmayan) 201 adet şirketin 2004-2014 yılları arasındaki finansal verilerini incelemiştir. Özsermaye karlılığı ile kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar ve toplam borç arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir.

Akpınar (2016), 2010 ila 2013 yılları arasında BIST100 endeksinde yer alan finansal olmayan 81 adet firma 324 gözlemle incelemiştir. Panel veri analizindeki modellerde; şirket performansı göstergesi olarak özkaynak karlılığı (ÖK) ve net kar marjı (NKM) kullanılarak sermaye yapısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Sermaye yapısı göstergesi olarak; kısa vadeli borç oranı (KVBO), uzun vadeli borç oranı (UVBO) ve toplam borç oranı (TBO) kullanılmıştır. KVBO değişkeninin katsayıları tüm modellerde anlamlı ve negatiftir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular “*ilintisizlik teorisi*” ile çelişkili olmakla beraber “*finansal hiyerarşi teorisi*” ile kısmen örtüşmektedir.

Karadeniz, Kaplan ve Günay (2016), Borsa İstanbul’da işlem gören turizm şirketlerinden 2009-2015 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verilerine ulaşılabilen 8 şirket üzerinde analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda turizm şirketlerinde kısa vadeli kaldıraç ile toplam kaldıracın, net kâr marjı, aktif kazanç gücü ve aktif kârlılığı üzerinde negatif etkisi olduğu saptanmıştır. Öte yandan çalışmada turizm şirketlerinde uzun vadeli kaldıracın bütün kârlılık göstergeleri üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılamamıştır.

Sadiq ve Sher (2016), çalışmasında Pakistan’da faaliyet gösteren 19 otomobil şirketinin 2006-2012 yılları arasındaki finansal tabloları regresyon analizi yaptığı çalışmada, toplam kaldıracın ile özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. VERİLER VE METODOLOJİ

Firmaların sermaye yapısı ve karlılık ilişkisi, finans literatürünün en canlı, en aktif konularından olup her geçen gün farklı bakış açıları ile yeni kazanımlar elde edilmektedir. Literatür çalışmaları incelendiğinde, ülkenin ekonomik yapısı, sektörün farklılaşması, analizlerde kullanılan modele ait değişkenler ve çalışmanın yapıldığı dönemlerin farklı olması sebebiyle, sermaye yapısı ve karlılık ilişkisinde; finansal teorilerde görüş birliği olmadığı gibi, ampirik çalışmalarda da farklı sonuçlara ulaşılmaktadır. Bu doğrultuda, her bir ampirik çalışma finans literatürü için zenginlik kaynağıdır.

Çalışma verileri 2009-2016 yıllarını kapsayan ve Borsa İstanbul'a (BİST) kote olmuş çimento sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin bilanço ve gelir tabloları referans alınarak oluşturulmuştur. Çalışmada analiz edilen finansal verilere tablolarına Kamu Aydınlatma Platformu (kap.gov.tr) sitesi 'den ulaşılmıştır. Ardından çalışmadaki veriler kurulacak modeldeki rolüne göre bağımlı ve bağımsız değişken olarak tanımlanmıştır. Bu bağlamda Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Toplam Varlık (Aktif) Karlılığı (ROA) bağımlı değişken olarak tanımlanmış, kaldıracın karlılık üzerine etkisinin varlığı tespit edilmeye çalışılacak olan Uzun Vadeli Yükümlülükler, Toplam Yükümlülükler, Büyüklük ve Vergi Dışı Borç Kalkanı bağımsız değişken olarak kabul edilmiştir.

5.1. Değişkenlerin Ölçümü

Çalışmanın bu bölümünde kullanılan iki değişken grubu tanımlanmıştır: Bağımlı değişken grubu ve bağımsız değişken grubu.

5.1.1. Bağımlı Değişkenler

Kaldıracın karlılık performansını ölçmek için iki temel analiz yöntemi referans alınmıştır. Bunlar, Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Toplam Varlık(Akif) Karlılığı (ROA). Çalışmanın önceki bölümlerinde bağımlı değişken olarak kabul edilen bu iki yöntem ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Hesaplanmaları aşağıdaki gibidir:

Özsermaye Karlılığı (ROE) = Net Kar / Öz Sermaye

Toplam Varlık(Aktif) Karlılığı (ROA) = Net Kar / Toplam Varlıklar

5.1.2. Bağımsız Değişkenler

Borçlanma kararları ve karlılık ilişkisini inceleyeceğimiz ve literatürde en yaygın olarak kabul gören ve kullanılan uzun vadeli borçlanma ve toplam borçlanma bu çalışmanın bağımsız değişken olarak alınmıştır: Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar ve Toplam Yükümlükler/Toplam Varlıklar. Çalışmada, bağımsız değişkenler olan uzun vadeli kaldıraç ve toplam kaldıraçın etkileri ayrı ayrı gözlemlenmesine olanak sağlayacaktır. Ek olarak çalışmada, Şirket Büyüklüğü ve Borç Dışı Vergi Kalkanı bağımsız (kontrol) değişken olarak eklenmiştir.

5.1.2.1. Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar Oranı

Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar oranı, çalışmada kullanılan bir diğer bağımsız ve açıklayıcı değişkendir. Bu orana ait verilerin, 2009-2016 yılları arasındaki imalat seçilen çalışma döneminde Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin, finansal faaliyetlerini yürütürken, sermaye yapısındaki ne yoğunlukta uzun vadeli yabancı kaynak (borç) kullandıklarını ve bu finansal kaynak çeşidinin şirket kar performansı ile aralarındaki korelasyon sonucunun bulunması hedeflenmektedir.

Literatürdeki bazı çalışmalar, şirket faaliyetlerini gerçekleştirmek için gereken fon tedarikini kısa vadeli borca göre çok daha az miktarlarda uzun vadeli borç kullandıkları sonucuna ulaşmışlardır. (Abor, 2005; Amidu, 2007). Abor’a (2005) göre şirket karlılığı ile uzun vadeli yükümlülük arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Amidu (2007) ise uzun vadeli kullanımı ile şirket karlılık performansı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

5.1.2.2. Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar Oranı

Toplam yükümlülüklerin toplam aktiflere oranı olarak tanımlanan bu oran, şirketin kaldıraça genel bakışını, diğer bir deyişle, kısa vadeli ve uzun vadeli yabancı kaynak kullanımının şirket karlılığı ile ilişkisini incelemek için kullanılmaktadır. Bu orana ait verilerin, 2009-2016 yılları arasındaki seçilen çalışma döneminde Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin, finansal faaliyetlerini yürütürken, sermaye yapısındaki ne

yoğunlukta dış kaynak (borç) kullandıklarını ve bu finansal kaynak çeşidinin şirket kar performansı ile aralarındaki korelasyon sonucunun bulunması hedeflenmektedir.

Kaldıraç ve firma karlılığı arasında ilişki bulunup bulunmadığını inceleyen bazı çalışmalarda anlamlı pozitif ilişki olduğu sonucuna varılmıştır (Taub, 1975; Abor, 2005).

Literatürdeki bazı çalışmalar ise toplam borç ile firma karlılığı arasında ters bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır (Amidu, 2007; Graham 2000).

5.1.2.3. Büyüklük

Büyük ölçekli firmalar, daha çok kâr payı dağıtabilmeleri, bu firmaların sermaye piyasalarına girişini kolaylaştırmaktadır. Banla ve kreditorlerden aldıkları yüksek kredi dereceleri ile borçlanma maliyetlerini de daha aşağıya çekebilmektedir. Dolayısıyla büyük ölçekli firmalar, daha uygun maliyetlerle, daha kolay borçlanabilmektedir. (Michael vd., 1979 ; Graham, vd., 2004; Uysal, 2010). Ölçek ekonomisi gereği daha düşük maliyetler borçlanma ile faaliyet giderleri azalacak beklenen kar getirisi daha yüksek olacaktır. Bu çalışmada firma büyüklüğü toplam varlıkların doğal logaritması alınarak elde edilmiştir. Firma büyüklüğü ile Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Varlık Karlılığı (ROA) arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

5.1.2.4. Borç Dışı Vergi Kalkanı

Borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı kimi zaman şirketler için oldukça büyük önem arz edebilmektedir. Borcun faizinin dışında, önemli bir vergi kalkanı olarak kullanılan bir diğer araç da amortismanlardır. Amortismanlar firmalar tarafından gider olarak yazılmakta ve vergi avantajı sağlamakta, bu anlamda da “borç dışı vergi kalkanı” olarak nitelendirilmektedir. (DeAngelo ve Masulis, 1980; Huang ve Song, 2002; Sarıoğlu vd., 2013). Ek olarak, amortismanlar dönem sonunda elde edilen karın dağıtım sırasında, gider olarak gösterildiğinden dağıtılacak karı azaltırlar ve defterdeki net kar değerinin daha az oluşmasını sağlarlar. Bu sayede işletme içinde kalan kar getirisi serbestçe kullanabileceği için, amortisman aracılığıyla işleyen bir oto finansman merkezi oluşturulmuş olur. Bu çalışmada dönem sonundaki net karı azaltacak bir faaliyet gideri olması sebebiyle, Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Aktif Karlılığı (ROA) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı arasında negatif ilişki beklenmektedir.

5.2. Model ve Hipotez

Literatürdeki kaldıraç-karlılık ilişkisini inceleyen teorik ve ampirik çalışmalarda, farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmada kurulacak hipotezde kaldıracın karlılık üzerine pozitif etkisi, Borsa İstanbul'da çimento sektöründe faaliyet gösteren 18 şirketin 2009-2016 yılları arasındaki finansal verileri sınanacaktır.

Çalışmada kurulacak grup, değişkenler, kullanılan oranlar (ölçümler), ve hipotezde beklenen ilişki aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler ve Beklenen İlişki

Grup	Değişkenler - Kısaltmalar	Ölçümler (Kullanılan Oranlar)	Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler Arasında Beklenen İlişki
Bağımlı Değişkenler	1. Özsermaye Karlılığı (roe)	Net Kar / Toplam Özsermaye	
	2. Toplam Varlık Karlılığı (roa)	Net Kar /Toplam Varlıklar	
Bağımsız Değişkenler	1. Uzun Vadeli Yükümlülükler (ka11)	Uzun Vadeli Yükümlülükler /Toplam Varlıklar	Pozitif (+)
	2. Toplam Yükümlülükler (kal2)	Toplam Yükümlülükler /Toplam Varlıklar	Pozitif (+)
	4. Firma Büyüklüğü (B)	ln(Toplam Varlıklar)	Pozitif (+)
	5. Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK)	Amortismanlar/Toplam Varlıklar	Negatif (-)

Birinci hipotez (Model 1), Ho: Uzun Vadeli Yükümlükler (ka11) ve Firma Büyüklüğü (B) ile Özsermaye Karlılığı (roe) arasında pozitif ilişki; Özsermaye Karlılığı (roe) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki vardır.

İkinci hipotez (Model 2), H_0 : Toplam Yükümlülükler (kal_2) ve Firma Büyüklüğü (B) ile Özsermaye Karlılığı (roe) arasında pozitif ilişki; Özsermaye Karlılığı (roe) ve Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki vardır.

Üçüncü hipotez (Model 3), H_0 : Uzun Vadeli Yükümlükler (kal_1) ve Firma Büyüklüğü (B) ile Toplam Varlık (Aktif) Karlılığı (roa) arasında pozitif ilişki; Toplam Varlık (Aktif) Karlılığı (roa) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki vardır.

Dördüncü hipotez (Model 4), H_0 : Toplam Yükümlükler (kal_2) ve Firma Büyüklüğü (B) ile Toplam Varlık (Aktif) Karlılığı (roa) arasında pozitif ilişki; Toplam Varlık (Aktif) Karlılığı (roa) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki vardır.

Analizde kullanılacak regresyon modelleri aşağıdaki gibidir:

Model 1:

$$roe = \beta_0 \text{it} + \beta_1 kal_1 + \beta_2 B + \beta_3 VK + \varepsilon \text{it}$$

Model 2:

$$roe = \beta_0 \text{it} + \beta_1 kal_2 + \beta_2 B + \beta_3 VK + \varepsilon \text{it}$$

Model 3:

$$roa = \beta_0 \text{it} + \beta_1 kal_1 + \beta_2 B + \beta_3 VK + \varepsilon \text{it}$$

Model 4:

$$roa = \beta_0 \text{it} + \beta_1 kal_2 + \beta_2 B + \beta_3 VK + \varepsilon \text{it}$$

β_0 :Sabit değeri,

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Tahminlenecek katsayıları,

ε_{it} : Hata değerini,

i : Firma grubunu,

t : Zamanı ifade etmektedir.

5.3. Model

Çalışmada kullanılan veri seti 2009-2016 periyodunu kapsayan 18 firmaya ait finansal verilerden oluşmaktadır. Bu veri setindeki veriler, panel veri olarak adlandırılan yatay kesitli ve zaman serileri özelliklerine sahiptir. Bu sebeple verilerin analizinde *panel veri analizi* yöntemi tercih edilmiştir. Bu yöntem, N sayıda yatay kesitle - firmalar, bireyler, dönemler gibi - çalışmaya olanak sağladığı için sosyal bilimlerle uğraşan araştırmacılar tarafından çok fazla tercih edilen ve yaygın kullanımda olan metottur. Panel veri analizi ayrıca belirli bir bağımlı değişken üzerindeki çeşitli değişkenlerin etkileri incelenirken de kullanılmaktadır (Asteriou ve Hall, 2011, 416).

“Baltagi’ye (2005) göre aşağıda belirtilen nedenlerden dolayı panel veri analizi, tek başına yatay kesit analizi veya tek başına zaman serileri analizi uygulanmasından çok daha doğru sonuçlar verir: Panel veri daha fazla açıklayıcı bilgi, daha fazla değişkenlik, değişkenler arasında daha az eşdoğrusallık, daha yüksek bağımsızlık derecesi ve verim sağlar.

- i. Gizli faktörlere bağlı bireysel heterojenliği kontrol eder.
- ii. Düzeltim (adaptasyon) dinamikleri ile çalışma yeteneği daha yüksektir.
- iii. Sadece yatay kesit veya sadece zaman serileri analizleri ile kolayca belirlenmesi mümkün olmayan etkileri tanımlama yeteneği daha yüksektir.
- iv. Araştırmacılara yatay kesit veya zaman serileri verilerinde daha karmaşık davranışsal modelleri oluşturma ve test etme olanağı verir.”
- v. Veri sayılarının artmasıyla birlikte çoklu doğrusallık sorunu azalacak ve böylece iktisadi tahminlerin güvenilirliği de artmaktadır. (Baltagi, 2005; Hassan, 2015; Onatça, 2017)

Panel veri analizinin sade bir şekilde aşağıdaki gibi formüle edilir. (Asteriou ve Hall 2011, s. 417):

$$Y_{it} = a + bx_{it} + \epsilon_{it}$$

Burada Y bağımlı değişkeni temsil ederken x bağımsız değişkeni, a ve b model katsayılarını, ϵ hata terimini, i ilgili kesiti, t ise ilgili zaman noktasını temsil

etmektedirler. Panel veri analizi üç temel yaklaşım üzerinden yapılandırılmaktadır: Ortak sabit, rastsal etki ve sabit etki. (Hassan, 2015, s.45)

5.3.1. Ortak Sabit

Ortak sabit yaklaşımı, incelenen firmalar/şirketle/bireyler arasında hiçbir farklılık bulunmadığı ve *veri kümesinin (setinin) homojen olduğunu* varsaymaktadır.

Bununla birlikte ortak sabitin hesaplanmasında sabit ve rastsal etkilerin dikkate alınmaması nedeniyle bu yaklaşımın sınırlı kaldığına görüşü hakimdir (Asteriou ve Hall 2011; Hassan 2015).

5.3.2. Sabit Etkiler Modeli

Sabit Etki Modeli'nde, öncelikle belirli bir firmaya ait olan, ayrıca zaman içinde değişmeyen tüm spesifik etkiler dikkate alınmaktadır. Buna ek olarak ilgili model farklı yatay kesit grupları için farklı sabitler kullanılmasına olanak sağlamaktadır (Asteriou ve Hall 2011; Hassan, 2015). Böylelikle Sabit Etki Modeli aşağıdaki şekli almaktadır:

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + u_{it}$$

Y_{it} : Bağımlı değişken (BD)

β_1 : Bağımsız değişkene ait katsayı

X_{it} : Bağımsız değişken

α_i : Her firma için bilinmeyen intercept ($i = 1 \dots n$)

u_{it} : Hata terimi

i : İlgili firma

t : İlgili zaman noktası, dönem.

Yukarıdaki model yaygın olarak araştırma kapsamındaki firmaların sayısının yüksek olduğu durumlarda kullanılmaktadır.

Önemli bir temel model olmasına rağmen, bu modelin oluşturulması sürecinde bazen yalınlaşmaya gidilme gereksinimi doğmuş, sonuç olarak Rastsal Etki Modeli olarak bilinen başka bir alternatif yaklaşımı geliştirilmiştir. (Asteriou ve Hall, 2011, s.419).

5.3.3. Rastasal Etkiler Modeli

Sabit Etki Modeli ve Rastasal Etki Modeli arasındaki en temel farklılık, Rastasal Etki Modeli'nin sabit olmayan, yani rastasal (random) olan tüm spesifik etkileri dikkate almasıdır. Rastasal Etkiler Modeli'ni aşağıdaki gibi formülle ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \alpha + u_{it} + \epsilon_{it}$$

Bu modelin kullanımı, öncelikle aynı grup içindeki tüm şirketler (bireyler) için tüm değerleri eşitlenmesini sağlamakta, ikinci olarak Sabit Etkiler Modeli'ne göre daha basit bir hesaplama süreci oluşturmaktadır. Ancak her nasılsa Rastasal Etkiler Modeli daha spesifik varsayımlar gerektirmekte; aksi durumda ilgili modelin sonuçları geçersiz veya yanlı bulunmaktadır (Asteriou & Hall 2011; Hassan 2015).

Yapılan bu çalışmada hem Sabit Etkiler Modeli ve hem de Rastasal Etkiler Modeli üzerinden panel veri analizi yapılarak kaldıraç (uzun vadeli ve toplam borçlar), büyüklük ve borç dışı vergi kalkanından oluşan bağımsız değişkenlerin, karlılık (özsermaye ve toplam aktif karlılığı) bağımlı değişkenleri ile korelasyonu sınanacaktır.

ALTINCI BÖLÜM

6. AMPRİK ANALİZ: BİST ÇİMENTO SEKTÖRÜ VE BULGULAR

Çimento, ana hammaddeleri; kireçtaşı (kalker), kil ve marn (doğadaki kalker ve kil karışımı kayaca)'dır. Türkiye, hammadde (özellikle kalker) açısından zengin kaynaklara sahiptir. Üretim sürecinde nihai ürün olan çimentodan önce elde edilen bir ara madde olarak değerlendirilebilecek klinker, pişmiş kil ve kalkerlerin birleşiminden oluşan iri taneli malzemedir. Bir alt proseste yer alan klinker de çimento sektöründe önemli bir ihraç ürünüdür. (TCEB, 2016, s.1)

2015 yılı sonu itibari ile dünya genelinde 4,2 milyar ton çimento üretimi gerçekleşmiştir. Çin Halk Cumhuriyeti, çimento sektöründe yaklaşık %56 pay sahibi olarak ilk sırada gelmektedir. Türkiye, 2015 yılında toplamda 71,4 Milyon ton üretim gerçekleşmesi ile Avrupa'nın en büyük, dünyada beşinci büyük üreticidir. Ayrıca ülkemiz dünyada altıncı en büyük çimento ihracatçısı konumundadır. (Çevik, 2016, s. 6)

Dünyada çimento üretimi daha çok iç pazara yönelik gerçekleştirilmekte olup, yüksek nakliye bedeli nedeniyle üretilen malın nispeten düşük bir miktarı ihracata konu olabilmektedir. 2014 yılında sektörün küresel ihracatı 12,5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. (Çevik, 2016, s. 6)

2013 yılına kadar Türkiye dünya çimento ihracatında ilk sırada yer almıştır. İzleyen yıllarda ise dış talep koşullarındaki bozulmanın yanı sıra İran'ın çevre ülkelere ihracatını artırması Türk çimento sektörünün pazar kaybetmesine neden olmuştur. Son 6 yıldır gerileme eğiliminde olan Türkiye'nin çimento ihracatı 2015 yılında 551 milyon dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. (Çevik, 2016, s. 7)

Türk çimento sektöründe faaliyet gösteren 28 şirket bulunmaktadır. Sektörde 52 entegre tesis ve 18 öğütme tesisi olmak üzere 70 entegre tesis bulunmaktadır. Sektör yaklaşık 15.000 kişiye istihdam sağlamaktadır. Çimento üretiminin yarıdan fazlasının 8 firma tarafından gerçekleştirildiği Türk çimento sektörü, oligopol piyasa yapısına sahiptir. (Çevik, 2016, s. 8)

Çimento üretiminde en büyük maliyet kalemi enerjidir. Yakıt maliyeti %38 ve elektrik maliyeti % 21 olarak, toplam maliyetin % 61 lik bölümünü oluşturmaktadır. Sektörün diğer önemli maliyet kalemleri ise % 10 hammadde maliyeti, % 9 işçilik maliyeti, % 7 amortisman maliyetidir. Yurt içinde çimento fabrikaları enerji ihtiyaçlarını petrokok ve kömür ile karşılamaktadır. Son dönemde kömür fiyatlarındaki

gerilemeye karşılık petrokok fiyatları yatay seyretmektedir. Bu çerçevede, yakıt ihtiyacını kömürden karşılayan firmalar mevcut konjonktürde maliyet avantajı elde etmektedir. (Turhan, 2017, s. 2)

Makroekonomik dalgalanmaların ve istikrarsızlıkların ilk etkisini gösterdiği sektörlerden biri olan çimento sektörü, yaşanan ekonomik krizlerden olumsuz yönde etkilenmekte olup, inşaat sektörünün ana girdilerinden birini tedarik etmesi sebebiyle, inşaat sektöründeki dalgalanmalardan doğrudan etkilenmektedir. (Özden vd., 2012, s. 32)

Çimento sektörü, yüksek yatırım maliyeti gerektiren, özsermaye yoğun ve birbirlerine çok yakın tesislerin var olması ile rekabet seviyesinin çok yüksek olduğu bir sektördür. Bu durum yeni yatırımcıların pazara girmesini engelleyebilecek unsur olarak yorumlanabilir. Ek olarak, Türk Çimento Müstahsilleri Birliği 2016 yılı raporuna göre, kapasite kullanım oranı, klinker üretimi için %88, çimento üretiminde %59 olarak gerçekleşmiştir.

Son yıllarda hazır beton sektörünün gelişmesi, çimento sektörünün büyümesine doğrudan katkıda bulunmakta ve yeni üretim tesisleri ve yatırım alanlarının oluşmasında çimento sektörüne destek olabilmektedir. Çimento sektörün özsermaye yoğun sermaye yapısı, yeni yatırımlardaki fon ihtiyacında kaldıraç kullanımına referans ve güvence olabilecektir. Çimento sektörünün bu özelliği, çalışmamızın amacı olan kaldıraç ve karlılık ilişkisini yorumlamada önem ve anlam kazandıracaktır.

6.1. Ampirik Bulgular

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ve değişkenler arasındaki beklenen ilişki Tablo 5.1’de belirtilmişti. Tablo 6.1’de ise bu değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri STATA .12.0 programında incelenmiş olup aşağıda gösterilmiştir.

2009-2016 yılları arasında çimento sektöründe faaliyet gösteren 18 şirkete ait veriler için Tablo 6.1.’de özet bilgiler yer almaktadır. Türk Çimento sektöründe toplamda 28 şirketin bulunması ve bu çalışmada BİST’e kote olmuş 18 şirket üzerinden yapılan inceleme sonuçları, sektörün yapısını ve dinamiklerini anlamak için yüksek temsil yeteneğine sahiptir. Şirket isimleri ekler bölümünde ayrıca paylaşılmıştır. Tablo 6.1.’de, gözlem sayısı, aritmetik ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerler yer almaktadır. Çalışmada kullanılan toplam gözlem sayısı 144’tür. Açıklayıcı değişkenler incelendiğinde, en az standart sapmanın borç dışı vergi kalkanında, en

yüksek standart sapmanın ise firma büyüklüğünde olduğu gözlemlenmektedir. Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenlerden özsermaye karlılığı (roe) ve aktif karlılığı (roa) sırasıyla, 0.1002099 ve 0.0765895 ortalama değerlere sahiptir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
roe	144	.1002099	.1277631	-.479941	.8156774
roa	144	.0765895	.075822	-.151937	.3139009
kal1	144	.0880342	.0858287	.0144539	.5201124
kal2	144	.298054	.1941484	.0636736	1.174676
B	144	19.73938	1.044306	16.71694	21.65563
VK	144	.0381324	.0116107	.0047228	.0743098

Özsermaye Karlılık Oranını temsil eden (roe), firmaların kazanç değerinin önemli bir ölçüsüdür ve pay sahiplerinin yatırımlarının ne derece etkin kullanıldığını göstermektedir. Ortalama değerinin **0,10 (%10)**, olması birçok sektöre göre yüksek olması ile birlikte, maksimum değer **0,81 (%80)** olması sektördeki bazı firmaların sermaye ortaklarına sağladığı katma değerinin hangi ölçüde yüksek olduğunu göstermektedir. Aktif Karlılığı (roa), ortalama **0,07 (%7)** ile birlikte, maksimum **0,31 (%31)** açısından incelediğimizde, sektörde yüksek performansla çalışan ve mevcut kaynaklarını iyi koşullarda organize eden firmaların var olduğu söylenebilir.

Uzun Vadeli Yükümlükler (kal1) ve Toplam Yükümlülükleri temsil eden (kal2) ortalama değerleri incelediğimizde, sırasıyla **0,088** ve **0.298** olduğunu görmekteyiz. Buna göre Türkiye'deki çimento sektöründeki firmalarının toplam varlıklarının yaklaşık % 30' unu borçla finanse ettiği anlaşılmaktadır. Bu sonuç, özsermaye yoğun bir sermaye yapısında yönetim anlayışının hakim olduğunu göstermektedir.

Şirketler uzun dönemli yatırım kararlarını veya kapasite artırma için gerekli fonu finanse etme yolunu farklı alternatiflerdeki kaynakları kullanarak karşılayabilirler.

Veri setindeki şirketlerin kaldıraç kullanımında, Uzun Vadeli Yükümlüklerin oranı yaklaşık % 29,5 olup, dış kaynaklı fon ihtiyacını, daha çok kısa vadeli borçla (%70,5) finans ettiği gözlenmektedir. Kısa Vadeli kaldıraç kullanımının tercih edilmesinde, Uzun Vadeli Borçlanmanın maliyetlerinin yüksek olması olarak yorumlanabilir. Bununla birlikte, çimento sektörü, makroekonomik dalgalanmalardan, ülke içindeki ekonomik istikrarsızlıktan çok hızlı etkilenen bir yapısı bulunmaktadır. Bu durum, yatırım kararlarında, azami ölçüde dış faktörlerin dikkate alınması gerektiği

sonucunu doğurmaktadır. Yatırım kararlarında, Uzun Vadeli Borç Kullanımı yerine, Özsermaye kullanımını tercih etmekte olduğu ampirik çalışma sonucunda tespit edilmiştir.

Çalışmadaki tutarlılığı ve güvenilirliği değerlendirebilmek amacıyla FE (sabit etkiler modeli), RE (rastsal etkiler modeli) ile birlikte OLS (en küçük kareler yöntemi) de beraberinde gösterilmiştir. Regresyon sonuçları incelendiğinde bulunan sonuçların aynı yönde ve ilişki katsayılarının birbirine yakın sonuçlarda olduğu gözlemlenmektedir.

Bu çalışmada dış kaynak kullanımının, şirket karlılık performansı üzerine etkisi, STATA 12.0 programında panel veri analizi yöntemi ile çalışılmıştır. Çalışmadaki bulgular hem sabit etkiler modeli hem de rastsal etkiler modeli üzerindeki sonuçlar detaylı şekilde incelenmiştir.

6.1.1. Uzun Vadeli Yükümlükler (kal1) – Özsermaye Karlılığı (ROE) İlişkisi

Aşağıda bulunan Tablo 6.1.'deki sonuçları incelediğimizde, Özsermaye Karlılığı (roe) ile Uzun Vadeli Yükümlülükler (kal1) arasında kurulan regresyon modelinde anlamlı negatif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Model 1 de kurulan hipotez, negatif ilişki çıkması ile reddedilmiştir. Korelasyon katsayısını incelediğimizde, En Küçük Kareler Yöntemi (OLS), Rastsal Etkiler Modeli (RE), Sabit Etkiler Modeli (FE)'ne göre sırasıyla, **(-0.408)**, **(-0.395)**, **(-0.459)** olarak sonuçlanmıştır.

Bu sonuç, Uzun Vadeli kaldıraç kullanımı arttığında şirketin Özsermaye Karlılığı (roe) ile ölçülen karlılığının azalması anlamına gelmektedir. Özsermaye Karlılığı (roe) – Uzun Dönemli Kaldıraç ilişkisini inceleyen literatürdeki Titman and Wessels (1988), Allen (1991), Abor (2005), Ahmad (2014), Hassan (2015), Sultan, Jalal and Farooq (2015), Akpınar (2016) çalışmaları ile benzer sonuçlar bulunmuştur.

Tablo 3. Uzun Dönemli Yükümlüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi

Variable	OLS1	RE1	FE1
kall	-.40898739***	-.39520619***	-.45957051***
B	.03984328**	.04384857***	.06457422
VK	-1.4325668	-2.3022665**	-3.6797839
_cons	-.59563935	-.64275086***	-.99366786
r2_a	.08965158		.07152664
N	144	144	144
F	8.1286228		7.4560886

legend: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Aşağıda Uzun Vadeli Yükümlükler (kall) – Özsermaye Karlılığı (ROE) ilişkisine ait panel veri analiz sonuçları detaylı şekilde paylaşılmıştır.

Tablo 4. Uzun Dönemli Yükümlüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli)

```
. xtreg roe kall B VK, fe robust
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      144
Group variable: no                    Number of groups =       18

R-sq:  within = 0.0910                Obs per group:  min =        8
      between = 0.1535                    avg =       8.0
      overall  = 0.0918                    max =        8

F(3,17) = 7.46
corr(u_i, Xb) = -0.4250                Prob > F        = 0.0021
```

(Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)

roe	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
kall	-.4595705	.1455531	-3.16	0.006	-.7666606	-.1524804
B	.0645742	.0745366	0.87	0.398	-.0926843	.2218327
VK	-3.679784	2.395037	-1.54	0.143	-8.732871	1.373304
_cons	-.9936679	1.545852	-0.64	0.529	-4.255131	2.267795
sigma_u	.07196774					
sigma_e	.11199842					
rho	.29223917 (fraction of variance due to u_i)					

Tablo 5. Uzun Dönemli Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Rastsal Etkiler Modeli)

```

. xtreg roe kall B VK, re robust

```

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	144
Group variable: no	Number of groups	=	18
R-sq: within = 0.0837	Obs per group: min =		8
between = 0.1983	avg =		8.0
overall = 0.1026	max =		8
	Wald chi2(3)	=	17.70
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0005

(Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)

roe	Robust				
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
kall	-.3952062	.1092975	-3.62	0.000	-.6094253 -.180987
B	.0438486	.0114629	3.83	0.000	.0213817 .0663155
VK	-2.302267	.9387337	-2.45	0.014	-4.142151 -.4623822
_cons	-.6427509	.2067928	-3.11	0.002	-1.048057 -.2374445
sigma_u	.04333104				
sigma_e	.11199842				
rho	.1301955	(fraction of variance due to u_i)			

Yukarıda bulunan panel veri analizi sonuçlarında, Özsermaye Karlılığı (roe) ile Büyüklük (B) arasındaki ilişkiyi incelediğimizde pozitif ilişki bulunmaktadır. Korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(0.064)** ve **(0.043)** dür. Bu sonuç, şirketlerin sahip olduğu aktiflerin, diğer ifade ile toplam varlıklarının artması ile özsermaye karlılığının artacağını söyleyebiliriz. Büyüklüğün, özsermaye karlılığına yaklaşık %5 'lik etkisinin temelinde, çimento sektörünün özsermaye yoğun sektör olmasının etkili olduğunu da ekleyebiliriz.

Panel veri analizinin bir diğer sonucunu incelediğimizde, Özsermaye Karlılığı (roe) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Bunun en temeldeki sebebi, Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) olarak nitelendirilen amortisman giderlerinin, faaliyet giderleri içerisinde yer alması ve böylelikle gelir tablosunda vergi öncesi karı ve dolayısı ile net karı düşürmesidir. Net karın azalması ile özsermaye karlılığını ve gelecek sayfalarda göreceğimiz aktif (toplam varlık) karlılık oranını düşürmektedir. Korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(-3.67)** ve **(-2.30)** dur.

6.1.2. Toplam Yükümlükler (kal2) – Özsermaye Karlılığı (ROE) İlişkisi

Aşağıda bulunan Tablo 6.5.’deki sonuçları incelediğimizde, Özsermaye Karlılığı (roe) ile Toplam Yükümlülükler (kal2) arasında kurulan regresyon modelinde anlamlı negatif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Model 2 de kurulan hipotez, negatif ilişki çıkması ile reddedilmiştir. Korelasyon katsayısını incelediğimizde, En Küçük Kareler Yöntemi (OLS), Rastsal Etkiler Modeli (RE) , Sabit Etkiler Modeli (FE)’ne göre sırasıyla, **(-0.153)**, **(-0.143)**, **(-0.131)** olarak sonuçlanmıştır.

Tablo 6. Toplam Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi

Variable	OLS2	RE2	FE2
kal2	-.15377365	-.14311207**	-.13114775*
B	.02881946	.0321672***	.03420284
VK	-1.2056708	-1.9862778**	-3.0279044
_cons	-.37686029	-.4163538*	-.42038237
r2_a	.08110506		.06105555
N	144	144	144
F	2.2854401		7.5443963

legend: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Bu sonuç, Toplam Yükümlülükler arttığında şirketin Özsermaye Karlılığının (roe) azalması anlamına gelmektedir. Özsermaye Karlılığı (roe) – Toplam Kaldıraç ilişkisini inceleyen literatürdeki Chen Lensink and Sterken (1988), Topal (2006), Skopljak and Luo (2012), Shubita and Alsawallah (2012), Sadiq and Sher (2016) ve Akpınar (2016) çalışmalar ile benzer sonuçlar bulunmuştur.

Aşağıdaki bulunan panel veri analizi sonuçlarında (Tablo 6.6. ve Tablo 6.7), Karlılığı (roe) ile Büyüklük (B) arasındaki ilişkiyi incelediğimizde pozitif ilişki bulunmaktadır. Toplam Yükümlüklerin içinde bulunduğu modelde, korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(0.032)** ve **(0.034)** dür.

Yine aşağıda bulunan panel veri analizinin bir diğer sonucunu incelediğimizde, Özsermaye Karlılığı (roe) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Toplam Yükümlüklerin içinde bulunduğu modelde, korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(-3.02)** ve **(-1.98)** dur.

Tablo 7. Toplam Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli)

```
. xtreg roe kal2 B VK, fe robust
```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: no

Number of obs = 144
Number of groups = 18

R-sq: within = 0.0808
between = 0.0952
overall = 0.0773

Obs per group: min = 8
avg = 8.0
max = 8

F(3,17) = 7.54
Prob > F = 0.0020

corr(u_i, Xb) = -0.2057

(Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
kal2	-.1311478	.0697778	-1.88	0.077	-.2783665	.016071
B	.0342028	.078378	0.44	0.668	-.1311603	.199566
VK	-3.027904	2.641908	-1.15	0.268	-8.601843	2.546034
_cons	-.4203824	1.634164	-0.26	0.800	-3.868167	3.027403
sigma_u	.0675114					
sigma_e	.1126282					
rho	.26432848	(fraction of variance due to u_i)				

Tablo 8. Toplam Yükümlülüklerin Özsermaye Karlılığına Etkisi (Rastsal Etkiler Modeli)

```
. xtreg roe kal2 B VK, re robust
```

Random-effects GLS regression
Group variable: no

Number of obs = 144
Number of groups = 18

R-sq: within = 0.0751
between = 0.1638
overall = 0.0947

Obs per group: min = 8
avg = 8.0
max = 8

Wald chi2(3) = 16.24
Prob > chi2 = 0.0010

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

(Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)

roe	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
kal2	-.1431121	.0658453	-2.17	0.030	-.2721664	-.0140577
B	.0321672	.0107331	3.00	0.003	.0111307	.0532037
VK	-1.986278	.9846638	-2.02	0.044	-3.916183	-.0563723
_cons	-.4163538	.2188926	-1.90	0.057	-.8453755	.0126679
sigma_u	.0495762					
sigma_e	.1126282					
rho	.16230694	(fraction of variance due to u_i)				

6.1.3. Uzun Vadeli Yükümlükler (kal1) – Toplam Varlık Karlılığı (ROA) İlişkisi

Aşağıda bulunan Tablo 6.8.’deki sonuçları incelediğimizde, Toplam Varlık Karlılığı (roa) ile Uzun Vadeli Yükümlülükler (kal1) arasında kurulan regresyon modelinde anlamlı negatif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Model 3 de kurulan hipotez, negatif ilişki çıkması ile reddedilmiştir. Korelasyon katsayısını incelediğimizde, En Küçük Kareler Yöntemi (OLS), Rastsal Etkiler Modeli (RE) , Sabit Etkiler Modeli (FE)’ne göre sırasıyla, **(-0.341)**, **(-0.297)**, **(-0.306)** olarak sonuçlanmıştır.

Uzun Vadeli kaldıraç kullanımı arttığında şirketin Toplam Varlık Karlılığı (roa) diğer ifade ile aktif karlılığının azalması anlamına gelmektedir. Aktif Karlılığı (roa) – Uzun Dönemli Kaldıraç ilişkisini inceleyen literatürdeki Titman and Wessels (1988), Allen (1991), Fama and French (1998), Cassas and Holmes (2003), İskenderoğlu, Karadeniz ve Atioğlu (2012) ve Mohammedzadeh vd. (2013) çalışmalar ile benzer sonuçlar bulunmuştur.

Tablo 9. Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi

Variable	OLS3	RE3	FE3
kal1	-.34188793***	-.29717578***	-.30631518***
B	.02833158***	.03395833***	.03940803
VK	-.56400962	-1.8511512***	-2.2212028*
_cons	-.43105337***	-.49697623***	-.58963427
r2_a	.16305407		.13516303
N	144	144	144
F	13.550579		7.0591529

legend: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Kullanılan farklı regresyon türlerindeki korelasyon katsayılarının birbirine yakın sonuçları taşıması çalışma setindeki verilerin güvenilir olduğunu ve modelin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Aşağıda bulunan panel veri analizi sonuçlarında (Tablo 6.9. ve Tablo 6.10.), Aktif Karlılık (roa) ile Büyüklük (B) arasındaki ilişkiyi incelediğimizde pozitif ilişki bulunmaktadır. Uzun Vadeli Yükümlüklerin içinde bulunduğu modelde, korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(0.039)** ve **(0.033)** dür.

Tablo 10. Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli)

```
. xtreg roa kall B VK, fe robust

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       144
Group variable: no                         Number of groups =        18

R-sq:  within = 0.1533                      Obs per group:  min =         8
        between = 0.1186                      avg =            8.0
        overall = 0.1223                      max =            8

                                         F(3,17)         =        7.06
corr(u_i, Xb) = -0.2741                     Prob > F         =        0.0027

                                         (Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)
```

roa	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
kall	-.3063152	.1040008	-2.95	0.009	-.5257377	-.0868926
B	.039408	.0401083	0.98	0.340	-.0452131	.1240292
VK	-2.221203	1.227699	-1.81	0.088	-4.811421	.3690151
_cons	-.5896343	.8265765	-0.71	0.485	-2.333558	1.15429
sigma_u	.05717746					
sigma_e	.05023198					
rho	.56439431	(fraction of variance due to u_i)				

Tablo 11. Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Rastal Etkiler Modeli)

```
. xtreg roa kall B VK, re robust

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       144
Group variable: no                         Number of groups =        18

R-sq:  within = 0.1502                      Obs per group:  min =         8
        between = 0.1410                      avg =            8.0
        overall = 0.1355                      max =            8

                                         Wald chi2(3)     =       19.89
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Prob > chi2      =        0.0002

                                         (Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)
```

roa	Robust		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
kall	-.2971758	.0909098	-3.27	0.001	-.4753558	-.1189958
B	.0339583	.0091709	3.70	0.000	.0159838	.0519329
VK	-1.851151	.6836042	-2.71	0.007	-3.190991	-.5113115
_cons	-.4969762	.1770062	-2.81	0.005	-.8439019	-.1500505
sigma_u	.04486291					
sigma_e	.05023198					
rho	.44371928	(fraction of variance due to u_i)				

Aktif Karlılık (roa) ile Büyüklük (B) arasındaki pozitif ilişkiyi anlamlandıran bir yorumu ölçek ekonomisi üzerinden yapabiliriz. Diğer bir ifadeyle, şirketlerin aktif büyüklüğünün, özellikle özsermaye yoğun bir şekilde var olması, maliyetleri aşağı yöne çekecek, faaliyet giderlerini azaltacak önemli bir etkidir. Ayrıca özsermaye yoğun bir varlık yapısı, gerek hisse arzında gerekse yabancı kaynak borç ihtiyacında, şirket lehine düşük maliyetlerle fon ihtiyacını tedarik edebilir. Bu önerme, çimento sektöründeki bu çalışmamızdaki istatistiki sonuçlarla da doğrulanmaktadır.

Yukarıda bulunan panel veri analizinin bir diğer sonucunu baktığımızda, Toplam Varlık Karlılığı (roa) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Toplam Yükümlüklerin içinde bulunduğu modelde, korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(-2.22)** ve **(-1.85)** dur.

6.1.4. Toplam Yükümlükler (kal2) – Toplam Varlık Karlılığı (ROA) İlişkisi

Tablo 6.11.'deki istatistiki sonuçları incelediğimizde, Toplam Varlık Karlılığı (roa) ile Toplam Yükümlülükler (kal2) arasında kurulan regresyon modelinde anlamlı negatif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Model 4 de kurulan hipotez, negatif ilişki çıkması ile reddedilmiştir. Korelasyon katsayısını incelediğimizde, En Küçük Kareler Yöntemi (OLS), Rastsal Etkiler Modeli (RE) , Sabit Etkiler Modeli (FE)'ne göre sırasıyla, **(-0.134)**, **(-0.100)**, **(-0.091)** olarak sonuçlanmıştır. Kullanılan farklı regresyon türlerindeki korelasyon katsayılarının birbirine yakın sonuçları sahip olması çalışmanın tutarlı ve güvenilir olmasını nitelemektedir.

Toplam Borç Kaldıraç kullanımını arttırdığında şirketin Toplam Varlık Karlılığı (roa) diğer ifade ile aktif karlılığının azalması anlamına gelmektedir. Aktif Karlılığı (roa) – Toplam Borç Kaldıraç ilişkisini inceleyen literatürdeki Titman and Wessels (1988), Boston and Gordon (1988), Ficher, Heinkel and Zucker (1989), Allen (1991), Chen and Hammes (1997), Graham (2000), Mesquiata and Lora (2003), Hijazi and Tariq (2006), Doğan (2013), Karadeniz, Kaplan ve Günay (2016) ve Sadiq and Sher (2016) çalışmaları ile benzer sonuçlar bulunmuştur.

Borcun alınması ile beklenen getiri arasında hedeflenen karlılık ve sektörün içinde bulunduğu dış kaynaklı risklerin fazla olması, çimento sektöründe faaliyette olan çoğu şirket için borç öncelikli olarak tercih edilmemektedir sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte sektörde faaliyet gösteren bazı şirketlerin varlık yapısındaki yüksek borç oranı da dikkat çeken bir diğer durumdur.

Tablo 12. Toplam Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi

Variable	OLS4	RE4	FE4
kal2	-.13449492***	-.10035496**	-.09144615*
B	.01914191***	.02251566**	.01935785
VK	-.41104749	-1.4184347**	-1.8071567
_cons	-.24549882*	-.28385593	-.20935522
r2_a	.15515039		.11862515
N	144	144	144
F	5.9448111		7.1235329

legend: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Aşağıda bulunan panel veri analizi sonuçlarında (Tablo 6.12. ve Tablo 6.13.), Aktif Karlılık (roa) ile Büyüklük (B) arasındaki ilişkiyi incelediğimizde pozitif ilişki bulunmaktadır. Toplam Yükümlülüklerin içinde bulunduğu modelde, korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(0.019)** ve **(0.022)** dür. Aktif Karlılığı (roa) – Büyüklük arasındaki korelasyon ilişkisini inceleyen literatürdeki Graham (2000), Colombo (2001), Sayılğan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006), Büyüktortop (2007) ve Doğan (2013) çalışmaları ile benzer sonuçlar bulunmuştur.

Panel veri analizinde incelediğimiz Toplam Varlık Karlılığı (roa) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Toplam Yükümlülüklerin içinde bulunduğu modelde, korelasyon katsayısı sırasıyla, Sabit Etkiler ve Rastsal Etkiler modellerinde, **(-1.80)** ve **(-1.41)** dir. Literatürde, Toplam Varlık Karlılığı (roa) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasındaki ilişki inceleyen Akhtar (2003), Sayılğan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006), ve Büyüktortop (2007) benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Tablo 13. Toplam Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Sabit Etkiler Modeli)

```
. xtreg roa kal2 B VK, fe robust

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       144
Group variable: no                            Number of groups =        18

R-sq:  within = 0.1371                        Obs per group:  min =         8
        between = 0.0795                        avg =           8.0
        overall = 0.1021                       max =           8

                                                F(3,17)         =        7.12
corr(u_i, Xb) = -0.0924                       Prob > F         =       0.0026
```

(Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)

roa	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
kal2	-.0914461	.0474644	-1.93	0.071	-.1915872	.0086949
B	.0193579	.0429962	0.45	0.658	-.0713562	.110072
VK	-1.807157	1.37282	-1.32	0.206	-4.703554	1.08924
_cons	-.2093552	.8913111	-0.23	0.817	-2.089857	1.671147
sigma_u	.05593506					
sigma_e	.05070999					
rho	.54887764 (fraction of variance due to u_i)					

Tablo 14. Toplam Yükümlülüklerin Toplam Varlık Karlılığına Etkisi (Rastsal Etkiler Modeli)

```
. xtreg roa kal2 B VK, re robust

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       144
Group variable: no                            Number of groups =        18

R-sq:  within = 0.1335                        Obs per group:  min =         8
        between = 0.1325                        avg =           8.0
        overall = 0.1313                       max =           8

                                                Wald chi2(3)    =       16.98
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                   Prob > chi2     =       0.0007
```

(Std. Err. adjusted for 18 clusters in no)

roa	Robust		z	P> z	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
kal2	-.100355	.0464204	-2.16	0.031	-.1913372	-.0093727
B	.0225157	.0108968	2.07	0.039	.0011584	.0438729
VK	-1.418435	.6429498	-2.21	0.027	-2.678593	-.1582762
_cons	-.2838559	.2221067	-1.28	0.201	-.7191771	.1514652
sigma_u	.04865367					
sigma_e	.05070999					
rho	.47931392 (fraction of variance due to u_i)					

YEDİNCİ BÖLÜM

7. SONUÇ VE ÖNERİLER

Şirketler mevcut faaliyetlerini sürdürmek ve gelecek dönem yatırımlarını finanse edebilmek için belirli fonlara ihtiyaç duyarlar. Sermaye yapısını oluşturan bu fon ihtiyacı, şirketin sahip olduğu özkaynaklar veya borç alma yolu ile sağlanmaktadır.

Küreselleşen rekabet koşulları her geçen gün daha da zorlaşmaktadır. Şirketler rekabet üstünlüğü sağlayacak gelecek stratejilerini oluştururken, sermaye yapılarını optimum şekilde tasarlamaya ve minimum sermaye maliyeti ile finansal kararlar almaya zorunlu hale gelmişlerdir.

Sermaye yapısı ve finansal karlılık ilişkisini inceleyen literatür çalışmaları yaklaşık 60 yıldır daha aktif bir şekilde devam etmektedir. Ülkenin ekonomik yapısı, sektörün farklılaşması, analizlerde kullanılan modele ait değişkenler ve çalışmanın yapıldığı dönemlerin farklı olması sebebiyle, sermaye yapısı ve karlılık ilişkisinde; finansal teorilerde görüş birliğine varılamadığı gibi, ampirik çalışmalarda da farklı sonuçlara ulaşılmaktadır. Bu yönden her bir ampirik çalışma finans literatürü için zenginlik kaynağıdır.

Çalışma verileri 2009-2016 yıllarını kapsayan ve Borsa İstanbul'a (BİST) kote olmuş çimento sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin bilanço ve gelir tabloları referans alınarak oluşturulmuştur. Çalışmada, Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Toplam Varlık (Aktif) Karlılığı (ROA) bağımlı değişken olarak tanımlanmış, kaldıraçın karlılık üzerine etkisinin varlığı tespit edilmeye çalışılacak olan modelde Uzun Vadeli Yükümlülükler, Toplam Yükümlülükler, Büyüklük ve Vergi Dışı Borç Kalkanı bağımsız değişken olarak kabul edilmiştir. Kurulan regresyon modelleri, panel veri yöntemi ile STATA 12.0 'da test edilmiştir.

Türk çimento sektöründe 28 şirket faaliyet göstermektedir. Borsa İstanbul'a (BİST) kote olmuş 18 şirket bulunmaktadır. Yaptığımız bu çalışma ile bulduğumuz sonuçlar yüksek temsil niteliğine sahiptir.

Çalışmada Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Toplam Varlık Karlılığı (ROA) ile Uzun Vadeli Yükümlülükler ve Toplam Yükümlülükler arasında anlamlı negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Çimento sektörünü incelediğimizde, özsermaye yoğun bir varlık yapısı ile birlikte dış kaynak kullanımında kısa vadeli borçlar tercih edildiği

gözlemlenmektedir. Bunun bir diğer anlamı, uzun vadeli yatırım kararları alınırken fon ihtiyacının öncelikli olarak öz kaynaklardan tedarik edilmekte sonucudur.

Yaklaşık her on senede bir küresel ekonomik darboğaz yaşanmaktadır. Başta inşaat sektöründen kaynaklı olarak, çimento sektörünün ekonomik krizlerden ve ülke içi istikrarsızlıklardan hızlı ve doğrudan etkilenen yapısı bulunmaktadır. Bu durum, belirsiz ve güvensiz bir ekonomik çevrede, yatırım ihtiyaçları için gerekli fon ihtiyaçlarını öz kaynak yolundan tercih etmeleri sonucunu doğurabilmektedir.

Yatırımı finanse edecek kaynak ihtiyacı, gelişmiş ülkelerde yaygın olarak uzun vadeli banka kredileri ile karşılanırken, gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerde yerini özkaynaklar oluşturmaktadır. Gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerdeki ulusal bankaların yabancı döviz cinsinden borç temin etmesinden kaynaklı kur farkı maliyeti ve gelecek belirsizliklerini maliyet olarak kurumsal müşterilere ve ürün portföyüne yansıtması, uzun vadeli borcun birim maliyetini yükseltmektedir. Vergi kalkanı olan kaldırıcın getirisi, beklenen getiriden fazla olduğu takdirde şirketler dış kaynaklardaki finansal araçları tercih edebilmektedirler.

Çalışmaya ait bir diğer sonuç, Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Toplam Varlık Karlılığı (ROA) ile Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) arasında anlamlı negatif ilişki bulunmasıdır. Bunun temel sebebi, Borç Dışı Vergi Kalkanı (VK) olarak nitelendirilen amortisman giderlerinin, faaliyet giderleri içerisinde yer alması, gelir tablosunda vergi öncesi karı ve dolayısıyla net karı düşürmesidir. Amortisman artışı, net karın azalmasına doğrudan etki ettiği için karlılık oranlarının düşmesine sebep olmuş ve kurduğumuz modelde ROE ve ROA karlılık oranları arasında negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada, Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Toplam Varlık Karlılığı (ROA) ile Büyüklük (firma aktif büyüklüğü) arasında anlamlı pozitif ilişki bulunmuştur. Ölçek ekonomisi gereği, işletme büyüklüğü arttıkça, üretimdeki birim maliyetin azalmasını sağlayacak ve faaliyet giderlerinin azalması ile birlikte faaliyet karı ve doğrudan net karın artmasını sağlayacaktır. Özsermaye yoğun varlık yapısının hakim olduğu çimento sektöründe, firma büyüklüğü göstergesi, şirketin güvenilirliğini ve geri ödeyebilme gücünü ifade eder. Bu durum yüksek değerli yeni hisse arzı ile pozitif getiri sağladığı gibi ve dış kaynak ihtiyacında kreditorlerden uygun maliyetli borç bulma fırsatı da taşır. Firma büyüklüğünün ROE ve ROA karlılık performansı üzerine pozitif etkisi ampirik bulgularla da tespit edilmiştir.

Sermaye yapısı ve karlılık ilişkisi inceleyen çalışmalar; finansal araştırmacılar, şirket yöneticileri ve finansal yatırım kararı alacak olan sermaye sahipleri için birer rehber olabilmektedir. Gelecek çalışmalarda, tedarikçi-müşteri ilişkisi olan sektörlerin birbirine olan etkisinin ölçülmesi, sektörsel bazda incelenmelerin çeşitlenerek artması, yapılacak ampirik çalışmalarda farklı bağımlı ve bağımsız değişkenlerle yeni modeller kurulması, veri setindeki zaman aralıklarının genişletilmesi ile Türk finans literatürü için sağlıklı, güvenilir kaynaklar oluşturulması sağlanacaktır.



8. KAYNAKÇA

- Abor J., (2005). The Effect of Capital Structure on Profitability: an Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana, University of Ghana Business School, Legon, Ghana, *The Journal of Risk Finance Vol. 6 No. 5, 2005*, 438-445
- Acar, M. (2003). Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Sayı: 20. Ocak-Haziran*, 21-37.
- Ahmad, T., (2014). Impact of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting. 5/17*,49-54.
- Akdoğan, N. ve Tenker N. (2006), *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, 10. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Akgüç Ö. (2011). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayım.
- Akın, E., E. (2004). Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti ile Değeri İlişkisi ve İMKB Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi.
- 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*.
- Akkum, T., (2003). Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 532-533.
- Akpınar, O., (2016). Sermaye Yapısının Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’da bir Uygulama, *Kastamonu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ocak 2016, Sayı:11*.
- Aksoy, A., ve Yalçınar, K., (2005). *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara
- Aksöyek, İ., ve Yalçınar K., (2000). *Finansman Problemleri ve Açıklamalı Çözümleri*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Amidu, M. (2007). Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach. *Baltic Journal of Management, 2(1)*, 67-79.
- Altı, A., (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance, 61(4)*, 1681-1710.
- Asteriou, D. ve Hall, S.G. (2011). *Applied Econometrics*. New York.

- Ata, H. A. ve Yakut, E., (2009). Finansal Performansa Dayalı Etkinlik Ölçümü: İmalat Sektörü Uygulaması, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*.
- Aydın, G. ve Ülengin, B., (2011). Tüketici Temelli Marka Değerinin Finansal Performans Üzerine Etkisi, *İTÜ Dergisi. Cilt: 10, Sayı: 2*.
- Aydın, Y., (2013). Kriz Dönemlerinde Sermaye Yapısı İle Kârlılık İlişkisinin Analizi: Bist'te Bir Uygulama, Doktora Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi.
- Allen, D. E. (1991). The Determinants of Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective. *Australian Journal of Management, c.16. s.2*, 103-128.
- Bahçeli, G. (2003). Türk Firmalarının Sermaye Yapılarını Belirleyen Unsurlar, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul.
- Baker, M., ve Wurgler, J., (2002). Market timing and capital structure, *The Journal of Finance, 57(1)*, 1-32
- Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, Second edition, John Wiley & Sons, New York.
- Baron, M. J. ve Lvnch, G.,J, (1989). *Economi*, Boston Publish.
- Boldizzoni, F. (2008). *Means and ends: The idea of capital in the West; 1500-1970*. New York. *Palgrave Macmillian*.
- Berk, N. (2007). *Finansal Yönetim*. Türkmen Kitabevi, 9. Baskı, İstanbul.
- Bolak, M., (1998). *İşletme Finansı*, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. (1994). *Finansal Yönetim*, Birlik Ofset, Eskişehir.
- Booth, L., V. Aivazian, A. Kunt ve V. Maksimoviç , (2001). Capital structures in developing countries, *Journal of Financial Economics, c.56. s.1*, 94-98.
- Brigham, E. F., (1999). *Finansal Yönetimin Temelleri Çev. Ö. AKMUT, ve Sarıaslan H.*, Ankara Üniversitesi Yayınları, No:213., Ankara.
- Büyükmert, N., (2015). İşletmelerde Sahiplik Yapısının Kârlılık Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi.
- Büyüktortop, M. 2007. Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB'de Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Canbaş Serpil, Doğanlı Hatice, (1995). *Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Karahan Kitapevi.

- Cassar, G., Holmes, S. (2003), "Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence". *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 43 No.2, pp. 123–47.
- Cebeci R., (1996). *Leasing Sektörü ve Sektör Analizleri*, İMKB.
- Cevlani Öz İ., M., (2014). *Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı Kararları: Borsa İstanbul'da İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi.
- Ceylan, A. (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Chen, Y. ve Hammes, K., (1997). *Capital Structure, Theories And Empirical Results - A Panel Data Analysis. Conference on Financial Regulation at Groningen, Netherlands.*
- Colombo, E., (2001). Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms, *Applied Economics*, c.33. S.13. 1689-1701.
- Çaldağ, Y. ve Aynaoğlu Y. (2002). *Genel Muhasebe*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Çam, H. (2008). *Sağlık İşletmelerinde Finansal Performansın Değerlendirilmesi: Karaman Devlet Hastanesi Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi.
- Çevik B. (2016), *Çimento Sektörü*, Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü.
- De Angelo, H. ve Masulis, R.W. (1980) "Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation" *Journal of Finance*, 35(2): 453–64.
- Demirgüç -Kunt. A., ve Maksimovic, V. (1999), Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity, *Journal of Financial Economics*, Vol. 56, No. 1, 87-130
- Doğan, M. (2013). Sigorta Firmalarının Sermaye Yapısı ile Kârlılık Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 121-136.
- Doğukanlı, H., (2008). *Uluslararası Finans*, 2. Baskı, Karahan Kitabevi, Adana.
- Durand, D., (1952). The Cost of Debt. And Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, *Conference On Research On Business Finance, New York National Bureau of Economic Research*, 215-220
- Eser, A., (2011). Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: İmkb'de bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1998), Taxes, Financing Decisions, and Firm Value, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 819-43.
- Frank, M. Z., ve Goyal, V. K., (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1).

- Geçili, M. (2014), İşletmeler Üzerinde Etkili Olan Sermaye Yapısı Kararları İle Bu Kararları Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi. Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi.
- Gitman, J. L., (1994). *Basic Managerial Finance (Third Edition)*, New York: Ffarper Collins Publishers.
- Gönenli, A., (1988), İşletmelerde Finansal Yönetim, Nadir Kitap.
- Graham, J.R., 2000, How Big Are the Tax Benefits of Debt? *Journal of Finance*, 55, 1901- 1941.
- Graham C., H., Patrick J., Hutchinson, N, M., (2004., Determinants of the Capital Structures of European SMEs, *Journal of Business Finance & Accounting*, 31 (5) & (6).
- Gücenme, Ü. (2001). MUFAD Yuvarlak Masa Toplantısı, *Muhasebe Finansman Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı*.
- Güner, A, (2016). Türkiye’deki İşletmelerde Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Bist’ De Bir Uygulama, Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi.
- Gürsoy, C. T., (2007). *Finansal Yönetim İlkeleri*, İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları.
- Hassan, M., A., (2015). “Sermaye Yapısı Ve Karlılığa Etkisi: Gıda Firmaları Üzerine Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi.
- Hatipoğlu, Z., (1995). *Ayrıntılı İşletme Finansmanı*, Nadir Kitap, İstanbul.
- Hausman, J. A. ve Taylor, W. E. (1981). Panel Data and Unobservable Individual Effects, *Econometrica*, 49(6), 1377–1398.
- Hijazi T., and Tariq Y.B. (2006), Determinants of Capital Structure: A Case for Pakistani Cement Indusrty, *The Lahore Journal of Economics*, 11 : 1, pp. 63-80
- Horne, J., and et. al. (1982). *Finansal Yönetim ve Politikaları* (Tekok O., Yener D., vd. Çev.), Ankara,
- Huang, G. ve Song, F.M. (2002) “The Determinants of Capital Structure: Evidence from China” *China Economic Review*, (17):14-36.
- Irk, E. (2012). Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: İstanbul Menkul Kıymet Borsası Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Tokat.
- İnal, Z., (2006). Factoring Uygulamaları ve İşletmelerin Finansal Yapılarına Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- İnam, M., (2007). *Sermaye Piyasası* , Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Türk Ticaret Kanunu, *Madde: 13 (3794 Sayılı kanunda Değişiklik)*

- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Atioğlu, E., (2012). Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisinin Analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 7(1), 291-311.
- Karaslan B., (2012). Hisse Senedi Getirilerini Belirleyen Etkenler Olarak Sermaye Yapısı ve Beta'nın Karşılaştırılması, İMKB –İmalat Sanayi Örneği, Doktora Tezi, Kadir has Üniversitesi.
- Karadeniz, E., (2008). Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi.
- Karadeniz E., Kaplan F., ve Günay, F., (2016). Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma, *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13 (3).
- Karakuş, R., (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İmkb 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Çankırı Karatekin Üniversitesi.
- Kartal, C., Atay, M., S. (2009). *Genel Muhasebe Tekdüzen Muhasebe Sistemi ile Uyumlu*, Asil Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Ankara.
- Kaya, F. (2011). *Uluslararası Finansman*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- Kılıç Z. (1991). Türkiye’de Yeni Bir Finansman Yöntemi: Leasing, *Hazine ve Dış Ticaret Müstesarlığı Dergisi*, Sayı: 10, Ankara.
- Kuğu, T. D., (2011). Değere Dayalı Finansal Performans Ölçütlerinin Sermaye Yapısı ile İlişkilendirilmesi ve İmkb’de Bir Uygulama, Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi.
- Massa M., and Zhang L., (2009), Stocks, bonds and debt imbalance: The role of relative availability of bond and bank financing, *INSEAD Finance Department*, 55-56.
- Meder, H., (1994). Finansman Tekniklerinden Factoring ve Forfaiting, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe üniversitesi, Ankara.
- Mesquita, J. M. C. ve Lara, J. E., (2003). Capital Structure and Profitability: The Brazilian Case, *Academy of Business and Administration Sciences Conference. Vancouver, July, 11-13*.
- Michael G, F. and Wesley H., J, (1979). Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *The Journal of Finance*, Vol. 34, No. 3.
- Modigliani, F. Ve Miller, M. H., (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3).

- Mohammadzadeh, M., Rahimi, F., Aarabi, S. M. ve Salamzadeh, J., (2013). The Effect of Capital Structure on the Profitability of Pharmaceutical Companies, *The Case of Iran Iranian Journal of Pharmaceutical Research*. 12/3, .573-577.
- Muzır, E. (2011). Triangle Relationship among Firm Size, Capital Structure Choice and Financial Performance Some Evidence from Turkey, *Journal of Management Research*, Vol. 11, No. 2, 87-98
- Myers, S. C., (1984). The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, 5(2), 147-175
- Myers, S. C. ve Majluf, N.S., (1984). Corporate Financing and Investment Desicions When Firms have Information that Inventors do not have, *Journal of Finance*, 13(2), s. 187-221
- Okuyan H. A. ve Taşçı H. M. (2010). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, Cilt:4, Sayı:1, 105-120.
- Onatça Ş. N., (2017). Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Hisseleri Bist'te İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Panel Veri Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi
- Ölçal, Y., (1993). Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Üretim İşletmelerinin, Uzun Süreli Finansal Borçlanma Kararını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi Üzerine Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Özdemir M., (1997). *Finansal Yönetim*, Gazi Kitapevi, s.301
- Özden H. Ü., Başar Ö.D. ve Kalkan S.B., (2012), İMKB'de İşlem Gören Çimento Sektöründeki Şirketlerin Finansal Performanslarının Vikor Yöntemi ile Sıralanması, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:17. s. 23-44
- Özgülbaş, N., (1999). Kamu Hastanelerinde Finansal Performans Ölçümüne Yönelik Bir Uygulama. Ersoy, K ve Kavuncubaşı, Ş. (Ed.). *Sağlık Kuruluşları ve Hastane Yönetimi. Haberal Eğitim Vakfı*.
- Quiry, P., Dallochio, M., LE FUR, Y., et al, 2005, *Corporate Finance Theory and Practice*, 4. Edition, John Wiley & Sons Ltd.
- Petersen, M. A., ve Rajan R. G., (1994). The benefits of lending relationships: Evidience from small business data. *The Journal Finance*, 49(1).
- Pike, R. ve Neale, B., (2009). *Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies*". England: Prentice Hall.

- Ross, S.A., (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive – Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40
- Sadiq M. N. ve Sher F., (2016). Impact of Capital Structure on the Profitability of Firm's Evidence from Automobilesector of Pakistan, *Global Journal of Management and Business Research (C) Volume XVI Issue I Version I*,
- Sarıaslan, H., ve Erol, C. (2008). *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*, Siyasal Kitabevi, Ankara, 99-116
- Sarıoğlu, S. E., Kurun, E., & Güzeldere, H. (2013). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi. *Ege Academic Review*, 13(4).
- Sayılgan, G., H. Karabacak, G. Küçükkocaoğlu, (2006). The firm-specific determinants of corporate capital structure: evidence from Turkish panel data, <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselcapstrpaper.pdf>. (2008, 01 Haziran)
- Sayman, Y., (2012). Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Sevilengül, O. (2000). *Genel Muhasebe*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Seyhan, İ. (2010), Firmalarda Uzun Süreli Fon Tedarik Ve Optimal Sermaye Yapısı İmkb'de İşlem Gören Firmalar Üzerine Uygulamalı Bir Analiz, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi.
- Shubita, M. F. ve Alsawalhah, J. M., (2012). The Relationship Between Capital Structure and Profitability. *International Journal of Business and Social Science. Vol.3 No. 16*, 104-112.
- Skopljak, V., and Luo, R. H., (2012). Capital Structure and Firm Performance in the Financial Sector: Evidence from Australia, Asian, *Journal of Finance & Accounting, Vol 4, No 1*, 278-298.
- Smith, C. W., Jr., (1986). Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, 15(1), 3-29.
- Smith, C. W., Jr., ve Watts, R. L. (1992). The Inversment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Polices, *Journal of Financial Economics, C. 32(3)*, 263-292.
- Solomon, E., Çev. Var, T., (1977). *İşletme Finansmanı Teorisi*. Orta Dogu Teknik Üniversitesi İdari Bilimler Fakültesi, Ankara, Baskı:1983.

- Sönmez, A., (2015). Finansal Oranlar ile Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, Yüksek Lisans Bitirme Projesi, Trakya Üniversitesi.
- Sultan K., Jalal, M. W, Farooq K., (2015). Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Study of Non-Financial Firms Listed in Karachi Stock Exchange (KSE) in Pakistan, *Academy of Contemporary Research Journal V IV(III)*.
- Sürmen, Y., (2011). *Muhasebe-1*, Celepler Matbaacılık, 1. Baskı, Trabzon.
- Şahin, O. (2011). KOBİ'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi. c.7 s. 14*, 183-200
- Taggart, R.A., (1977). A model of Corporate Financing Desicisions *The Journal of Finance*, 32(5), 1467-1484
- Taub, A.J. (1975). Determinants of the Firm's Capital Structure, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 57, 410-416.
- Tecer M., (1980). *İşletmelerde Sermaye Maliyeti*, Sevinç Matbaası, Ankara.
- Tenker, N., (1997). *Finansal Muhasebe*, Gazi Kitabevi, 1. Baskı, Ankara.
- Terim, B. (2009). Türkiye'de Firmaların Sermaye Yapısı: Belirleyici Etmenler ve Gelişim, Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi.
- Titman, S., ve Wessels, R. , (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol 43, No: 1.
- Topal, Y. (2006). İMKB'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Kârlılıklarına Etkisi, *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi. Sayı. 27. ss. 45-70*.
- Tükenmez, M. vd. (1999). *Finansal Yönetim*, Vizyon Yayınları, İzmir.
- TCEB (Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı), (2016), *Çimento Sektör Raporu*, İhracat Genel Müdürlüğü, Kimya Ürünleri ve Özel İhracat Daire Başkanlığı
- Turhan İ. (2017), *Çimento Sektör Raporu*, Halk Yatırım
- Türko, M., R., (1994), *Finansal Yönetim*, Alfa: Yayın No: 536. İşl. Muh. Fin. Dizi No: 66, Erzurum.
- Uysal, E. U. (2001). Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları ve Şirketlerin Finansman Süreçlerine Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Uysal B., (2010). Sermaye Yapısını Belirleyen faktörler: Sektörel Bir İnceleme Yüksek Lisan Tezi, Ankara Üniversitesi.
- Ünal, E., (2013). Özel Sağlık Sektöründe Sermaye Yapısı: Özel Sağlık Sektöründe Sermaye Yapısı ve Finansal Performans İlişkisi, Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi.

- Yakar, Rafet, (2011) Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB' de Ampirik Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Selçuk Üniversitesi.
- Yener, E. ve Karakuş, R., (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelemesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 14/2., 75-98.
- Yenice, S. (2001). Sermaye Yapısının Firmanın Verimliliği ile Cari Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB'de Test Edilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Gazi üniversitesi, Ankara.
- Yılgör, A. G. ve Yücel, E., (2007). Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.
- Yiğit F., (2016). *Sermaye Yapısı ve Sermaye Yapısı Teorileri*, Nobel Akademik Yayıncılık.
- Yurtadur, M., (2010), Kobi'lerde Sermaye Yapısı ve Kar Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri , Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi.
- Yükeri, Yılmaz, (2009). İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi.

9. EKLER

9.1. EK-1: BİST'e Kote Olmuş Çimento Sektöründeki Firmalar

No	Hisse Adı	Firma Adı
1	ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)
2	AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
3	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
4	ASLAN	ASLAN ÇİMENTO A.Ş.
5	BASCM	BAŞTAŞ BAŞKENT ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
6	BTCIM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
7	BSOKE	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
8	BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
9	BUCIM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
10	CMBTN	ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
11	CMENT	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.
12	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
13	GOLTS	GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET
14	KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
15	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
16	NIBAS	NİĞBAŞ NİĞDE BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
17	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
18	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

