

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Duran ÖZEN

FİRMALARIN KİRA SERTİFİKASI (SUKUK) VEYA KLASİK
BONO İHRAÇ ETME NEDENLERİNİN
KİSMİ AYARLAMALAR METODU İLE İNCELENMESİ

İşletme Ana Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2017

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Duran ÖZEN

FİRMALARIN KİRA SERTİFİKASI (SUKUK) VEYA KLASİK
BONO İHRAÇ ETME NEDENLERİNİN
KİSMİ AYARLAMALAR METODU İLE İNCELENMESİ

Danışman

Prof. Dr. Hakan ER

İşletme Ana Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2017

T.C.
Akdeniz Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Duran ÖZEN'in bu çalışması, jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ (İmza)

Üye (Danışmanı) : Prof. Dr. Hakan ER (İmza)

Üye : Doç. Dr. Aslıhan ERSOY BOZCUK (İmza)

Tez Başlığı: Firmaların Kira Sertifikası (Sukuk) veya Klasik Bono İhraç Etme Nedenlerinin Kısmi Ayarlamalar Metodu ile İncelenmesi

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

Tez Savunma Tarihi : 03/08/2017

Mezuniyet Tarihi : 14/09/2017

(İmza)

Prof. Dr. İhsan BULUT

Müdür

AKADEMİK BEYAN

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Firmaların Kira Sertifikası (Sukuk) veya Klasik Bono İhraç Etme Nedenlerinin Kısmi Ayarlamalar Metodu ile İncelenmesi” adlı bu çalışmanın, akademik kural ve etik değerlere uygun bir biçimde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım bütün eserlerin kaynakçada gösterildiğini ve çalışma içerisinde bu eserlere atıf yapıldığını belirtir; bunu şerefimle doğrularım.

(İmza)

Duran ÖZEN





T.C.
AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

ÖĞRENCİ BİLGİLERİ	
Adı-Soyadı	Duran ÖZEN
Öğrenci Numarası	20128504105
Enstitü Ana Bilim Dalı	İşletme
Programı	Tezli Yüksek Lisans
Programın Türü	(X) Tezli Yüksek Lisans () Doktora () Tezsiz Yüksek Lisans
Danışmanın Unvanı, Adı-Soyadı	Prof. Dr. Hakan ER
Tez Başlığı	Firmaların Kira Sertifikası (Sukuk) veya Klasik Bono İhraç Etme Nedenlerinin Kısmi Ayarlamalar Metodu ile İncelenmesi
Turnitin Ödev Numarası	

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmasının a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana Bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 116 sayfalık kısmına ilişkin olarak, 25/08/2017 tarihinde tarafımdan Turnitin adlı intihal tespit programından Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nda belirlenen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve ekte sunulan rapora göre, tezin/dönem projesinin benzerlik oranı;

alıntılar hariç % 5

alıntılar dahil % 6 'dır.

Danışman tarafından uygun olan seçenek işaretlenmelidir:

(x) Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşmıyor ise;

Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporu'nun doğruluğunu onaylarım.

() Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşıyor, ancak tez/dönem projesi danışmanı intihal yapılmadığı kanısında ise;

Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporu'nun doğruluğunu onaylar ve Uygulama Esasları'nda öngörülen yüzdeler sınırlarının aşılmasına karşın, aşağıda belirtilen gerekçe ile intihal yapılmadığı kanısında olduğumu beyan ederim.

Gerekçe:

Benzerlik taraması yukarıda verilen ölçütlerin ışığı altında tarafımda yapılmıştır. İlgili tezin orijinallik raporunun uygun olduğunu beyan ederim.

25/08/2017
(İmza)
Prof. Dr. Hakan ER

İÇİNDEKİLER

ŞEKİLLER LİSTESİ	v
TABLOLAR LİSTESİ	vi
ÖZET	vii
SUMMARY	viii
ÖNSÖZ	ix
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI

1.1. Sermaye Yapısı Teorileri	4
1.1.1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar	4
1.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı	4
1.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	7
1.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım	8
1.1.2. Modigliani Miller Teoremi	10
1.1.2.1. Modigliani Miller Teoreminin Birinci Önermesi	12
1.1.2.2. Modigliani Miller Teoreminin İkinci Önermesi	12
1.1.2.3. Modigliani Miller Teoreminin Üçüncü Önermesi	14
1.1.2.4. Modigliani ve Miller Teoremine Yapılan Eleştiriler	15
1.1.3. Dengeleme Teorisi (Trade-off Theory)	16
1.1.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisi	19
1.1.4.1. Yöneticiler ve Hissedarlar arasındaki Temsil Sorunları	19
1.1.4.2. Borç Sahipleri Arasındaki Temsil Sorunları	20
1.1.5. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)	22
1.1.5.1. Karlılık	25
1.1.5.2. Firma Büyüklüğü	26
1.1.5.3. Büyüme Olanakları	27
1.1.5.4. Maddi Duran Varlıklar	27
1.1.5.5. Kar Payı Dağıtımı	27
1.1.5.6. Finansal Açık	28

1.1.5.7. Piyasa Değeri	28
1.1.6. Piyasa Zamanlaması Teorisi.....	29
1.1.7. Sinyal Teorisi	30

İKİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

2.1. Mudaraba (Emek Sermaye Ortaklığı).....	33
2.2. Muşaraka (Kar-Zarar Ortaklığı).....	34
2.3. Murabaha (Peşin Alım-Vadeli Satım)	34
2.4. İcara (Kiralama)	35
2.5. Selem (Peşin Ödeme, Veresiye Mal Alımı).....	35
2.6. Karz-ı Hasen (Karşılıksız Borç)	35
2.7. Teverruk.....	36
2.8. Sukuk	36

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SUKUK VE BONO

3.1. Sukuk ve Bono	37
3.2. Sukuk Çeşitleri.....	39
3.2.1. Mudaraba Sukuku	39
3.2.1.1. Mudaraba Sukukunun İşleyişi.....	41
3.2.2. Muşaraka Sukuku	42
3.2.2.1. Muşaraka Sukukunun İşleyişi	44
3.2.3. İcara Sukuku	45
3.2.3.1. İcara Sukukunun İşleyişi	47
3.2.4. Murabaha Sukuk	49
3.2.4.1. Murabaha Sukukunun İşleyişi	50
3.2.5. Selem (Salam) Sukuku	51
3.2.5.1. Selem (Salam) Sukukunun İşleyişi	52
3.2.6. İstisna Sukuku.....	53
3.2.6.1. İstisna Sukukunun İşleyişi.....	54
3.2.7. Karma (Melez) Sukuk.....	55

3.3. Bono.....	56
3.4. Bono ve Sukuk Arasındaki Farklar.....	56

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

DÜNYADA SUKUK İHRACI

4.1. Dünyada Global Sukuk İhracı.....	57
4.2. Dünyada Uluslararası Sukuk İhracı	58
4.3. Dünyada Yerel Sukuk İhracı.....	60
4.4. İhraç Türlerine Göre Sukuk	62
4.5. İhraç Eden ülkelere ve Bölgelere Göre Yerel Sukuk.....	64
4.6. Türkiye’de Kira Sertifikası (Sukuk)	67

BEŞİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

5.1. Sukuk ve Bono İlgili Çalışmalar.....	69
5.1.1. Sukukla İlgili Yapılan Araştırmalar	69
5.1.2. Sukukla ve Bono ile İlgili Yapılan Araştırmalar	69
5.2. Borç ve Özkaynak Tercihi	71
5.2.1. Karlılık	72
5.2.2. Maddi Duran Varlıklar.....	72
5.2.3. İşletme Büyüklüğü	72
5.2.4. Büyüme Olanakları	73

ALTINCI BÖLÜM

VERİ VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

6.1. Veri	74
6.2. Örneklem	74
6.3. Araştırma Yöntemi	76
6.4. Veri Analizi.....	79

SONUÇ	87
--------------------	-----------

KAYNAKÇA.....	89
ÖZGEÇMİŞ	98



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı Sermaye Maliyetleri İlişkisi.....	5
Şekil 1.2 Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı Sermaye Firma Değeri İlişkisi.....	6
Şekil 1.3 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı ile Sermaye Maliyeti İlişkisi	7
Şekil 1.4 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı Firma Değeri İlişkisi.....	8
Şekil 1.5 Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısı ile Sermaye Maliyeti İlişkisi	9
Şekil 1.6 Geleneksel Yaklaşımına Göre Firmanın Piyasa Değeri	9
Şekil 1.7 Sermaye Maliyeti ile Yabancı Kaynak/ Özsermaye ilişkisi.....	13
Şekil 1.8 Getiri Oranları ile Yabancı Kaynak/Özsermaye İlişkisi.....	13
Şekil 1.9 Modigliani ve Miller Teoreminin Vergi Dâhil Getiri ve Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı İlişkisi	14
Şekil 1.10 Modigliani ve Miller teoreminin Vergi Dâhil Firma Değeri ve Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı İlişkisi	15
Şekil 1.11 Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve İşletme Değeri	17
Şekil 1.12 Borcun Temsilci Maliyeti Seviyesine Göre Sermaye Yapısının Değişimi	22
Şekil 3.1 Mudaraba Sukukunun İşleyişi.....	41
Şekil 3.2 Muşaraka Sukukunun İşleyişi	44
Şekil 3.3 İcara Sukukunun İşleyişi	47
Şekil 3.4 Murabaha Sukukunun İşleyişi.....	50
Şekil 3.5 Salam Sukukunun İşleyişi	52
Şekil 3.6 İstisna Sukuku İşleyişi.....	54
Şekil 4.1 Yıllara Göre Global Sukuk İhraç Miktarları	57
Şekil 4.2 Yıllara Göre Uluslararası Sukuk İhraç	59
Şekil 4.3 Yıllara Göre Yerel Sukuk İhraç Miktarları	60
Şekil 4. 4 İhraç Türlerine Göre Sukuk İhraç Miktarları	62
Şekil 4.5 İhraç Eden Bölgelere Göre Yerel Sukuk Miktarları.....	65
Şekil 4.6 İhraç Eden Ükelere Göre Yerel Sukuk Miktarları	66

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 4.1 Yıllara Göre Global Sukuk İhraç Miktarları	58
Tablo 4.2 Yıllara Göre Uluslararası Sukuk İhraç	59
Tablo 4.3 Yıllara Göre Yerel Sukuk İhraç Miktarları	61
Tablo 4.4 İhraç Türlerine Göre Sukuk İhraç Miktarları	62
Tablo 4.5 Yerel Sukuk ve Uluslararası Sukuk İhraç Miktarları Kıyaslaması	63
Tablo 4.6 İhraç Eden Ülke ve Bölgelere Göre Yerel Sukuk Miktarları	64
Tablo 4.7 İhraç Eden Ülkelere Göre Yerel Sukuk Miktarları ve Yüzdeleri.....	66
Tablo 6.1 Değişkenler ve Hesaplanma Yöntemi	76
Tablo 6.2 Sukuk Bono İhraç Etme Nedenlerinin Analiz Sonuçları	79
Tablo 6.3 Bono Betimsel İstatistiksel Analiz Sonuçları.....	80
Tablo 6.4 Sukuk ve Değişkenlerle İlgili Korelasyon	81
Tablo 6.5 Bono ve Diğer Değişkenlerle İlgili Korelasyon	81
Tablo 6.6 Sukuk ve Bono İçin Kaldıraç, Değişkenlerin Regresyon Analizi.....	83

ÖZET

Firmalar faaliyetlerini devam ettirmek ve planladıkları yatırımları gerçekleştirebilmek için gerekli olan finansmanı özkaynaklarından, borçlanma yoluyla veya sukuk ve bono gibi borçlanma senetleri ihraç ederek sağlarlar. Firmalar için en uygun olan borçlanma aracının seçimi finansman maliyetleri açısından son derece önemlidir. Bu çalışmada, firmaların borçlanma araçlarından sukuk veya bonoyu tercih nedenleri araştırılmaktadır.

Araştırmada, firmaların sukuk veya bono ihraçlarının karlılık, maddi duran varlıklar, firma büyüklüğü, büyüme olanakları ve borç dışı vergi kalkını değişkenleri ile ilişkisi, dengeleme teorisi (trade-off theory) ve finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory) üzerinden incelenmiştir.

Muhasebesel işleyişi diğer sektörlerden farklı olan, finans sektöründe yer alan firmalar araştırmamızda analize dâhil edilmemiştir. Sukuk veya bono ihracının en çok olduğu ülkeler arasından seçilmiş yedi ülke üzerinde analiz yapılmıştır. Sukuk veya bono ihraç eden firmaların borçlanma oranları ile değişkenler arasındaki ilişki, kısmi ayarlamalar modeli ile Fark-GMM ve Sistem-GMM ekonometrik yöntemleri kullanılarak değerlendirilmiştir.

Araştırmanın bulguları şu şekilde özetlenebilir: Bono ihraç eden firmalar daha hızlı borç kullanmaktadır. Bono ihracında, borcun kapatılması sukuka göre daha hızlıdır. Bonoda borçlanma artışının firma karlılığını azaltıcı etkisinin daha az olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bono ihraç eden firmaların büyüklükleri arttıkça daha fazla bono ihraç edebilmektedirler. Firmaların sahip oldukları maddi duran varlıklarının çok olmasının firmaların borçlanabilmelerine olumlu etkisinin daha fazladır.

Anahtar Kelimeler: Sukuk, Bono, Kısmi Ayarlamalar Metodu, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Sistem-GMM

SUMMARY

AN INVESTIGATION OF THE REASONS FOR COMPANIES ISSUE SUKUK OR CONVENTIONAL BOND USING PARTIAL ADJUSTMENT MODELS

Companies obtain the funds needed to continue their operations and to achieve their planned investments through equity capital or through the issuance of sukuk and bonds. Choosing the most appropriate debt instrument in terms of costs is among the most important decision making processes for the companies. The present search puts forth the reasons why companies choose sukuk or conventional bond as debt instruments.

The relationship between the issuance of bonds and sukuk with profitability, non-debt tax shield, profit, size and growth have been analyzed by using the pecking order and the trade-off theories.

Firms operating in finance sector are not included in the analysis section as the accounting practices of the firms in the finance sector are different from the ones in the other sectors. The analysis is based on seven countries chosen among those which have the highest sukuk and conventional total bond issue size. The relationship between the debt ratio of the companies issuing sukuk or conventional bond and their variables is assessed using partial adjustment models, Difference-GMM and System-GMM.

The results of the study can be summarized as follows: Firms issuing bond increase their debt faster. Retiring debt is quicker in issuing conventional bond than in issuing sukuk. With bond issuance the increase in debt has a less negative impact on the firm's profitability. Moreover, it is observed that the greater the size of firm issuing bond, the higher the volume of the bond it issues. Companies which own more tangible fixed assets can borrow more than other firms.

Keywords: Sukuk, Conventional Bonds, Partial Adjustment Method, Pecking Order Theory, System-GMM

ÖNSÖZ

Firmaların kira sertifikası (Sukuk) veya bono ihraç etme nedenlerinin kısmi ayarlamalar metodu ile incelendiği çalışmamda desteğini aldığım tez danışmanım Prof. Dr. Hakan ER'e teşekkür ederim.

Duran ÖZEN
Antalya, 2017



GİRİŞ

İşletmelerin fon gereksinimlerini karşılayacakları kaynaklar ile ilgili seçimleri, işletmenin sermaye ve fırsat maliyetleri ve işletme değeri üzerindeki olası etkileri nedeniyle finansal karar verme süreçlerinin en önemli konularından biridir. Sermaye yapısı teorileri firmalara sermaye yapısı kararları ile ilgili çeşitli öneriler sunmakta, bu kararlarının sermaye maliyeti ve firma değeri üzerinde etkisinin olup olmadığı, etkisi var ise en uygun sermaye yapısının nasıl belirleneceği konuları finans literatürünün en çok araştırılan konuları arasında yer almaktadır.

Firmaların, fon ihtiyaçlarını karşılamada kullanılabilecekleri finansman seçenekleri kümesi her geçen gün genişlemekte, İslami finansman yöntemlerinin bu seçenekler arasındaki ağırlığı da gün geçtikçe artmaktadır. Son yıllarda, İslami bankacılık ve finansman, klasik bankacılık ve borçlanma araçlarıyla rekabet edebilir bir alternatif oluşturma yolunda hızla ilerlemektedir. En önemli İslami finansman yöntemlerinden biri olan, yerel ve uluslararası piyasalarda ihraç edilebilen sukukun, ihtiyaçlar doğrultusunda çeşitlendirilerek ihraç hacmi gün geçtikçe artan bir borçlanma aracı haline geldiği gözlemlenmektedir. Bu önemli İslami finansman aracının sermaye yapısı üzerindeki etkisi finans literatüründe pek çok çalışmaya konu olmuştur. Ancak, Türk literatüründe de birçok çalışmaya konu olan sukukun bir finansman aracı olarak tercih edilmesini etkileyen nedenlerin ele alınmadığı görülmektedir. Çalışma literatüre bu konuda katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

Bu çalışmada, klasik borçlanma aracı bono veya İslami borçlanma aracı sukuk ihraç eden yedi ülkedeki firmaların, borç senedi (bono ve sukuk) ihraçları, kısmi ayarlama modeli ile Fark-GMM ve Sistem-GMM istatistiksel yöntemleri kullanılarak incelenmektedir. Dengeleme teorisinde hedef borçlanma oranını belirleyen değişkenler (karlılık, maddi duran varlıklar, firma büyüklüğü, büyüyebilme olanakları ve borç dışı vergi kalkanı) ile bono veya sukuk tercih edilmesinin sebepleri çalışmada açıklanmaktadır.

Çalışmanın bundan sonraki bölümleri şu şekilde düzenlenmiştir. Birinci bölümde, firmaların sermaye yapılarının belirlenmesini inceleyen sermaye yapısı teorilerine yer verilmiştir. İkinci bölümde, İslami finansman yöntemleri üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde, sukuk ve bono hakkında bilgi verilmiş, sukuk çeşitleri ve işleyişleri incelenmiş, sukuk ve bono arasındaki farklar çeşitli yönleriyle ortaya konulmuştur. Dördüncü bölümde dünyadaki sukuk ihraç miktarları, ihraçların bölgelere ve ülkelere göre dağılımı, artış ve duraklama dönemleri ve sebepleri ele alınmıştır. Beşinci bölümde, yapılan literatür taramasının sonuçları sunulmuş, literatürde konuyla ilgili yapılan araştırmalar ve kullanılan

araştırma yöntemleri incelenmiştir. Altıncı bölümde, araştırmada kullanılan veri ve yöntem açıklanmış, firmaların bono veya sukuk ihraç etmelerini etkileyen sebeplerin istatistiksel analizleri yapılmış, işletmelerin borçlanma araçları arasındaki tercih sebepleri ve analizin sonuçları üzerinde durulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI

Sermaye yapısı, bir firmanın faaliyetleri devam ettirebilmesi için gerekli olan finansal kaynağın ne kadarının borçlanma yoluyla elde edildiğini, ne kadarının özsermayeden sağlandığını ortaya koymaktadır (Akgüç, 1998: 418). İşletmelerin borç ve özsermaye dengesi, firmanın değerini ve büyümesini olumlu yönde etkileyecek, firmanın ödeme dengesini bozmayacak ve olası kriz durumlarını en az zararla atlatabilmesini sağlayacak şekilde olmalıdır.

Firma, sermaye yapısını, yabancı kaynak miktarının özkaynak miktarından yüksek olmasının neden olacağı riski, bu riskin karşılığında sağlayacağı karlılığı, risk ve firma değeri dengesini göz önünde bulundurarak şekillendirmelidir. Firma faaliyetlerinin sürekliliği sağlanması için firma kaynaklarının yeterli olması ve sermaye yapısının da uygun bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir.

Firmalar, kendi özsermayelerinin yanında borçlanma yoluyla kaynak sağladıklarında finansmanın karşılığında ödediklerini gider olarak muhasebeleştirip vergiden düşebilmekte, sağlanan bu vergi avantajı da borçlanmayı cazip kılmaktadır. Ancak belirli bir düzeyin üzerindeki borçlanmanın firma devamlılığına olumsuz etkileri olabilmektedir. Firma yönetiminin firmada kullanılacak olan sermayenin kaynağını belirlerken sermaye kaynağının maliyetine, bu kaynak ile alınan finansal riske, kaynağın firma büyümesine ve değerine etkilerini göz önünde bulundurması gerekir.

İşletmeler, sermaye yapılarını şekillendirirken öncelikle firmanın ihtiyaç duyduğu fonların tutarını sağlıklı bir şekilde belirlemeli, daha sonra firmanın özkaynak ağırlıklı mı yoksa yabancı kaynak ağırlıklı mı bir sermaye yapısına sahip olacağına karar vermelidirler. İşletmenin, finansman kaynağı ile ilgili verdiği bu karardan sonra bu kaynağın ne şekilde elde edileceğini, yabancı kaynağın kısa vadeli olarak mı, yoksa uzun vadeli olarak mı kullanılacağını ve bu kaynakların firmaya maliyetini göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Brealey vd., 1991: 9).

İşletme sermaye yapısını belirlerken yabancı kaynak tercih etmişse, kullanılacak olan yabancı kaynağın vadesinin belirlenmesinde firmanın gelecekteki nakit akışlarının tahmin edilmesinin önemi büyüktür. Firmanın faaliyetlerini devam ettireceği tüm projelerin optimum vade ve ödeme şekilleri ile ilgili bir finansman politikası geliştirmesi büyük önem taşımaktadır.

Firmalar finansal maliyetleri azalmak için gerek teknolojik araç gereçlerin gerekse firma ulaşımında kullanılan araçların finansmanında finansal kiralama yoluna (leasing) veya sadece kiralama yoluna gidebilmektedirler (Eren, 2005: 350). Böylece yüksek kaynak gerektiren ihtiyaçlarını daha kısa dönemde daha az sermaye ile karşılayabilmektedirler.

Sermaye maliyeti; firmanın devamlılığını sağlayabilmek için kullandığı borçlar, hisse senetleri için ödemesi gereken tutarlar ve dağıtılmayan karların maliyeti olarak tanımlanabilir (Yener, 2002: 5).

İşletmenin sermaye yapısını oluşturmada önemli yer alan sermaye maliyeti sermaye piyasasında belirlenir. Sermaye maliyeti; faiz oranları, vergiler, piyasadaki enflasyon oranı, yürütülen ekonomik ve sosyal politikalar, dünya ve ülke ekonomisinin durumu gibi etkenler tarafından belirlenir (Okka, 2009: 341).

Firma sermayesinin tümünü kendi kaynaklarından sağlıyorsa özsermaye maliyeti oluşur, sermaye borçlanma yoluyla sağlanmış ise borçlanma maliyeti, eğer hem borç hem de özsermaye ortak olarak sağlanmış ise ağırlıklı sermaye maliyeti oluşur.

Geleneksel yaklaşımlarda, sermaye yapısının optimum olmasıyla birlikte maliyetlerin minimum seviyeye inmesi ve firmanın değerinin de maksimum seviyeye çıkması hedeflenmektedir (Schwartz, 1959: 18-39). Öte yandan, Modigliani ve Miller (1958) sermaye yapısıyla sermaye maliyeti ve firma değeri arasında da bir ilişki olmadığını ileri sürmektedir. Firmalar sermaye optimizasyonu yerine firmanın karşı karşıya bulundukları risk grupları üzerinde durulmuştur (Myers, 2001: 81).

1.1. Sermaye Yapısı Teorileri

1.1.1. Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar

Finansman politikasıyla firma, sermayesinin ne kadarını özkaynaklarından ne kadarını yabancı kaynaklardan elde edeceğine karar vermektedir. Bu kararlar firma optimal sermaye yapısına ulaşmayı hedeflemektedir. Böylece firma yabancı kaynakla girdiği risk ile elde edeceği ek karı ve firma değerinin artışını hedeflemektedir.

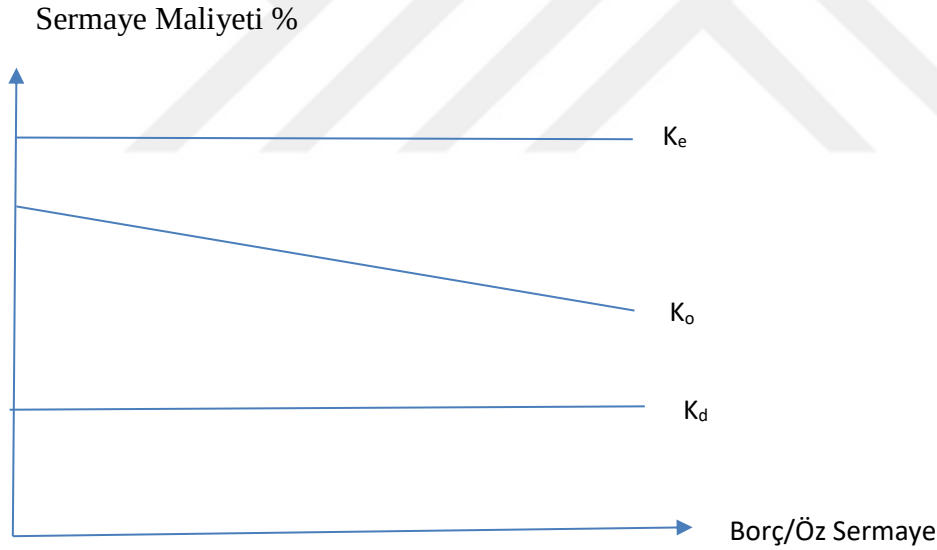
David Durand optimal sermaye yapısıyla ilgili geleneksel yaklaşımları net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımları olarak ikiye ayırmaktadır.

1.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, firmanın borç/özsermaye oranının hem firmanın toplam sermaye maliyeti, hem de piyasa değeri üzerinde etkili olduğunu öne sürmektedir. Net gelir yaklaşımı, firmanın borç/özsermaye oranındaki değişmelerin firma kaynak maliyetinde değişikliğe yol açtığını belirtmektedir. Net gelir yaklaşımına göre, firmanın dışardan sağlayacağı yabancı

kaynak firmanın özsermayesinden daha az maliyetlidir. Bu yaklaşıma göre daha az maliyetli olan yabancı kaynağın artışıyla birlikte ortalama sermaye maliyeti azalacak, ortalama sermaye maliyetinin azalması da firmanın karlılığının ve değerinin artmasına sebep olacaktır. Öte yandan borcun ağırlığının artması firmanın faaliyetlerine devam edememesi riskini artırmaktadır. Borç oranının yüksek olması, firmaya kredi veren kuruluşların firmanın riskliliğiyle ilgili algılarının değişmesine ve borçlanma maliyetlerinin yükselmesine sebep olmaktadır. Borçlanma maliyetinin artması da özsermaye yatırımcısının da aynı oranda bir getiri artışı beklentisine sebep olmaktadır (Aydın vd., 2010: 277). Net gelir yaklaşımı artan kaldıracın yabancı kaynak ve özkaynak maliyetlerinde neden olması beklenen bu artışları göz ardı etmektedir.

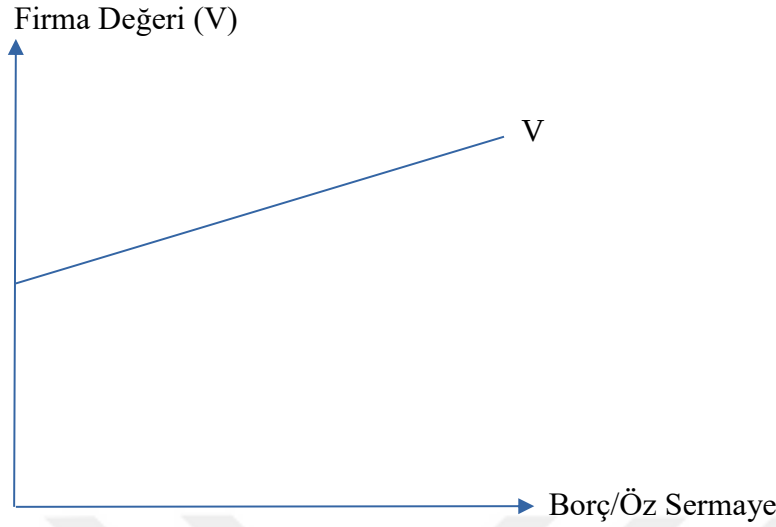
Net gelir yaklaşımı, firmanın sermaye yapısının değiştirilmesi ile birlikte piyasa değerinin arttırılabileceği ve firmanın sermaye maliyetinin düşürebileceğini öngörmektedir. Yaklaşıma göre firmanın yabancı kaynak/özsermaye oranı ile piyasa değeri arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gibidir (Akgüç, 1998: 487).



Şekil 1.1 Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı Sermaye Maliyetleri İlişkisi

Kaynak: Akgüç, 1998: 487

Şekil 1.1'deki K_e firmanın özsermayesinin maliyetini; K_d , yabancı kaynak veya borç maliyetini, K_o ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini göstermektedir. Şekil 1.1 de görüldüğü gibi yabancı kaynakların toplam içindeki oranı arttıkça ortalama sermaye maliyetinde azalma olmaktadır.



Şekil 1.2 Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Yapısı Firma Değeri İlişkisi

Kaynak: Akgüç, 1998: 488

Şekil 1.2'deki V firmanın değerini göstermektedir. Firmanın borçlanması arttıkça firmanın değerinin arttığı görülmektedir.

Net gelir yaklaşımında en önemli varsayımı tüm sermaye bileşenlerinde özsermaye maliyetinin ve borçlanma maliyetinin sabit olacağıdır (Ceylan, 2000: 485-486).

Net Gelir Yaklaşımına göre, işletmenin değeri ve ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanır:

Özsermaye Maliyeti= Hissedarların Geliri/Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri

Borcun Maliyeti= Borcun Senelik Faiz Gideri/Borcun Piyasa Değeri

Firmanın Piyasa Değeri= (Ortaklarca Kullanılabilir Gelir/Özsermaye Maliyeti) + (Faiz/Borcun Maliyeti)

Yukarıdaki formüllerden anlaşılacağı gibi bir firmanın özsermaye maliyeti ve borç maliyetini azaltmak firmanın piyasa değerini arttırmaktadır. Firmanın yabancı kaynakların daha fazla olmasıyla vergisel kaldıraç etkisi belirli bir seviyeye kadar firmanın vergi avantajını arttıracak ve firmanın değeri yükselecektir.

Ortalama Sermaye Maliyeti= Net Faaliyet Geliri/Firmanın Piyasa Değeri

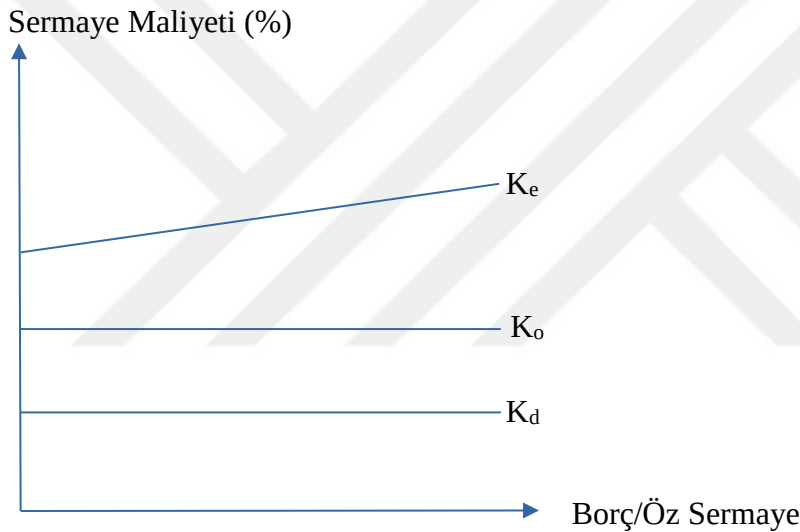
Firmanın piyasa değeri arttıkça, net faaliyet geliri sabit kaldığından ortalama sermaye maliyeti azalacaktır (Akgüç, 1998: 487).

1.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net Faaliyet geliri yaklaşımında, firmanın ortama sermaye maliyeti sabittir. Bu yüzden firmaya dışardan yabancı sermaye girmesi veya özsermayesindeki değişimler, firmanın ortalama sermaye maliyetinde bir değişikliğe yol açmamaktadır.

Net faaliyet geliri yaklaşımında, firmaların farklı sermaye yapıları olsa bile bunların sermaye maliyetlerinin değişmeyeceğini varsayılmaktadır. Firmanın daha fazla borçlanması ya da tüm sermayesinin özkaynaklardan karşılamasının firmanın değeri üzerinde etkisi bulunmamaktadır.

Net gelir yaklaşımının aksine firma borçlanması ne kadar arttırırsa arttırsın, firmanın sermaye yapısını değiştirmenin ortalama borçlanma maliyeti ya da firmanın değeri üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır (Türko, 1999: 498).



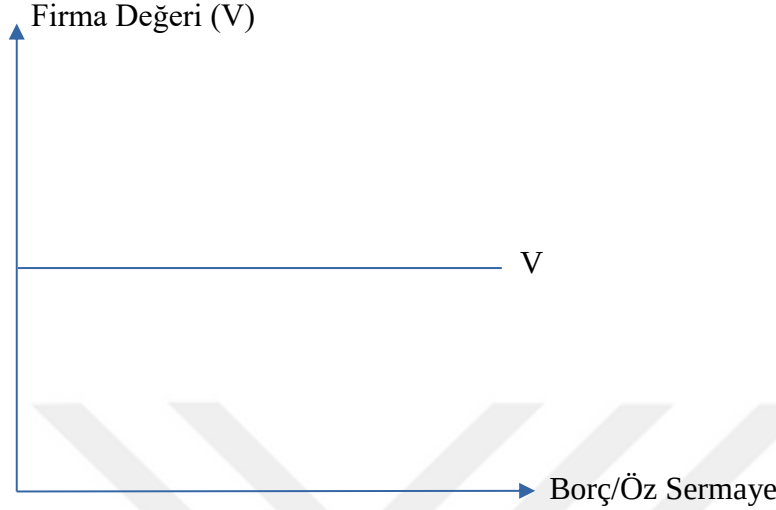
Şekil 1.3 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı Sermaye Maliyetleri İlişkisi

Kaynak: Akgüç, 1998: 490

Şekil 1.3'te, net faaliyet geliri yaklaşımına göre borç maliyetinin (K_d), borç/özsermaye oranındaki değişimlerden etkilenmediği ve sabit kaldığı; özsermaye maliyetinin (K_e) ise borç oranının artmasıyla birlikte yükseldiği, böylece ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (K_o) de değişmediği görülmektedir.

Net faaliyet geliri yaklaşımında göz ardı edilen en önemli unsur finansal risk seviyesindeki değişimdir. Firmanın borçlanmasının artmasıyla birlikte finansal risk seviyesinin aynı kaldığını var sayılmaktadır. Reel ekonomide borç oranının artmasıyla birlikte artan risk algısı sonucu kredi verenler firmanın borç maliyetlerini arttırmaktadırlar.

Bu yaklaşıma göre optimal bir sermaye birleşimi bulunmamakta, tüm sermaye bileşimleri firma için en doğru sermaye bileşimi olarak kabul edilebilmektedir (Aydın vd., 2010: 278).



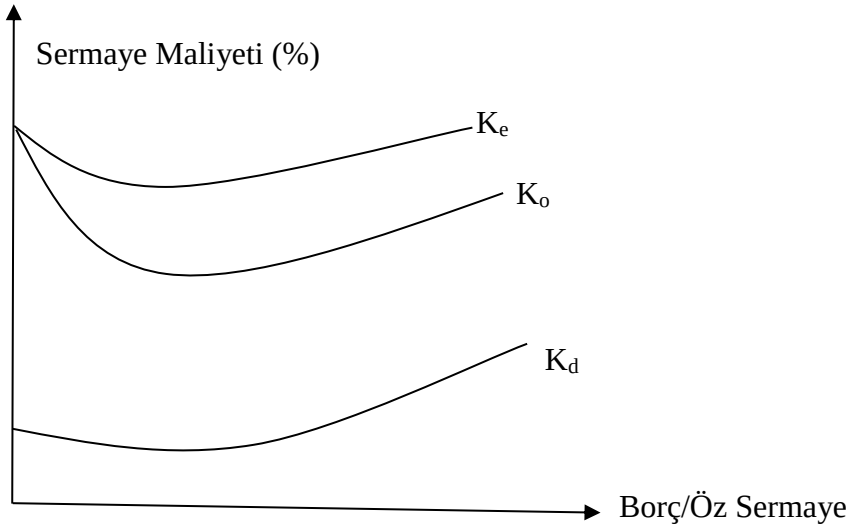
Şekil 1.4 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Yapısı Firma Değeri İlişkisi

Kaynak: Akgüç, 1998: 490

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre Şekil 1.4'te gösterildiği üzere işletmenin borç/özsermaye oranındaki değişikliklerin firmanın değeri (V) üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. İşletmenin özsermayesinin yoğun olması, borçluluğun artması veya azalması firmanın hisse senetlerinin değerinin artışına sebep olmayacaktır.

1.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım, net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımlarının belirli bölümlerini benimsemiş bir yaklaşımdır (Okuyan, 2010: 70). Geleneksel yaklaşımda da yabancı kaynaklarla elde edilen sermayenin maliyeti daha düşüktür ve yabancı kaynağın firmaya vergisel kaldıraç etkisi vardır, ancak bu yaklaşımda kaldıraçın olumlu etkisinin belirli bir seviyeye kadar olduğu benimsenmiştir.

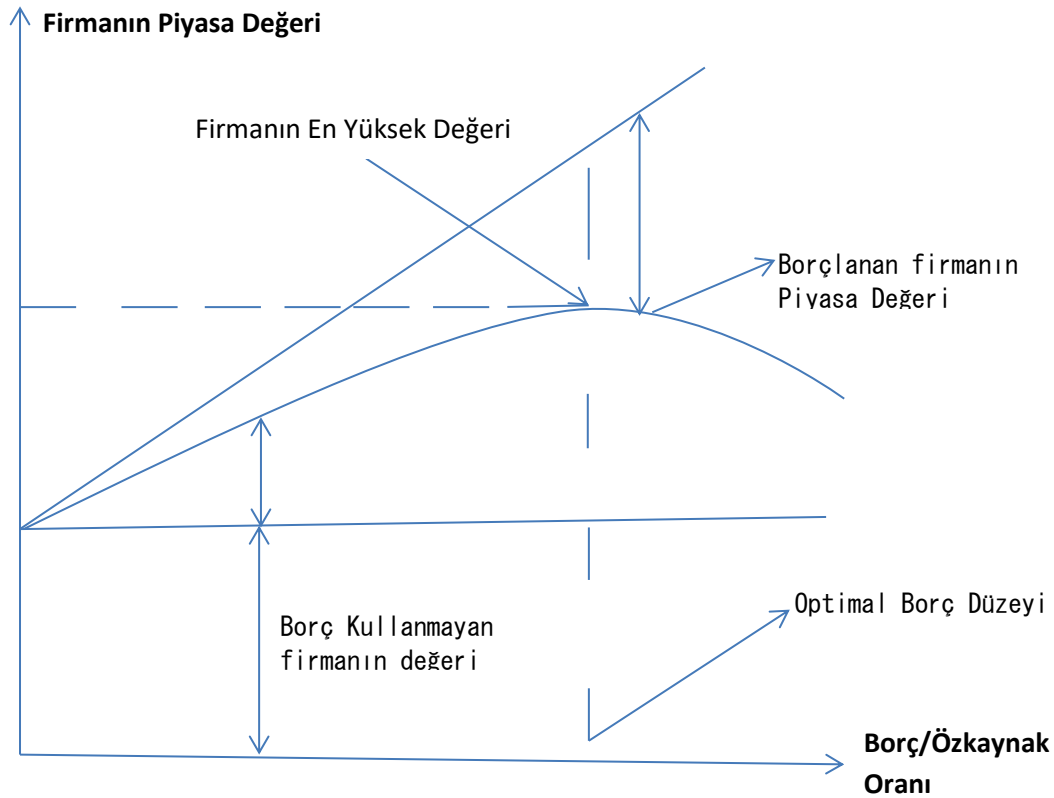


Şekil 1.5 Geleneksel Yaklaşım Göre Sermaye Yapısı ile Sermaye Maliyeti İlişkisi

Kaynak: Bhabotosh, 1990: 203

K_e : Özsermaye Maliyeti, K_o : Ağırlıklı Ortalama Sermaye maliyeti, K_d : Borç Maliyetini ifade etmektedir.

Şekil 1.5'te gösterildiği üzere, sermaye maliyeti bir yere kadar aşağı yönlü harekette bulunmakta ve bir noktada maliyet en düşük seviyeye ulaşmakta, bu seviyeden sonra tekrar yükselişe geçmektedir. Buradaki en düşük seviye optimal sermaye maliyetini ifade etmektedir. Firma değeri ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi gösteren Şekil 1.6'da firma sermaye maliyetinin arttığı bölümlerde firma değerinin azaldığı görülmektedir.



Şekil 1.6 Geleneksel Yaklaşım Göre Firmanın Piyasa Değeri

Kaynak: Moyer vd., 2001: 467

Geleneksel yaklaşıma göre sermaye maliyeti öncelikle azalır ve firmanın değeri bu azalışa paralel olarak artar. Belirli bir noktada işletmenin sermaye maliyeti inebileceği en düşük noktaya gelir. Bu seviyeden sonra kaldıracın artışının devam etmesi durumunda, firmanın piyasa değeri düşüşe geçer.

Geleneksel yaklaşıma göre, borçla elde edilen kaynak için firmanın katlandığı maliyetler vergi matrahından düşülebilmektedir. Özkaynak sahiplerinin elde edecekleri kar payları için ise vergi avantajı söz konusu değildir. Bunun sonucu olarak, firmanın artan borçlanmasıyla birlikte artan risk daha yüksek bir getiri beklentisine yol açmaktadır. Yabancı sermaye maliyeti, özkaynak maliyetinden daha azdır. Bu bakımdan yabancı kaynakla finansmanın artmasıyla ortalama maliyetin optimal seviyeye düşürülmesi amaçlanmaktadır (Akgüç, 1998: 491).

1.1.2. Modigliani Miller Teoremi

Franco Modigliani ve Merton H. Miller'in çalışmaları öncesinde sermaye yapısı teorileri istatistiksel veri analizlerinden ziyade çok açık olmayan öngörüler dayanmaktaydı. Franco Modigliani ve Merton H. Miller, firmaların sermaye yapıları ile sermaye maliyetleri arasındaki ilişkileri ortaya koyan 1958 ve 1963 yıllarında iki makale yazmışlardır. 1958 yılında yayınladıkları makalede vergiler dikkate alınmamaktadır. 1963 yılında yayınladıkları makalede ise vergiler de kuramlarına dâhil edilmiştir (Arnold, 1998: 791).

İşletme sermaye maliyetinin belirlenmesine, firma sermayesinin yabancı kaynak (borç)/özkaynak oranındaki değişimlerin etkisinin olmadığını varsayılmaktadır. Firmanın değeri ile de sermaye yapısının ilgisinin olmadığını bildirilmektedir. Modigliani Miller Teoreminde, sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki ile ilgili görüşler “Net Faaliyet Geliri” yaklaşımıyla aynıdır (Akgüç, 2011: 497). İşletmelerin karlı yatırımlar yapması durumunda firma değerinin artabileceğini savunulmuştur (Arnold, 1998: 791). Modigliani Miller Teoreminde firmaların değerlerinin karlılık güçlerine ve risklerine göre ortaya çıktığını savunulmaktadır. İşletmenin değeri firmanın finansal karlılığıyla ilişkilidir (Brigham ve Houston, 2011: 483).

İşletme değerinin firma sermaye yapısından bağımsız olması ve aşağıda belirtilecek olan diğer varsayımlar sonucunda ortaya çıkan ortama “Modigliani-Miller Dünyası” denilmiştir (Durukan, 1997: 77). Modigliani Miller teoremin varsayımları gerçek ekonomi dünyasında geçerli olmasalar da, teoremlerin önerdikleri sonuçlar önem kazanmıştır. Modigliani Miller teoremlerinin varsayımlarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Ehrhardt ve Brigham, 2006: 461; Brigham ve Gapenski, 1991: 446-447):

1. Sermaye piyasaları etkin piyasalardır. İşleyişleri kusursuzdur. Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerlidir, yani tüm yatırımcılar için yeteri kadar, ücret ödenmeksizin, hemen erişilebilir doğru ve nitelikli bilgi kaynağı mevcuttur. Menkul kıymetlerin alış ve satış işlemleri için aracılık komisyonu gibi gider ve ücretler ödenmemektedir, yani işlem maliyetleri yoktur. Piyasada yeterli miktarda alıcı ve satıcı vardır, tek başına bir yatırımcının menkul kıymet fiyatları üzerinde belirleyici etkisi yoktur. Tüm yatırımcılar aynı faiz oranı ile borçlanabilmekte ve borç verebilmektedir. Borçlanma koşullarında bireysel yatırımcı ve firma ayrımı bulunmamaktadır. Yatırımcılar kararlarını hiç bir etki altında kalmadan, özgür bir şekilde, rasyonel olarak vermektedirler.

2. Firmaların kar beklentilerinin olasılık dağılımları ile şu andaki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları aynıdır.

3. İşletmenin gelirleri üzerinden ödenen vergiler dikkate alınmamaktadır (1958). Bu varsayım 1963 yılındaki çalışmada kaldırılmıştır.

4. Firmaların iflas maliyetleri bulunmamaktadır.

5. Firma sermayesi özkaynak veya borçlanma (yabancı kaynak) olmak üzere iki kaynaktan elde edilebilmektedir. Faiz ve vergi öncesi kar firmanın borç oranının artmasından etkilenmemektedir. Bir başka ifade ile “Net Faaliyet Geliri” ile aynı şekilde firmanın vergiden kaynaklanan kaldıraç etkisi bulunmamaktadır.

6. Firmalar bulundukları sektörler itibariyle risk gruplarına ayrılabilirler. Her risk bölümünde bulunan firmaların nakit akışı beklentilerinin gerçekleşmeme riskleri aynıdır.

7. Yatırımcılar tarafından sermaye piyasasında arbitraj yapılabilmesiyle, yani yatırımcının elinde bulunan hisse senedini satarak yerine kendine göre daha avantajlı bir hisse senedi almasının imkân dâhilinde olması ile, aynı risk gurubundaki aynı firma geliri sağlayan firmaların birbirinden daha farklı bir hisse senedi değerinin olmasını engellemektedir (Özdemir, 1999: 322).

Yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda Modigliani Miller, sermaye yapısı ve firma değerine ilişkin üç tane önerme ortaya koymuştur:

1) Bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti, o firmanın sermaye yapısından bağımsızdır.

2) Bir firmanın borçlanmasının artmasından dolayı, finansal riskinin artmasıyla firmanın özkaynak maliyeti de artar.

3) Bir firma bir yatırım projesi ile ilgili kararını, yatırımda kullanacağı finansmanın kaynağından bağımsız olarak, yatırımları için beklenen en düşük karlılık oranına (ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) göre verir.

1.1.2.1 Modigliani Miller Teoreminin Birinci Önermesi

Modigliani Miller Teoreminin birinci önermesine göre, firmanın değeri, firmanın özkaynak ve yabancı kaynak bileşiminin hangi oranda olduğu ile ilgili değildir. İşletmenin değeri, beklenen nakit akışlarının, firmanın risk durumuna göre bugünkü değerine indirgenmesiyle bulunan değeri gösterir (Akgüç, 2011: 490).

Modigliani Miller Teoremi arbitraj işlemi ile desteklenmiştir. Arbitraj bir finansal varlığın satış fiyatının o finansal varlığın satın alma fiyatından yüksek olması ve bu fiyat farkından faydalanarak risk almadan bir kar sağlanması için eş zamanlı olarak alış ve satım işleminin yapılmasıdır. Modigliani Miller Teoreminin varsayımlarında değindiğimiz üzere piyasada faaliyet gösteren tüm firmalar ve tüm yatırımcılar aynı bilgi seviyesinde oldukları için bir menkul değer aynı anda alınıp satılarak risksiz kar elde edilemez. Bu yüzden aynı risk seviyesindeki firmaların eşit faaliyet gelirleri de mevcutsa firma değerleri eşittir (Akgüç, 2011: 497).

Firmanın tüm sermayesinin özkaynaklarından karşılandığını düşündüğümüzdeki firmanın değeri (VU) ve firmanın sermaye oluşumunda yabancı kaynak, yani kaldıraç kullandığını varsaydığımızdaki firmanın değeri (VL) ile ifade edersek, $VU=VL$ olmalıdır.

Benzer risk gurubundaki firmaların firma değeri, faaliyet geliri veya faiz ve vergi öncesi gelirinin sermaye maliyetine bölünmesiyle bulunur. Formülle ifade edildiğinde:

$$\text{Firma Değeri} = \text{Faiz ve Vergi Öncesi Gelir} / \text{Sermaye Maliyeti}$$

Sermaye yapısının firmanın değerine etki etmediği görüşü Modigliani Miller Teoreminin birinci önermesi veya “borcun ilintisizliği” olarak ifade edilmiştir (Barley vd., 1999: 408).

1.1.2.2. Modigliani Miller Teoreminin İkinci Önermesi

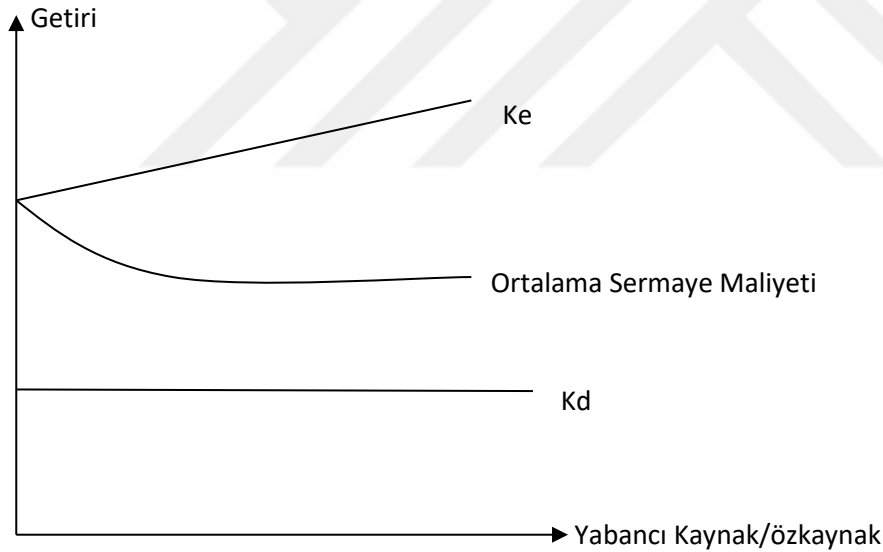
Modigliani Miller Teoreminin firmaların sermaye yapıları ile ilgili ikinci önermesi, özkaynak sahiplerinin firmaya koydukları sermaye karşılığı elde etmek istedikleri getiri oranı ile ilgilidir. Önerme şu şekilde açıklanabilir: özsermaye sahiplerinin yatırdıkları sermaye üzerinden bekledikleri getiri oranı, yabancı kaynağın artmasıyla birlikte yükselen kaldıraçla birlikte artmaktadır. Firmaların yabancı kaynak maliyeti özkaynak maliyetinden daha düşüktür. Yabancı kaynak oranının artmasıyla birlikte firma daha riskli bir hale gelir, bu yüzden özkaynaklardaki beklenen getiri oranının artmasıyla firmalar için maliyet artışı da meydana getirmektedir. Firmalar için maliyet artışı, bu artış denge seviyesine gelinceye kadar devam edebilmektedir. Artan özsermaye maliyeti firma için yabancı kaynağın görünmeyen maliyeti olarak kabul edilebilir. Firma yabancı kaynaktan finansman sağladığında finansman

özsermaye maliyetine göre daha uygun olmasıyla elde edeceği fayda, hisse senetlerinin maliyetinin artmasıyla birlikte meydana gelecek olan artışla birlikte dengelenmiş olur. Ortalama sermaye maliyetinde bir değişiklik olmayacaktır (Scott, 1976: 34).

1.1.2.3. Modigliani Miller Teoreminin Üçüncü Önermesi

Modigliani ve Miller'ın 1958 yılındaki çalışmalarında firmaların vergi ödemeleri göz ardı edilmiştir. İşletmeler vergi ödemediklerinden yabancı kaynakla borçlanmanın firmaya faiz giderlerinin vergi avantajı açısından bir getirisi olmamaktadır. Modigliani ve Miller teoremlerini 1963 yılında tekrar düzenleyerek vergiyi de dikkate almışlardır. İşletmelerin gelirleri vergilendirilebilecek seviyede olduğunda, gelirdeki her birim artışta ortalama sermaye maliyetinde azalma meydana gelir (Pike ve Neale, 2003: 713).

Vergi faktörü de göz önünde tutularak incelendiğinde Şekil 1.9 ve Şekil 1.10'daki gösterilen durumlar ortaya çıkar:



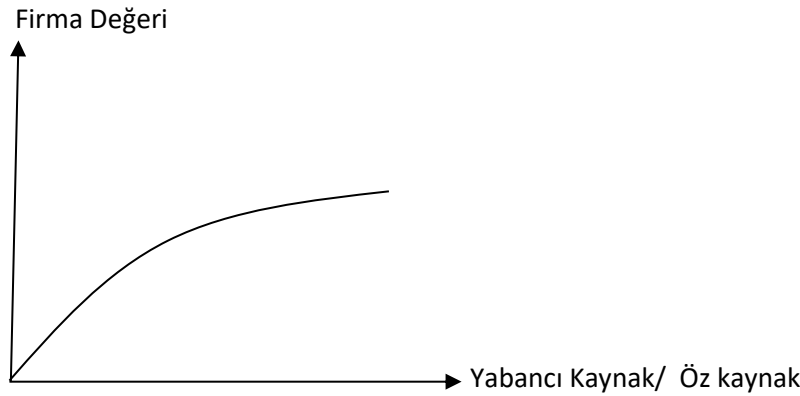
Şekil 1.9 Modigliani ve Miller Teoreminin Vergi Dâhil Getiri ve Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı İlişkisi
Kaynak: Arnold, 2002: 821

K_e =İşletmede kaldıraç kullanılması durumunda (vergi kaldırıcı etkisinden faydalanması) beklenen getiri oranı.

K_d =Borç Maliyeti

Şekil 1.9'dan da anlaşılacağı üzere kaldıraç kullanılması durumunda, özkaynaklardan beklenen getiri yabancı kaynak/özsermaye oranının artmasıyla artmaktadır. İşletmenin borç maliyeti bir değişiklik olmayarak sabit kalmaktadır (K_d). Ortalama sermaye maliyeti önce belirli bir seviyeye kadar azalır. Kaldıraç oranı artışı belirli bir seviyeden sonra firmanın daha

riskli algılanmasına neden olur ve bu da firma değerine olumsuz etki eder. Ortalama sermaye maliyeti bu aşamadan sonra sabit kalmaktadır (Arnold, 2002:821).



Şekil 1.10 Modigliani ve Miller teoreminin Vergi Dâhil Firma Değeri ve Yabancı Kaynak/Özkaynak Oranı İlişkisi

Kaynak: Arnold, 2002: 821

Şekil 1.10'da gösterildiği gibi yabancı kaynak/özkaynak oranının artmasıyla birlikte firma değeri de belirli bir seviyeye kadar artar, daha sonra sabit kalır.

1.1.2.4. Modigliani ve Miller Teoremine Yapılan Eleştiriler

1. Sermaye piyasaları mükemmel piyasalar değildir; sermaye piyasalarında, varsayıldığı gibi, tam rekabet koşulları geçerli değildir. Tüm yatırımcılar ve hisse senedi ihraç edenler için ücretsiz, hemen erişilebilir ve kesin doğru bir bilgi kaynağı da mevcut değildir.

Alış satış işlemlerinde aracılık için komisyon ödenmektedir. Bu da arbitraj işlemlerinin kısıtlanmasına yol açmaktadır.

Piyasada her zaman için yeteri kadar alıcı ve satıcı olmayabilir.

Firmalar, firma evlilikleri ve ortak stratejilerle anlaşmalar doğrultusunda büyük sermayeler elde edip menkul kıymet fiyatı üzerinde söz sahibi olabilmektedirler.

Firmaların ve şahısların, firma büyüklüğüne, bulunduğu sektöre göre, riskleri ve mali değerlendirmelerine göre farklı faiz oranları ile borçlanmaları mümkün olabilmektedir. Büyük ve kredibilitesi yüksek firmaların düşük kredi oranıyla borçlanırken, emekleme aşamasında olan küçük firmalar daha yüksek kredi oranı ile borçlanmaktadır.

Modigliani ve Miller Teorisine göre iflas etmeleri durumunda firmalar hiçbir tasfiye masrafı ödemediği gayrimenkul ve menkullerini piyasa değeri üzerinden nakde çevirebilmektedirler, ancak bu gerçek hayatta mümkün değildir. İflas etme olasılığının bile firmanın imajına olumsuz bir etkisi mutlaka oluşur. Bu etki borçlanma maliyetlerinde bir artışa neden olabilmektedir. İflas durumunda firma üzerine kayıtlı bulunan değerlerin nakde

çevrilmesi sırasında da büyük maddi kayıplar yaşanabilmektedir. Bu tür satış işlemlerinde alıcıların vermek istedikleri tutarlar her zaman piyasanın altındadır.

1.1.3. Dengeleme Teorisi (Trade-off Theory)

Firmanın sermaye yapısının, firma sermaye maliyetini ve değerini etkilemediğini varsayan modeller finansal sıkıntı ve temsilcilik maliyetlerini de dikkate almamalarından dolayı eleştirilmiştir.

Bu eksiklerden yola çıkılarak yapılan Meckling'in (1967) temsilcilik maliyeti ve Myers'ın (1977) iflas maliyetleri ile ilgili çalışmaları Dengeleme Teorisine önderlik etmişlerdir. Borçlanma düzeyindeki artış, iflas maliyetlerini ve temsilcilik maliyetlerini arttırmakta, bununla birlikte firmanın değerini düşürmektedir. İşletmeler büyümeyi engelleyecek olan hiç borçlanmamayı veya iflas maliyetini arttıracak düzeyde bir borçlanmayı tercih etmemelidirler. Optimal sermaye yapısı, finansal borçlanmanın getirisi ve maliyetinin ortaya konulması sonucunda elde edilebilmektedir. Dengeleme teorisine göre firmalar optimal sermaye yapısını oluşturdukları borçlanma kararında, borcun marjinal maliyeti ile bu borcun firmaya sağlayacağı marjinal faydayı hesaplamaktadırlar. Marjinal fayda, firmanın faiz giderlerinin vergiden düşmesini sağlayan miktarı ifade etmektedir (Gülşen, 2012: 50-51).

Firmalar borç/özsermaye oranını belirledikleri, firma değerini maksimize eden, sermaye maliyetini en düşük yapan ve varsa borsadaki hisselerinin değerini en yükseğe çıkaran değerde en uygun sermaye yapısına ulaşır (Brigham, 1989: 673).

Finansal sıkıntı, firmaya girecek olan nakit miktarın, firmanın nakit ödemekle yükümlü olduğu miktarı karşılayamaması durumudur (Wruck, 1990: 421).

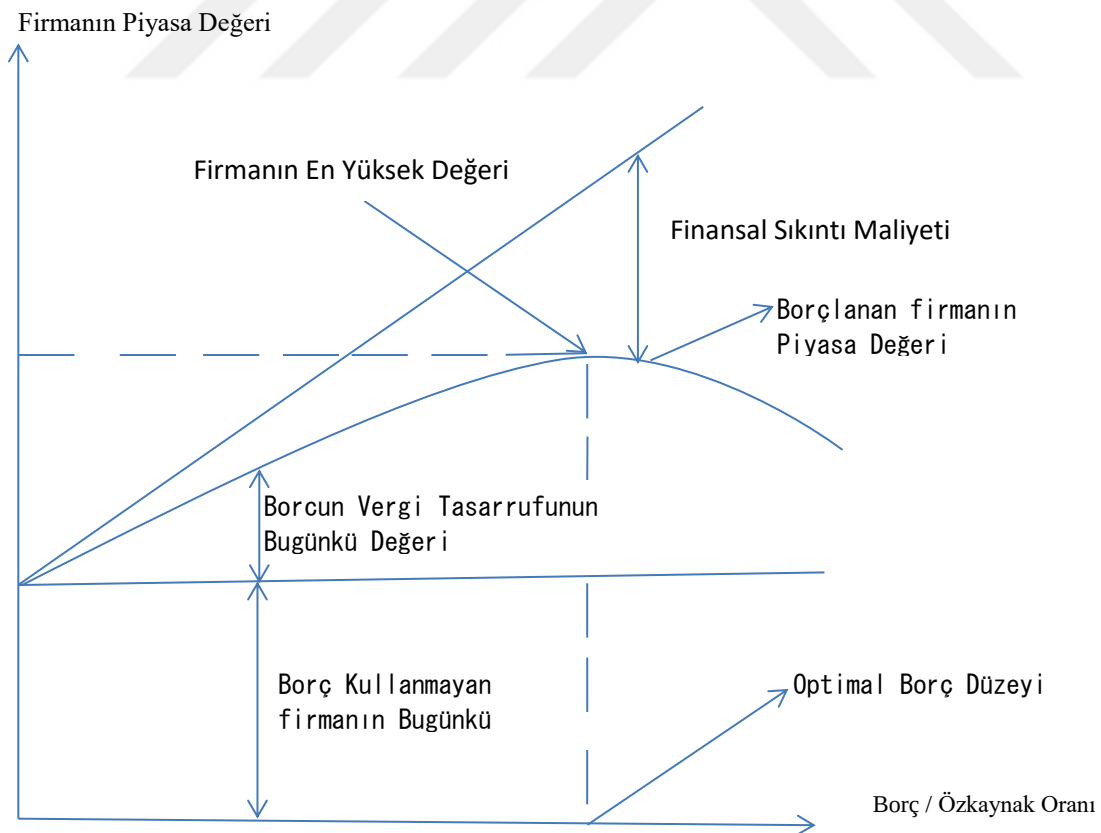
Firmanın borçlanması, vergiden elde edeceği tasarrufu maksimize edecek olan miktarı aştığında, optimal sermaye yapısını da olumsuz olarak etkileyecek olan finansal sıkıntı maliyeti oluşmaktadır. Bu yüzden işletmeler elde edecekleri vergi tasarrufunu göz önünde bulundurarak borçlanmalıdırlar. Vergi kaldırıcını aşan borçlanmalar firmalar için geri ödeme güçlüğüne arttırmaktadırlar. Borcun artan ödenmeme riski de firmaya ek olarak sıkıntı maliyetine sebep olmaktadır (Scherr, 1988: 147-179).

Firmaların iflas etmelerinin en önemli sebebi gelecek dönemlerdeki nakit giriş ve çıkışlarının düzenli bir şekilde takip edilememesidir. Firmayı yanılığa düşüren önemli bir faktör, firma alacaklarının gecikebileceğinin veya firmaya borçlu olan firmaların iflas etme olasılıklarının göz ardı edilmesidir. İşletmelerin borçlanırken ve nakit akışlarının takibini yaparken borç alacak dengesini başabaş noktasında götürmemesi ve mutlaka belli bir oranda

fazladan nakit bulundurması gerekmektedir. Ancak bu nakit miktarının firmanın karını azaltacak düzeyde olmamasına dikkat edilmelidir.

Günümüz firmaları finansal borçlanmaları genellikle bankalar aracılığıyla yapmaktadırlar. Bankalardan edinilen nakdi kredilerin zamanında ödenmesi ve piyasaya verilmiş olan çek gibi cari yükümlülüklerin düzenli olarak ödenmesi, firmanın satışları ve karı kadar önemlidir. Banka veya borç veren finansal kurum tarafından ödemelerin geciktirilmesi firmanın olumsuz olarak değerlendirilmesine yol açmakta ve bu olumsuz değerlendirme sonucunda bankanın kredisini geri çağırması söz konusu olabilmektedir. Kredinin ödenmemesi durumu borç veren diğer kurumlar tarafından da olumsuz algılanıp firmayı iflasa kadar götürebilecek sonuçlara yol açabilmektedir. İflasla sonuçlanabilecek bu süreç firmanın beklendiğinden çok daha hızlı gelişebilmektedir.

İşletmeler finansman giderlerinin vergiden düşülmesi yoluyla vergi kalkanından faydalanır fakat borçlanma yüksek olduğunda, belirli bir seviyeden sonra bu durum firma için maliyet arttırıcı bir unsur olacak ve firmanın değerinde olumsuz etkilere yol açacaktır (Brealey vd., 1991: 418).



Şekil 1.11 Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve İşletme Değeri

Kaynak: Brealey vd., 1991: 418

Şekil 1.11’de maliyetler ve firmanın değeri arasındaki ilişki, borçlanmaya bağlantılı olarak anlatılmıştır. Borçlanma ile sağlanan vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyeti arasındaki dengede optimum borçlanma ve sermaye yapısı oluşturulmaktadır. Firma bu dengede en yüksek piyasa veya borsa değerine ulaşmaktadır. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, firmanın ilave kullanacağı borç miktarının artmasıyla birlikte artmaktadır. İşletmenin borçlanmasını ne büyümesini engelleyecek kadar az, ne de firma faaliyetlerini devam etmesini sıkıntıya düşürecek düzeyde yüksek yapması gerekir. Optimal borçlanma düzeyi belirlenirse, firma finansal sıkıntı olasılığını ve finansal sıkıntı maliyetini düşük tutmuş olur. Böylece borçlanmadan kaynaklanan vergi avantajından faydalanabilir. Ancak optimum noktadan sonra her ilave borçlanma finansal sıkıntı olasılığını arttırmaktadır, bununla birlikte artan finansal sıkıntı maliyeti firma değerini önemli ölçüde azaltmaktadır (Brealey vd., 1991:418).

Firmanın finansman giderlerini vergi matrahından düşülebiliyor olmasından dolayı ortaya çıkan vergi avantajı belirli bir noktadan sonra sıkıntı maliyetleri ile dengede buluşup buluşmayacağı, finansal sıkıntının ve daha daraltılmış bir ifade ile iflas maliyetlerinin göreceli büyüklüğüne bağlıdır (Scherr,1988: 148).

Firmanın sıkıntı maliyetinin ortaya konulması dengeleme teorisinin geçerli olduğunu ileri sürebilmek açısından önemlidir. Finansal sıkıntının ortaya çıkardığı maliyet konusunda kesin olarak bir görüş birliği ortaya konulamamıştır. Bu konudaki görüşlerin bazıları; finansal sıkıntının bir maliyeti olmadığı görüşü, finansal sıkıntının bir maliyeti olduğu fakat bu maliyetin vergi kalkını yoluyla, yani finansal giderlerin vergiden düşülmesi yöntemiyle ortadan kalkacağı veya göz ardı edilebileceği görüşü ve finansal sıkıntının çok önemli maliyetleri olduğu görüşüdür (Altman, 1984: 1067).

Finansal sıkıntıların, firma sahipleri ve yöneticilerini firmayı iyileştirmeye yönelik yöntemler geliştirmeye, önlemler almaya zorladığından yararlı sonuçlarının bile olacağını savunulmaktadır.

Haugen iflas maliyetleri ile firmanın borçlanmasıyla veya özsermayesi ile oluşturulan sermaye yapısının bir ilişkisinin olmadığını bildirmiştir (Haugen ve Senbet, 1978: 383).

Branch (2002), iflas maliyetleri ile ilgili verileri bir araya getirerek firmaların iflas maliyetine ne kadar etkisi olduğunu ortaya koymaya çalışmıştır. Çalışmanın sonuçları incelendiğinde iflas etmiş firmadan hak talep edenler haklarının tazmini için başvurduğunda firmanın iflas önceki değerinin sadece %56’sı ellerine geçmektedir. Firmanın finansal bir sıkıntı ile uğraşması ise firmanın sıkıntı öncesi değerinin % 12 ile % 20 arasında bir oranda düşmesine yol açmaktadır.

1.1.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisi

Temsilcilik maliyetleri; Jensen ve Meckling (1976) tarafından, firmanın sahipleri veya hissedarları ile firma yöneticilerinin menfaatlerinin çatıştığı durumlardan kaynaklanan maliyetlerini ifade etmek için dile getirilmiştir (Yıldız, Yalama ve Sevil, 2009: 27).

Firmalar büyümeleriyle birlikte birden çok ülkede ve farklı sektörde faaliyet göstermelerinden dolayı daha geniş ve kontrol edilmesi daha zor yapılar haline gelmişlerdir. Her ne kadar iç ve bağımsız denetim mekanizmalarıyla bu durum kontrol edilmeye çalışılsa da, bu kontrol belirli sınırlar içinde kalmaktadır. Firmanın yönetimi konularında kontrol ve denetim işlevlerinden kaynaklanacak olan maliyetlerin en düşük seviyeye çekilebilmesi için bu görevlerin başkalarına yaptırılmaları gerekmektedir.

Temsilcilik maliyetleri; firmanın yöneticilerin denetimi amacıyla, hissedarların istemedikleri yönetici tercihlerinin önlenmesi amacıyla yapılan harcamalar, yönetici ve hissedar arasındaki iletişim ve karar verme süreçlerindeki katlanılan maliyetlerdir.

Jensen ve Meckling (1976) teorisinin ilk savunucuları olmuştur. Temsilcilik maliyeti teorisinin ana konusu, hissedarların, firma yöneticilerinin firmanın normal işleyişinin dışında, normal olmayan kararlar vermesinin önüne geçmek, yöneticilerin faaliyetlerini takip etmek amacıyla yaptıkları harcamalar; yöneticilerin hissedarlar açısından olumsuz sonuçları olacak olan işlemlerinin gerçekleşmeden önce hissedarlarının bilgilendirilmesi konularıdır (Jensen ve Meckling, 1976: 311).

1.1.4.1. Yöneticiler ve Hissedarlar arasındaki Temsil Sorunları

İşletme için temsil maliyeti oluşturabilecek durumlar şunlardır:

- i. İşletme yönetiminde olanlar, bazı kararlarda işlemin menfaati ve kendi menfaatleri arasında seçim yapmak zorunda kaldıklarında, kendi çıkarları doğrultusunda karar verebilir.
- ii. Yöneticiler, kurumlarının kendilerine verdiği yetkilerden faydalanarak kurum çıkarlarını göz ardı edebilirler.

(Jensen ve Meckling, 1976: 310).

Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil sorunlarının bir diğeri de firma yöneticilerinin firma için, gereken özveri ile çalışmamaları ve bu şekilde firmaların olası kazançlarını aşağıya çekmeleridir (McLarney ve Rhyno, 2000: 1-16).

İşletmenin yöneticileri, firmanın mali tablolarını da iç ve bağımsız denetime karşı değiştirebilmekte, muhasebe ile ilgisi olan kayıtları yapmamakta veya eksik yaparak firmayı olduğundan daha iyi bir durumda gösterebilmektedir. Bunun yanında hissedarların risk

algısıyla yöneticilerin risk algıları birbirinden farklı olabilir. Bu durumda firmanın risk alarak yapabileceği projelerin firma yönetimi tarafından yapılmayarak firmanın olası karlı işlere girmesinin önlenmesine neden olunmaktadır. İşletme yöneticileri firma ile ilgili verdikleri kararlar sonucu firmanın elde edeceği gelirin tamamını alamazken, yapılacak işlemin tüm maliyetlerinden sorumludurlar (Haris ve Raviv, 1991: 300). Firma hisse sahipleri yöneticilerle arasındaki temsil sorunlarının çözümlemek amacıyla firma yöneticilerine firmanın hisselerinden pay verilmesi yöntemi uygulanabilmektedir.

1.1.4.2. Borç Sahipleri Arasındaki Temsil Sorunları

İşletmeler yatırımları ve firma faaliyetlerinin devam edebilmesi için gerekli olan yabancı kaynağı kredi verenlerden ya da firmanın kendisinin ihraç edeceği tahvil veya bonolarla sağlayabilirler.

Borç verenler ile yaşanan temsil sorunları firmanın riskli yatırımlar yapması ve riskli projeler tercih etmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Borç verenlerle yaşanacak diğer bir temsil sorunu da, borç verenlere karşı yükümlülüklerin yerine getirilememesinden, ödemelerin zamanında düzenli olarak yapılamamasından kaynaklanmaktadır. Bu borç yükümlülüğü, bankalar veya diğer borç verenler tarafından hukuki yolların işletilmesiyle birlikte firma faaliyetlerinin devamı konusunda büyük riskler getirmekte, hatta firmanın tasfiyesine kadar uzanan bir süreci tetikleyebilmektedir (Peterson, 1994: 16-22).

Firmaların borçlanmalarını arttırmaları durumunda gelecek dönemlerde yapacak oldukları düzenli ödemeler, nakit akışlarının düzenli takip ve kontrolünü gerektirmektedir. Bu da firma yönetimini belirli bir disipline sokacaktır ve dolayısıyla yöneticilerle hissedarlar arasındaki temsil sorunlarının azaltılmasını katkı sağlayacaktır (Haris ve Raviv, 1991: 300). Borçlanma, baskı aracı olarak hissedarlar tarafından kullanılabilir. Ancak bu durum firmanın finansal riskini arttırdığından uygulamada borçlanmanın belirli bir sınırı olacaktır. En uygun sermaye yapısının, firmanın birçok temsilcilik maliyetlerinin en uygun seviyeye inmesiyle oluşacağı vurgulanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976: 305-360).

Borçlanmanın artması ile birlikte artan vergi kaldırıcının da etkisi pozitif yönde olacaktır (Short vd., 2002: 375).

Firmaların mali tabloları düzenli aralıklarla firmalardan temin edilmekte, borç ödeme performansları gerek bankalar tarafından gerekse kredi veren kuruluşlar tarafından düzenli olarak incelenmektedir. Firmaların güncel finansal durumları hakkında raporlar hazırlanmakta, finansal durumuyla ilgili bilgiler veren finansal rasyoları incelenmektedir.

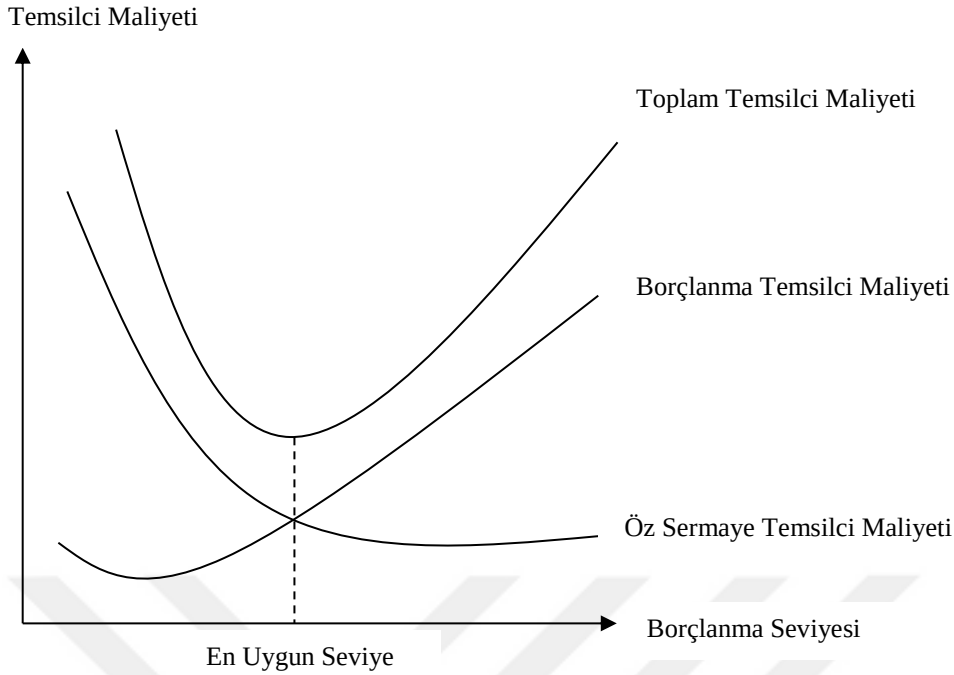
Kredi veren kuruluşlar tarafından yapılan incelemelerden bazıları aşağıdaki şekildedir:

- Firmanın diğer borçlulara karşı ödeme performans durumu
- Kredilerin düzenli ve zamanında ödenip ödenmediğini gösteren ödeme performansı
- Firma sahiplerinin kredi limitleri ve tahsis edilen kredinin ne kadarının kullanıldığını gösteren limit risk tablosu
- Firmanın krediler dışında çek ve firma kredi kartları gibi diğer borçlarının ödemelerin zamanında yapılıp yapılmadığı, kredi dışındaki ödeme performansdır.

Firmalar hakkında bilgi kaynakları mevcuttur. Bu sayede borç verenler tarafından firmalar yakından takip edilmekte ve böylece de borç verenlerin temsil sorunları en düşük seviyeye indirgenmektedir.

Firmaların ellerinde bulundurdukları maddi duran varlıklar, borçlanmada borç veren tarafından teminat olarak kabul edilmektedir. Gayrimenkul ipoteği ile maddi duran varlıkların teminat alınması borç veren açısından güçlü bir teminat kabul edilmekte olup bu teminat borcun temsilcilik maliyetini azaltmaktadır. Kaldıraç getirisi borçlanmanın artmasıyla birlikte artacak bunun sonucu olarak özsermayenin temsilcilik maliyeti de artacaktır. Özsermayenin temsilcilik maliyeti ile kaldıraç arasında ters bir ilişki vardır (Frank ve Goyal, 2005: 22).

İşletmeler rekabet koşulları ve daha fazla getiri elde etme gibi sebeplerden dolayı daha riskli projelerde yer alabilirler. Bu durumda borcun temsilci maliyeti artmaktadır. Yabancı kaynak (borç)/özsermaye oranı belirli bir seviyede optimum olmakta, o seviyenin aşılması durumunda borç firmaya getirisinden daha çok maliyet yüklemeye başlamaktadır. Jensen ve Meckling'e (1976) göre, özkaynakların temsilcilik maliyeti ile yabancı kaynakların temsilcilik maliyetinin en uygun şekilde birleşmesi ile toplam temsilcilikler maliyetlerinin en düşük seviyesi Şekil 1.12 de gösterilmiştir.



Şekil 1.12 Borcun Temsilci Maliyeti Seviyesine Göre Sermaye Yapısının Değişimi

Kaynak: Ghazouani, 2013: 625-636

Şekil 1.12’de borçlanma seviyesi ile temsilci maliyetleri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Bu şekilden aşağıdaki sonuçlara ulaşabiliriz:

- Borçlanma seviyesi arttıkça, özsermaye temsilci maliyetleri önce düşmektedir, belirli bir seviyeden sonra ise sabit kalmaktadır.
- Borçlanma temsilci maliyetleri borçlanma seviyesi arttıkça artmaktadır.
- Toplam temsilci maliyeti, borçlanma temsilci maliyeti ile özsermaye temsilci maliyetinin toplanması ile bulunmaktadır.
- Toplam temsilci maliyetinin en uygun olduğu pozisyon özsermaye temsilci maliyeti ile borçlanma temsilci maliyetinin kesiştiği noktadır.

1.1.5. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)

Modigliani ve Miller Teoreminin varsayımlarından bir tanesi şu şekildedir: piyasalar etkindir ve işleyişi kusursuzdur, tam rekabet koşulları geçerlidir, tüm yatırımcılar için ücret ödenmeksizin yeteri kadar, hemen erişilebilir doğru ve nitelikli bilgi kaynağı mevcuttur. Bu varsayıma göre firmada çalışan biriyle firma dışındaki birisinin aynı bilgiye sahip olduğunu varsayılmaktadır. Fakat gerçek hayattaki sermaye piyasasında böyle bir şey mümkün değildir. Firmaya yakın olan çalışanlar, ortaklar gibi kişiler bu bilgilere sahip olurken firmayla yakın ilişkisi olmayan kişilerin bu bilgilere sahip olması mümkün değildir, yani bilgi asimetrisi vardır.

Bilgi asimetrisi, finansal piyasalarda işlem yapan taraflardan birinin her türlü bilgiye yeteri kadar sahipken diğer tarafın tamamen bilgisiz olması durumunu ifade eder. Taraflardan birinin yanlış bilgilendirilmiş olması veya tamamen bilgisiz olması gibi durumlardan kaynaklanan birbirine eşit olmayan bilgi sahipliği durumlarında asimetrik bilgiden söz edilmektedir (Karacan, 2000: 48).

Myers ve Majluf (1984), Modigliani ve Miller Teoremi ve sermaye yapısı yaklaşımlarından farklı bir teori olarak geliştirilmiştir. Finansal hiyerarşi teoremine göre firmanın temsilcileri ve sermaye sahipleri ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi olduğu, sahip olunan bilgi düzeylerinin farklı olduğunu ifade edilmektedir (Brealey ve Myers, 2003: 137).

Bilgi asimetrisi hakkında yazılan en önemli makale George A. Akerlof, A. Michael Spence ve Joseph E. Stiglitz'e 2001 yılında nobel ödülü aldırarak "Ters Seçim" olarak da bilinen "Limon Problemi'dir". Limon İngilizce'de ikinci el piyasada satışı yapılan malların kötü olanlarını ifade etmektedir. İkinci el piyasada satışı yapılan malların iyileri de kiraz olarak isimlendirildiğinden soruna "Limon Problemi" denilmiştir. İkinci el piyasada satışı yapılan araçlar hakkında, sahibi tam bilgiye sahipken alıcının aracın iyi kullanıp kullanılmadığı vb gibi konularda araç hakkında tam bir bilgiye sahip olmaması aracın piyasanın ortalama fiyatından biraz üstünde satın alınabilmesine neden olabilmektedir. Bu şekilde kötü mallar, "Limonlar", piyasadaki iyi malları azaltır, böylece piyasadaki malların kalitesi düşer. Bu durum sigorta firmaları içinde aynı şekildedir, sigorta yapan firma sigortalıda bulunan riskleri tam olarak bilemediğinden sigortayı ortalama bir primden yapacaktır. Riski yüksek müşteriler için ortalama prim tercih edilebilir olacaktır, fakat düşük riskli olan kaliteli müşteriler tarafından olması gerekenden yüksek olan prim kabul edilmeyecek, böylece sigorta sürekli olarak yüksek riskli müşteriler tarafından tercih edilecektir. Böylece sigorta firmasının portföyündeki kalite düşmüş olacaktır.

Finansal hiyerarşi teorisine göre özkaynak ve yabancı kaynak birleşimin en uygun şekilde olması gibi bir durum yoktur. İşletmeler kaynak kullanımını öncelikle özsermayesi, sonra borçlanma ve en son olarakta bono, tahvil veya hisse senedi ihracı ile yapması gerekmektedir. Finansal Hiyerarşi Teorisine göre karı yüksek firmaların özsermayelerine duydukları güven nedeniyle dış borçlanmaları düşük olmaktadır (Copeland ve Weston, 1988: 519).

Finansal hiyerarşisi teorisinin ilk varsayımı daha önce bahsedildiği üzere firmanın yöneticilerinin firma hakkında (mali yapısı, firmanın anlık ve gelecekteki yatırımları, fırsatları hakkında) yatırım yapanlardan daha fazla bilgisi olduğu varsayımdır. İkinci varsayım ise

firma yöneticilerinin hisse senedi sahiplerinin çıkarını düşündüğü, onların refahlarının, yani hisse senedi fiyatlarının artmasını sağlamayı istediğidir. Bu da temsilci maliyetlerinin olmadığı varsayıldığı anlamına gelmektedir (Myers ve Majluf, 1984: 195). Bilgi düzeylerindeki farklılığın (asimetrik bilginin) sonucu iki problem ortaya çıkmaktadır: ters seçim ve ahlaki tehlike. Bunlardan ilki, kredi verilmeden önce ortaya çıkar ve kredi verilmemesi gereken tarafa kredinin verilmesi kararı alınmasını ifade eder. İkincisi ise ticari seçim yapıldıktan sonra ortaya çıkar ve sunulan finansmanın amacı dışında kullanılmasından kaynaklanır (Hubbard, 2002: 260).

İşletmeyi özsermaye ile finanse etmenin firma değerini ve hisse senetlerinin fiyatını düşürebilecek bir etkisi olmadığından öncelikli tercih sebebi olmuştur. Buradaki etkiler iflas maliyeti gibi firmanın riskini arttıracak faktörlerdir. İşletmelerin özsermaye ile finanse edilmesi ile bu risklerden uzak kalınmış olunur.

İşletmenin özsermayesi yatırım için yeterli olmadığında firmanın hisse senedi ihracı yapmadan önce borçlanma yoluna gitmesi gerekmektedir. Finansal hiyerarşi kuramına göre iki türlü sermaye kaynağı vardır, bunlardan birisi özsermaye diğeri ise yabancı kaynaktır, sermayenin öncelikle iç kaynaklardan karşılanması gerektiğini savunulmaktadır. Böylelikle firmaların karlılıkları arttıkça kendi özsermayeleri ile faaliyetlerini devam ettirdiği öne sürülmekte, karlılıkları düştükçe ise borçlanmalarının arttığı iddia edilmektedir (Brealy vd., 1991: 427) Bu sıralama belirlenirken işlem maliyetleri de göz önünde bulundurulmaktadır. Borçlanma, hisse senedi ihracından daha az maliyetlidir. Bu yüzden firmalar maliyetleri de göz önünde bulundurarak özsermaye, yabancı sermaye ve hisse senedi ihracı sıralamasını yapmaktadırlar.

Teoriye göre firmaların hedefledikleri bir borç seviyesi bulunmamaktadır. Firmalar sırasıyla özsermaye ve borçlanmayı tercih etmelerinin, en sonunda hisse senedi ihraç etmelerinin nedeni firmanın dışarıdan özkaynak konusunda probleminin olduğu düşüncesinin ve firmanın riskli olduğu algısının önüne geçebilmektir.

Firmalar, yapmış oldukları veya yapacakları yatırımları ve diğer kaynak ihtiyaçları için borçlanmaktadırlar. Firmanın karı ile borçlanması ters orantılıdır. Firmalar nakitte kalma ve nakit oranını artırma eğilimindedirler.

Finansal hiyerarşi teorisi, firmanın sermaye yapısı ile kar payı ve yatırımlarla ilgili ilişkileri açıklayan bir sermaye yapısı teorisidir. Firmanın finansman kaynaklarının seçilmesi için de bir sıralama yani hiyerarşi gerekir. Yukarıda açıklandığı gibi, sıralama özkaynak, kısa vadeli borçlanma, uzun vadeli borçlanma ve bilgi asimetrisi ve maliyeti daha yüksek olan hisse senedi ihracı olmalıdır.

Asimetrik bilginin fon kaynaklarına göre maliyetleri değişmektedirler. İç finansman kaynağını kullanan firmaların daha düşük asimetrik bilgi maliyeti vardır. Borçlanma ile asimetrik bilgi maliyeti artarken hisse senedi ihracında ise en yüksek asimetrik bilgi maliyeti oluşmaktadır (Lu, 2007: 25).

Asimetrik bilginin var olduğu ortamdaki firmanın gelecekle ilgili beklentisi yüksekse, fon sağlamak için hisse senedi çıkartarak karını hisse senedi sahipleri ile paylaşmak istemez. Bu yüzden borçlanma yöntemine gider. Ancak firmanın gelecek beklentisi iyi değilse borcunu ve zararını hisse senedi sahiplerine de yüklemek amacıyla hisse senedi ihracı yapmayı tercih edebilir.

Firmaların hisse senedi ihracı yerine borçlanmayı tercih etmelerinin diğer nedenleri şunlardır: Firmalar satışlarının düzenli artışından kaynaklanan düzenli nakit akışlarına güvenerek, borçlarını rahatça ödeyebileceklerini düşündüklerinden hisse senedi çıkarmak yerine borçlanmayı tercih edebilirler. Firma varlıklarının çok olması durumunda, kredi veren kuruluşlardan kolay şekilde kredi alabilmesi mümkün olacağından (kredi veren kuruluşlar tarafından bu varlıklar güçlü teminatlar olarak alınabileceği için) firmaların borçlanmayı seçmeleri doğaldır.

Firmalar aldıkları borçların faiz giderlerini ödeyecekleri vergiden düşebilmektedir. Bu yüzden firmalar borçlanmayı tercih edeceklerdir.

Hisse senedi ihracı yatırımcılara belirli bir oranda da olsa ortaklık hakkı vereceğinden firmanın yönetimdeki kontrolü bölünecek ve azalacaktır (Oruç, 2008: 47).

Finansal hiyerarşi teoremine göre sermaye yapısı unsurları ile kaldıraç arasındaki ilişkiler aşağıda incelenmiştir.

1.1.5.1. Karlılık

İşletme karlılığı arttıkça özsermaye kullanımı artmaktadır. İşletmenin karının artmasıyla birlikte firmaya giren nakit miktarı da artmaktadır. İşletmeye giren miktar arttıkça firma yatırımlarını ve giderlerini özsermayeden karşılama yoluna gitmektedir. İşletmenin borçlanması bu bağlamda azalmaktadır. Firmalar, karlarının düşük olması durumunda ise gelecekteki giderlerini karşılayamayacaklarını bildikleri için, özkaynak yerine borçlanma yöntemiyle kaynak sağlamak zorunda kalırlar. Karlı firmaların, daha önceden borç kullanarak yatırım yapmış olsalar dahi, karlılıkları devam ettiği sürece borçlanmaları azalacaktır (Saeed, 2007).

Bu konuda farklı görüşler de mevcuttur. Firmaların karlılığı arttıkça, kredi veren kuruluşlardan (firma bilançoları ve istihbaratıyla ilgili olumsuz bir durum olmaması halinde)

daha fazla finansman sağlama olanağına kavuşur. Ancak bu olanağı kullanarak borcu arttırması firmanın risk algısıyla ilgili olumsuzluklara neden olabilir.

Firma normal faaliyetlerine devam edecek ve yatırım yapmayacaksa yeni bir borçlanmaya girmeyebilir. Firmanın borçlanmasının karlılıkla beraber artmaması da firmanın gelecekle ilgili beklentileri ile borçlanma arasında bir ilişki olmasından kaynaklanmış olabilir.

Karlı firmalar karlarını arttırmak için çeşitli yöntemler deneyeceklerdir. Bu yöntemlerden biri de vergilerin azaltılması yoluyla karın arttırılmasıdır. Ancak finansal hiyerarşi teorisine göre firmanın karlılığının artmasıyla borçlanması azalmakta ve firmaya vergi avantajı sağlayan kaldıraçtan faydalanılamamaktadır. Bu varsayım karlı firmaların karlarını daha da arttırmak için kaldıraç kullanacağı görüşü ile uyuşmamaktadır (Megginson, 1997: 338).

Yukarıdakileri özetleyecek olursak firmalar, karlarının artmasıyla, bu karları firma yatırımları ve faaliyetlerinde kullanacaklarından yeni borç almayacak veya mevcut borçlarını azaltacaklardır. Borçlanmanın artması ile kaldıraç etkisinden faydalanamayacak ve daha fazla vergi vermek durumunda kalacaktır. Diğer taraftan firmanın yapmak isteği yatırımlar için gerekli miktarın kar ile karşılanamaması durumunda, firmanın karlı yapısını gören kredi kuruluşlarının kredi vermede sağlayacakları kolaylıklar ve güçlü firmalara piyasanın altındaki kredi oranlarında kullandıracakları kredilerden dolayı firma karlılığı ile birlikte borçlanma artabilir.

1.1.5.2. Firma Büyüklüğü

İşletmeler büyüdükçe, asimetrik bilgi sorunu da azalır. Bu nedenle büyük firmalar, küçük firmalara göre daha düşük maliyetlere sahiptirler.

Bu konuda da farklı görüşler ortaya çıkmaktadır. Firmalar büyüdükçe daha karmaşık bir yapıya sahip olacakları, hatta daha düzensiz, kontrolü daha zor bir yapıya sahip olabilecekleri, bunun sonucu olarak ta asimetrik bilgi sorununun daha fazla olacağı da varsayılmaktadır.

Firma büyüklüğü de, firma karlılığı gibi kredi veren kuruluşların firmaya daha kolay kredi kullandırmalarını sağlamaktadır. Büyük firmalara kredi veren kurum arzının fazla olması, rekabetin yoğun olması, büyük firmaların kullanacağı kredi maliyetlerini düşürmekte ve daha kolay kredi kullanılmaktadır. Kredilerin daha kolay sağlanması, firmanın kullandığı kredi karşılığında vereceği teminatların daha az olması ve ödeme şartlarının firmanın istediği doğrultuda şekillendirilebilmesi anlamlarını da taşımaktadır.

Konuyla ilgili araştırmaların büyük çoğunluğunda, küçük firmaların, asimetrik bilginin yüksek olmasından dolayı, finansal hiyerarşıye daha uygun oldukları sonucuna varılmıştır. Küçük firmalar için daha yüksek hisse senedi ihraç maliyeti vardır. Büyük firmalarda finansal hiyerarşı ile firma büyüklüğü arasındaki ilişki negatiftir, ihraç maliyeti firma büyüklüğü arttıkça azalmaktadır (Jong vd., 2007).

1.1.5.3. Büyüme Olanakları

Büyüme fırsatları arttıkça, yatırım projeleriyle ilgili asimetrik bilgi sorunu azalır.

1.1.5.4. Maddi Duran Varlıklar

Firmaların maddi duran varlıklarının çok olması, firmanın ve firma sahiplerinin veya firmalar adına gayrimenkullerini firmalar için güvence gösterebilecek olan firma paydaşlarının, gösterebilecekleri gayrimenkullerin fazla olması ile firmanın borçlanma oranı arasında doğru orantı vardır.

Kredi verenler için önemli iki unsur vardır. Birinci unsur kredinin düzenli olarak ödenmesi, ikinci unsur ise kredinin düzenli ödenememesi veya firmanın batması gibi durumlarda kredi verenler tarafından firmadan alınan teminatların kredi borcunu en kısa zamanda ve tam olarak karşılayabilmesidir. Bu aşamada önemli bir nokta ortaya çıkar: verilen krediler için alınacak teminatlardan gayrimenkul ipoteği nakit bloleden sonra en güvenli teminatlardandır. Bu yüzden firmanın kullanacağı kredilerde teminat olarak verilen maddi duran varlıkların çok olması firmanın daha rahat borçlanabilmesini sağladığından borçlanma ile firmanın maddi duran varlıklarının büyüklüğü doğru orantılıdır.

Büyük firmaların maddi duran varlıklarının daha fazla olması daha kolay ve daha düşük oranla borçlanma olasılıklarını arttırmakta, doğal olarak onları borçlanmayı daha çabuk kabul etmeye itmektedir. Dolayısıyla kredi veren kuruluşlar tarafından sunulan bu imkânlardan büyük firmalar daha fazla faydalanmaktadırlar.

1.1.5.5. Kar Payı Dağıtımı

Myers'ın (1984) finansal hiyerarşı teorisi, firmaların neden temettü ödemesi yaptığını açıklamaz. Firmanın çeşitli nedenlerle kar payı ödemesi yapmayı tercih ettiği durumlarda, finansal hiyerarşı teorisine göre kar payı dağıtımının firmaya etkilerini değerlendirilmiştir. Özellikle yüksek tutarlı bir yatırım yapılması durumunda, riskli hisse senetlerinde, daha az karlı firmalar için ve daha yüksek yatırım beklentisi olan ve yüksek kaldıracı neden olan kar payı ödemesi daha az etkilidir. Karı yüksek firmaların daha çok kar payı ödemeleri

gerekirken, kar payı ödemeleri firmaların yatırım yapma öngörülleri ve kaldıraçla ters orantılıdır.

Myers'e (1984) göre kısa dönemde, kar payı ödemeleri genel olarak borçlara gitmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, gelecek dönemlerde yatırım yapmayı planlamaları durumunda firmaların yapmayı düşündükleri kar payı ödemeleri daha düşük olacaktır (Fama ve French, 2000: 4).

1.1.5.6. Finansal Açık

İşletmenin gelirlerinin giderlerinden daha az olması finansal bir açığı olduğunu göstermektedir. Bu durumda firmanın yabancı kaynaktan açığı kapatma yollarına gitmesi gerekmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre firma öncelikle borçlanarak, daha sonra menkul kıymet ihracı ile, daha sonra da hisse senedi ihracı ile açığı kapatabilir. İşletmenin yukarıdaki sıralamayı kullanması durumunda finansal hiyerarşi teoremiyle finansal açık arasında doğru orantılı bir ilişki mevcuttur.

Finansal açığı olmayan, yani gelirleri giderlerinden daha fazla olan firmanın, yatırımlarında veya firma faaliyetlerinde kullanılabilecek finansal fazlalığı vardır.

Finansal hiyerarşi teorisine göre özkaynaklar ve yabancı kaynaklar arasında bir optimal miktar bulunmadığından firmalar kendi istekleri doğrultusunda bir sermaye yapısı oluşturabilmektedirler (Copeland, 1988: 88).

1.1.5.7. Piyasa Değeri

İşletmenin borcunun çok olması piyasanın firmayla ilgili risk algısının artmasına sebep olur. Firmanın nakit akımlarını yönetmede yaşayabileceği zorluklar ve iflas maliyetinin diğer firmalara göre daha yüksek olması firmanın piyasa değerini düşürebilmektedir. Kredi veren kuruluşun firmanın borcunu ödemeyeceği öngörüsü olması halinde kredisini geri çağırması söz konusu olabilir. Bu durumda, kredi veren bir kuruluş tarafından başlatılan işlemin ardından (firmanın krediyi geri çağırana olan borcunu ödeyememesi durumunda) firma için sırasıyla idari takip, adli takip ve haciz işlemleri başlatılabilir. İlk başlatılan icra takibinin ardından domino etkisiyle diğer kredi veren kuruluşlar tarafından da borcun taksitlerinin yerine tamamının talep edilmesi söz konusu olabilmektedir. Böylece firma bir kredi veren kuruluşun riskli görmesiyle birlikte iflasa kadar giden bir aşamaya gelebilmektedir. Yukarıda örneğe benzer durumlar özellikle kriz dönemlerinde, bankaların risk hassasiyetinin aşırı arttığı dönemlerde ortaya çıkabilmektedir. Bu yüzden firmaların risklilikleri ile algıları ve borçlanmalarını çok iyi yönetmeleri gerekmektedir. Borçlanmanın artmasıyla birlikte firmanın

riskliliği ile ilgili algının artmasının firmanın piyasa değeri üzerinde olumsuz etkileri bulunmaktadır.

1.1.6. Piyasa Zamanlaması Teorisi

Baker ve Wurgler (2002) piyasa giriş zamanlaması ve sermaye yapısı arasındaki ilişkileri ortaya koyan ilk çalışmadır. İşletme finansmanında hisse senedi zamanlaması, hisse senedi fiyatının arttığında hisse satılması, fiyat azaldığında ise geri alım yapılması ile sağlanır. Bu işlemin amacı geçici dalgalanmalardan faydalanarak hisse senedinin ortalama maliyetini düşürmektir. Aşağıda özetlenen dört farklı gruptaki çalışmalar piyasa zamanlaması ile ilgili kanıtlar sunmaktadır:

1. Firmaların finansman kararlarını inceleyen çalışmalar firmaların borçlanmak yerine hisse senedin ihraç etmeyi, hisse piyasa değerinin defter değerinden ve geçmiş piyasa değerlerinden yüksek olduğu durumlarda tercih ettiklerini göstermektedir. Hisse senedi piyasa değeri düşük olduğunda ise geri alım yapılmaktadır (Taggart, 1977).

2. İşletme finansı kararlarından sonraki uzun dönemli ortalama hisse senedi getirilerini analiz eden çalışmalar zamanlamanın genellikle başarılı olduğunu; hisse senedi ihracı yapılması için en uygun zamanın hisse senedi değerinin yüksek olduğu, dolayısıyla da maliyetinin diğer sermaye kaynaklarından daha az olduğu zaman olduğunu göstermektedir. Hisse senedinin değerinin düşük olması durumunda ise geri alım yapılır.

3. Hisse senedi ihraçlarındaki gelir tahmin ve gerçekleştirmelerini inceleyen araştırmalar firmaların yatırımcıların gelirlerle ilgili beklentilerinin yüksek olduğu zamanlarda hisse ihracını tercih ettiklerini ortaya koymaktadır.

4. Yöneticilerin hisse ihracı ile ilgili tercihlerinin araştırıldığı anketlerin bulgularına göre hissenin değerinin olması gereken değerinin ne kadar altında ya da üstünde olduğu yöneticiler için ihraç kararı ile ilgili en önemli kriterlerden biridir. Ayrıca hisse senedi yükselişe geçtiyse hisse senedinin satışıyla, düşüşte ise alımıyla finansal kontrol sağlanabiliyor olması yöneticiler için önemlidir (Huang ve Ritter, 2005: 2).

Sermaye yapılarını belirlerken firmaların; dışarıdan sağlayacakları kaynağın koşullarını (kredi oranlarını, ödeme/teminat koşullarını, borçlanma ile ilgili piyasanın durumunu); hisse senedi ihraç edeceklerse hisse senedi piyasası koşullarını (ihraç için doğru zaman ve koşulların oluşup oluşmadığını) araştırmaları gerekmektedir. Hisse senedi sahipleri de piyasa fiyatının üstünde bir ihraç fiyatı oluşması durumunda hisse ihracını tercih edeceklerdir.

Piyasa zamanlaması teorisine göre, piyasa koşulları ve hesaplanan maliyet incelendiğinde hisse senedi ihracı diğer sermaye sağlama yöntemlerinden daha uygun durumda ise hisse senedi ihracı ile firmaya girdi sağlanmaktadır. Daha uygun ve daha az maliyetli ise borçlanma veya menkul kıymet ihracı yöntemi ile borçlanmak tercih edilmektedir. Hisse senetlerinin fiyatı piyasada artınca ihraç yapılması ve fiyatlarının düşmesi durumunda da piyasadan hisse senedi alınarak, sermaye azaltılması yöntemine gidilmesi gerekmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken piyasadaki zamanlamadır. Piyasadaki yükseliş ve düşüşlerden firmaların lehine finansman olanağı sağlanması ve piyasadaki dalgalanmaların firmanın mali yapısını olumlu etkileri olacak şekilde yönetilebilmesi gerekmektedir (Huang ve Ritter, 2005).

Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar sermaye ihtiyaçlarını öncelikle özkaynaklardan karşılama yoluna gitmeli daha sonra borçlanma yöntemi ve daha sonrada menkul kıymet ihracı yöntemiyle borçlanmalıdır. Piyasa zamanlaması teorisine göre ise firmalar piyasa koşullarına göre menkul kıymet ihracı hisse senedi ihracından daha az maliyetli ise menkul kıymet ihracı yoluna giderler. Firmalar piyasadaki dalgalanmaları takip etmek zorundadırlar. İhraç edilen menkul kıymet piyasada yükselirse firma ihraç yapmaya devam eder, ihraç edilen menkul kıymetin piyasa fiyatı düşerse piyasadan menkul kıymetlerini geri satın alır. İşletmeler en uygun kaynak elde etme yöntemini seçerek sermaye yönetimini sağlamalıdır.

Piyasa zamanlaması teorisine göre de finansal kaldıracı düşük olan firmaların piyasa veya hisse senedi değeri daha yüksek olmaktadır.

1.1.7. Sinyal Teorisi

Sinyal teorisi (finansal hiyerarşi teorisinde olduğu gibi) firma sahiplerinin, ortaklarının ve yöneticilerinin firmayla ilgili bilgilerinin yatırımcılardan daha fazla olduğunuv arsaymaktadır. Yatırımcıların ilgilendikleri firmanın faaliyetleri, firmanın finansal yapısı, özel durumları, ana dinamikleri ve organizasyon yapısının dirençleri hakkında tam bilgiye sahip olamamaktadır. Yatırımcılar tam bilgiyi edinemeyeceklerinden hisse senedinin doğru fiyatlaması mümkün olmayacaktır. Ross (1977) ve Leland (1977) çalışmalarında ortaya koydukları görüşler ışığında geliştirilen sinyal teorisine göre, hisse senedinin değerinin gerçek değerine ulaşması için firma ortakları veya yöneticileri tarafından firmayla ilgili sinyallerin yatırımcılara gönderilmesi gerekmektedir. Firmanın hisse değerini etkileyen en önemli faktörlerden biriside firmanın gelecekteki yatırım planlarıdır. Firmaların yatırımcılara en kolay sinyal gönderme yöntemi, sermaye yapısında finansal tablolara etki eden

değişiklik yapmaktır. Sermaye yapısında yapılan değişiklik, firmanın gelecekteki yatırım planları hakkında yakından bilgi verilmesini yani sinyal gönderilmesini sağlayacaktır.



İKİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

İslami finansman yöntemleri, klasik finansman yöntemlerinden farklıdır, faiz unsuru içermemektedir.

İslami finansman yöntemleri insanların birbirleriyle olan ticaretini yönlendirmeyi amaçlamaktadır. İslami finansman yöntemlerinde yardımlaşma da vardır. Klasik finansman yöntemleri içerisinde çok fazla bulunmayan yardımlaşma kavramı, İslami finansman yöntemlerindeki ismi karz-ı hasendir. Karz-ı hasen bir tarafın ödünç aldığı parayı üzerine hiçbir fark eklenmeden karşı tarafa aynı miktarda belirli bir süre sonra geri vermesidir. Karz-ı hasene katılım bankaları tarafından verilen faizsiz nakit avanslar örnek olarak gösterilebilir. Bazı meslek birliklerinin bir havuzda para biriktirmesi ve ihtiyaç sahiplerine belirli koşullarda bu parayı kullanırılması da karz-ı hasendir.

Selem, üretim firmalarının istenilen miktarda üretim yapmak için yeterli sermayesi bulunmaması durumunda kullanılan bir yöntemdir. Belirli bir mala ihtiyacı olan ve bu malın bedelini peşin olarak malı almadan veren firma, üretici firmaya mal üretimi için sermaye sağlamaktadır. Mal bedelinin tamamı veya üretimin gerçekleştirilmesine yetecek olan belirli bir kısmı peşin olarak verilir.

Mudaraba, bir tarafın sermayesini diğer tarafın da iş bilgisini ve emeğini ortaya koymasıyla yapılan ortaklıktır. Bu ortaklık bir sözleşmeye dayanır ve elde edilecek karın paylaşım oranı önceden belirlenir. Ortaklardan sermaye veya emek koyan taraflar elde edeceği karın sadece kar paylaşım oranını bilir, kar elde edilebileceği gibi zarar da edilebilir. Bu nedenle elde edilen kazanç faizden farklıdır. Katılım bankaları tarafından kullanılan katılım fonlarındaki kar ve zarar ortaklığı sözleşmeleri mudarabadır. Katılım bankasına parasını yatıran kişi ortak olarak kabul edilir ve vade sonunda önceden belirlenen paylaşım oranında kar veya zarardan payını alır. Klasik bankacılıkta ise mevduatının karşılığı olan faizin getirisini alır.

Bir tarafın belirli bir sermayesi ve iş bilgisi olmasına rağmen bu sermaye planladığı işi yapmaya yeterli olmayabilir. Bir tarafın emek ve sermayesini, diğer tarafın da kalan gerekli sermayeyi koymasıyla sağlanan ortaklığa muşaraka denir. Muşarakaya büyük çaptaki inşaat projelerinde sermaye sağlayan kuruluşlar ile inşaat firmalarının yaptığı ortaklıklar örnek gösterilebilir. Çok kullanılan İslami finansman türlerinden olan murabaha bir malın peşin alınıp diğer tarafa üzerine vade farkı konularak satılmasıdır.

İcara bir malın kiralanmasıdır. Teverruk borçlunun borcunu ödememesi durumunda borcun üçüncü kişilere satılmasıdır. Sukuk, bir varlık üzerindeki hakkı gösteren bir belgedir. Finansman kaynağı oluşturulması için çıkartılmaktadır. İslami finansman yöntemleri ayrıntılı olarak aşağıdaki alt bölümlerde incelenmektedir.

2.1. Mudaraba (Emek Sermaye Ortaklığı)

Mudaraba, sermaye ve emek ortaklığıdır. Bir tarafın sermayesini diğer tarafın da iş yapış şeklini, bilgi birikimini, tecrübesini ve yöneticiliğini koymasıyla oluşur. İş yapış bilgisini yani emeğini koyan tarafa mudarip, sermayesini koyan taraf ise rab-ul-mal denir. Tarafların ortaklık payları ve tüm ortaklık koşulları önceden bir sözleşme ile belirlenir. Ortaya konulan sermaye, emeğini ortaya koyan tarafından yönetilir. Ancak sermayeyi koyan tarafın da yapılanları kontrol etme yetkisi bulunmaktadır.

İslami finansman yöntemi mudarabaya Hz. Muhammed'in evlenmeden önce Hz. Hatice ile yaptığı ortaklık örnek olarak verilebilir. Hz. Hatice sermayesini, Hz. Muhammed de emek ve iş bilgisini koyarak ortaklık oluşturmuşlardır (Gül, 2005:48).

Mudarabada kar paylaşım oranı önceden belirlenir. Örneğin, mudaraba sözleşmesi ile elde edilecek karın % 60'ının mudaribin olacağı ve % 40'ının da rab-ul-mala ait olacağı önceden belirlenir.

Mudarabadaki paylaşım oranı; elde edilen karın büyüklüğüne, işin emek yoğun veya sermaye yoğun bir iş olmasına, piyasada emeğin veya sermayenin değerlerine göre piyasa koşulları göz önünde bulundurularak belirlenir.

Mudarip aldığı sermaye kaynağını kullanırken, kendisi de kardan pay alacağı için karı maksimize etmek için gereken özeni gösterir. Dünyadaki ismi ile İslami bankalar Türkiye'de de katılım bankaları bu esasları göz önünde tutarak bankacılık yapmaktadırlar.

İslami finansman prensipleriyle kurulan katılım bankaları mudarabaya kaynak oluşturmak için katılım fonu toplarlar. Banka müşterilerinden katılım fonları aylık, üç aylık, yıllık olan vadelerde olmaktadır. Katılım fonları bir kez ödemeli olarak veya yıllık olan ve aylık, üç aylık dönemsel tekrar eden ödemeleri olabilmektedir. Müşteriler kar ve zarara katılma ortaklığını gösteren sözleşmeleri imzalarlar. Sözleşmelerle yatırılan katılım fonu vadesine göre çeşitli havuzlarda değerlendirilir. Örneğin aylık, üç aylık ve yıllık gibi tam vadelerin dışında kalan, 35 gün gibi vadeli fonlar bir üst vadenin havuzunda değerlendirilir.

Mudarabadaki rab-ul-malın yani sermaye koyanın elde ettiği kar, sermayenin karşılığı olan önceden bilinen faiz değildir. Sermaye karşılığında ortaklıktan elde edilen kar veya zarar paylaşım oranıdır.

Katılım bankası sağladığı katılım fonunu (sermayeyi) ihtiyacı olan mal ve hizmet alımını yapmak isteyen firma veya şahıslara, İslami finansman yöntemleri doğrultusunda kullanır. Kullandığı katılım fonu ile sağladığı sermayeyi verirken, vadeli satışların taksitlerinin düzenli olarak ödenmesini sağlamak ve ödenmeme ihtimalini en düşük seviyeye indirmek için gerekli özeni gösterir. Sermaye kullandıracağı firmaların mali tahlil ve istihbaratını yapar ve riski azaltmak için gerekli durumlarda firmalardan ipotek alır.

2.2. Muşaraka (Kar-Zarar Ortaklığı)

Bir tarafın sermayesini diğer tarafın ise sermayesiyle birlikte emeğini koymasıyla yapılan ortaklık ile oluşturan sözleşmeye muşaraka denir. Kar/zarar paylaşım oranı ortakların koydukları sermayenin miktarları ve emeğin piyasa koşullarındaki değeri doğrultusunda belirlenir.

Mudaraba ile yatırımcı sadece sermaye koyarken, Muşarakada yatırımcı sermayenin yanında emeğini de koyduğundan mudarabaya göre daha fazla getiri elde eder.

Muşaraka özellikle yüksek sermaye birikimi gerektiren işlerde kullanılan bir yöntemdir. Belirli bir sermayesi bulunan firmaların, sermayelerinin işin tamamına yetecek seviyede olmaması durumunda kullanılan bir İslami finansman yöntemidir. Bir inşaat firmasının bir proje için bilgi birikimi yeterli olmasına rağmen yeterli sermayesi olmaması durumunda, sermaye sağlayacak bir ortağa veya bankaya başvurur, ortak veya banka ile aralarında bir ortaklık sözleşmesi düzenlenir. Sermayesine destek sağlayan banka ile ya da sermaye sağlayan ortağı ile muşaraka sözleşmesine istinaden gerçekleşen projenin sonucunda elde edilen karın paylaşımı, sözleşme ile önceden belirtilen kar/zarar paylaşım oranına göre yapılır.

Katılım bankaları tarafından yapılan toplu konut projeleri muşaraka sözleşmesinin örneklerindendir.

2.3. Murabaha (Peşin Alım-Vadeli Satım)

Bir mala ihtiyacı olan kişilerin ya da firmaların mal veya hizmeti kendi imkânlarıyla peşin alamaması durumunda, o malın alınması için eşit ödemeli taksitlerle veya tek ödemeli olarak peşin fiyatından daha fazla olan bir fiyatla (vade farkından kaynaklanan kar payı eklenmiş olarak) alınmasına murabaha denir.

Katılım bankacılığının çok uygulanan yöntemlerinden olan murabahayı, firmalar ve şahıslar mal ve hizmet alımı yaparken kullanır. Murabahada alım ve satım işlemi birden fazladır ve her seferinde malın, hizmetin veya gayrimenkulün banka tarafından satın alınıp tekrar alıcıya satılması şeklinde yapılabilir. İşlemler için gerekli evrak, prosedür ve tapu harcı

gibi masrafların çok olmasından dolayı banka murabaha işleminde, banka adına alım yapılması için alıcıya vekâlet verir. Bankadan aldığı bu vekâlete istinaden mal veya hizmet alıcısı alımı kendi adına faturalandırarak yapar. Faturayı veya mal alımını belgelendiren evrakları bankaya gönderir ve bu faturaya istinaden banka mal veya hizmetin satıcısına ödemeyi yapar.

2.4. İcara (Kiralama)

Bir malın belirli bir süre için mal sahibi tarafından belirli bir ücret karşılığında (kira karşılığında) kiralayana verilmesidir. Sözleşmede kira, kira süresi, verilen malın özellikleri ve varsa mala ait ekleri (ek unsurları) kiraya dönemler içinde bir artış yapıp yapılmayacağı gibi unsurlar belirlenir.

İcara, katılım bankaları tarafından murabahadan sonra en sık uygulanan yöntemdir. İcara, özellikle sağladığı vergi avantajı nedeniyle tercih edilen bir ürün olmuştur. Genellikle makine ve teçhizat gibi ürünlerde kullanılan icara sözleşmesi, kiracının istemesi durumunda kiracıya malın satışı ile birlikte son bulmaktadır. İcara ile kiracı sermayesini belirli bir mala bağlamamakta, kendisinin belirleyeceği daha karlı bir yatırımda değerlendirebilmektedir. İcara leasing sözleşmesine benzetilmektedir.

2.5. Selem (Peşin Ödeme, Veresiye Mal Alımı)

Selem bir malın ileri bir tarihte alınacak olmasına rağmen parasının peşin olarak verilmesidir. Bir malı üretmeye veya bir hizmeti yerine getirmeye imkânı olmayan firmalar sermaye sağlar. Firma elde ettiği sermaye ile malı üretir veya hizmeti yerine getirir. Selem sözleşmesinde önceden malın niteliklerinin ve vadesinin belirlenmesi gerekir. Selem sözleşmesi ithalat yapan firma tarafından, firma üreticisine malın üretilmesi için mal bedelinin bir kısmının mal alımından önce peşin olarak ödenmesi ve malın üretilmesinden sonra alınması şeklinde işleyen İslami bir finansman yöntemidir.

2.6. Karz-ı Hasen (Karşılıksız Borç)

İslam'da borç vermek, geri alınmamak üzere verilen paradan daha önemli bir yere sahiptir. Karz-ı Hasen borçluyu, aldığı borcu ödemek için çalışmaya sevk ettiği için borç vermek teşvik edilmiştir. Karz-ı hasen, karz ve hasen kelimelerinin bir araya gelmesiyle oluşur. Karz, birine tekrar geri almak kaydıyla mal veya para vermektir. Hasen kelimesi de karz kelimesini betimleyen bir sıfattır, “iyi ve güzel” anlamına gelir (Diyanet İşleri Bakanlığı, 2010:10). Verilen borcun miktarının üzerine herhangi bir kar payı veya bunun dışında farklı bir şekilde fayda eklenmeksizin borcun aynı miktarda önceden sözleşme ile belirtilen vadede

geri alınmasıdır. Karz-ı hasen ile verilen borçta amaç sosyal sorumluluk projelerine katkı veya iş gücünü arttırmak olabilir.

2.7. Teverruk

Normal ekonomik koşullarda kullanılmayan, borçlunun borcunu vadesinde ödemesinin mümkün olmadığı durumlarda, borçlunun faizli sisteme girmemesi için, vadeli borcun peşin olarak üçüncü bir kişiye satılarak kapatılması işlemidir. Teverruk işlemi finansal piyasada kullanılan borcun tekrar yapılandırılması işlemidir.

2.8. Sukuk

Sukuk bir varlığa sahipliği veya onun üzerinde yararlanma hakkını içeren belgedir. Faizsizlik prensibini içeren sukuk varlığa sahipliği içeren bir yatırım aracı, bir değerli sertifikadır.

Sukuk tarihi süreçte öncelikle ticari bir işlemten dolayı finansal yükümlülüğü gösteren bir belge olarak ortaya çıkmıştır. Günümüzde sukuk finansal borçluluğu gösteren bir belge olmaktan çıkmış bir varlığın değeriyle orantılı olan icara sukukundaki gibi sabit getirisi olan bir yatırım aracı haline gelmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SUKUK VE BONO

En son yaşanan küresel ekonomik krizler ikincil piyasalar kaynaklı olmuştur. Finansmanın gerçek ekonomiye dayanması ve kaynağında bir malın, gerçek bir ticaretin olması krizlerin önlenmesi açısından önem kazanmıştır. İslami finansman türlerinden sukukun gerçek bir varlığa dayalı olarak ihraç edilmekte olması da bu bakımdan önemlidir.

Sukuk, bir varlığın veya hizmetin mülkiyetinin menkul kıymet haline getirilerek belirli paylara bölünüp satılması işlemidir. Böylece sukuk sahibi yatırımcı elindeki belgenin gösterdiği oranda ortaklığa sahip olur. Sukuk ihraççısı da kendine dışarıdan bir kaynak elde etmiş olur.

İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonun (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) AAOIFI tarafından tanımlanan on dört tür sukuk vardır. Araştırmamızda en çok kullanılan türleri inceleyeceğiz.

Sukuk çeşitlerinin işleyişleri ve aşamaları ayrıntılı olarak şekillerle incelenmiştir. Sukuk ihracının mutlaka bir varlık kiralama firması tarafından yapılması gerekmektedir. Bunun yanında servis acentesi, alım satım işlemi taahhüt yükümlüsü ve satıcı olarak kaynak firmalar da mevcuttur. Araştırmamızda sukuk ve bono arasındaki temel farklılıklar ortaya konulmuştur. Sukukun bir borçlanma aracı olmadığı, mutlaka bir varlığa dayanması gerekliliği, mutlak bir getiri garantisi vermesinin gerekli olmadığı gibi temel ayrımlar anlatılmıştır.

Türkiye’de sukuk ihraçlarının neredeyse tamamına yakını finans sektörü tarafından yapıldığından araştırmamıza Türkiye’deki sukuk ihracı dâhil edilmemiştir.

3.1. Sukuk ve Bono

İslami finansman yöntemlerinin ürün çeşitliliği ve derinliğinin geliştirilmesi gerekmektedir. İslami finansmanı, günümüz ekonomik koşullarının ve finansal sistemin ihtiyaçlarını karşılaması için geliştirme çabaları son yıllarda artan oranda devam etmektedir. Sukuk İslami finansmanın önemli kalemlerinden bir tanesidir.

Borç senetleri ihraç eden firmaların borçlanma kararını etkileyen faktörleri ve sukuk veya bonoyu tercih etme sebeplerini incelediğimiz çalışmamızda sukuk önemli bir yer oluşturmaktadır.

Firmalar ve devletler borçlanmalarını tahvil ve hazine bonosu karşılığında faiz vererek yapabilmektedir. İslami finansmana uygun olmayan bu borçlanma türüne karşın, İslami

usullere uygun çalışmak isteyen firmalar ve gelir elde etmek isteyen yatırımcılar için varlığa dayalı ihraç edilen sukuk ortaya çıkmıştır.

İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu'nun (Accounting Auditing Organization for Islamic Financial AAOIFI) 2013 Mayıs ayında yaptığı sukuk tanımı şu şekildedir: Standart bir yatırım aracı olan Sukuk, maddi bir duran varlık, kullanım hakkı ve hizmet üzerinde eşit değerleri gösteren sahiplik hakkı veren sertifikalardır (Adam ve Thomas, 2004: 42).

Sukuk, Arapça "Sak" kökünden gelmektedir. Sak, sertifika veya vesika anlamlarını içinde barındırmaktadır. Sukuk ise "Sak" kelimesinin çoğulu olduğundan, sertifikalar anlamına gelir. Arapçada bono ve tahviller için "Senet" kelimesi kullanılırken; İslami tahvil olan saklar için ise "Sukuk" kelimesi kullanılmaktadır (Khan, 2003: 129).

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Firmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"de sukukun benzeri olan kira sertifikasını şu şekilde tanımlanmaktadır: "Kira sertifikası, varlık kiralama firmasının satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymettir".

İslami finansman yöntemlerinde re-finance, borcun tekrar kredi kullanılarak kapatılması olarak tanımlanır ve İslami finansmana göre uygun değildir. Borç taşımanın veya borcun tekrar borçlanarak kapatılması olarak yapılan bu işlem iktisatta üretim faktörlerindeki sermayenin getirisi olarak kabul edilen faiz ile yapıldığından dolayı yasaktır. Sukuk faizsizlik prensiplerine uygun olduğundan İslami tahvil olarak adlandırılmaktadır. Sukukun kolaylıkla alım/satımı kolay bir yatırım aracı olması, diğer İslami yatırım araçlarına göre artan getirisi Sukuka olan ilgiyi arttırmıştır.

Sukuk ile bono veya tahvil arasındaki farklılıklar şu şekildedir: Diğer senetlerde olduğu gibi sukuk ihraç eden borç alan değildir, üzerinde sahipliği bulunan varlığa göre kiracı veya ortaktır. Sukuk alıcısı da alacaklı değil yatırımcıdır. Sukuktaki ilişki borç sözleşmesi yerine çeşitli İslami sözleşmelere dayanmaktadır. Tahvil ve bononun getirisi faizdir, sukukta ise satış, kiralama veya ortaklık gelirinden elde edilen kardan. Tahvil ve bonoların ikincil piyasalarda satışı serbest iken, sukukun ikincil piyasalarda satışı sukukun türüne göre değişiklik arz etmektedir.

İslami finansman ürünlerinin tümünde olduğu gibi sukukta da sözleşmede mutlaka yeni bir mal, hizmet alım satımı ve bir varlık bulunması gerekmektedir. Sukuk, gerçek işleme

ve varlığa dayandığı için borçlanma senetlerinin birincil ve ikincil piyasalarında meydana gelen ekonomik krizlere karşı koruyucu bir görev üstlenmektedir.

Sukuk, yatırımcısına kısa ve uzun vadeli gelir sağlama imkânı verebilmektedir. Sukuk, türüne göre değişken ve sabit getirili olabilmektedir.

Sukukta direkt firma tarafından ihraç işlemi olamamaktadır. Hazine müsteşarlığı onayı ile taşınmazın veya ilgili varlığın varlık kiralama firmasına devredilmesi gerekmektedir. Varlık kiralama firması aracılığıyla da yatırımcıyla sukuk ihracı gerçekleşmektedir.

3.2. Sukuk Çeşitleri

İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (Accounting Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) AAOIFI tarafından tanımlanan on dört tür sukuktan en çok kullanılanları aşağıda alt bölümlerde özetlenmektedir.

3.2.1. Mudaraba Sukuku

Mudarabanın İslami finansmandaki anlamı ve yeri incelendiğinde; mudaraba sermaye ve emek ortaklığıdır. Taraflardan birinin iş ve bilgi birikimini, tecrübesini ve yöneticiliğini diğer tarafın ise sermayesini ortaya koymasıyla oluşur. Bilgisini yani emeğini koyan tarafa mudarip, sermayesini koyan taraf ise rab-el-mal denir.

Mudaraba da kar paylaşım oranı önceden belirlenir: Örneğin elde edilecek karın % 70'ı mudaribin olacağını %30'ının da rab-el-mala ait olacağı konusunda önceden bir paylaşım oranı anlaşması sözleşmeye dayalı olarak karşılıklı olarak kararlaştırılıp yapılır. Mudaraba sözleşmesi her iki tarafa da yükümlülükler vermektedir.

Mudaraba sukukunda da kar ve zarar ortaklığı söz konusudur. Mudaraba sözleşmesi ile firma sermaye sağlamıştır. Sukukun ihracı sonucu toplanan sermaye ise mudaraba sermayesi denir. Mudaraba sukukuna sahip olan yatırımcılar bir varlık üzerinde eşit pay haklarına sahiptir ve elde edilecek kar payının da sahipleridir.

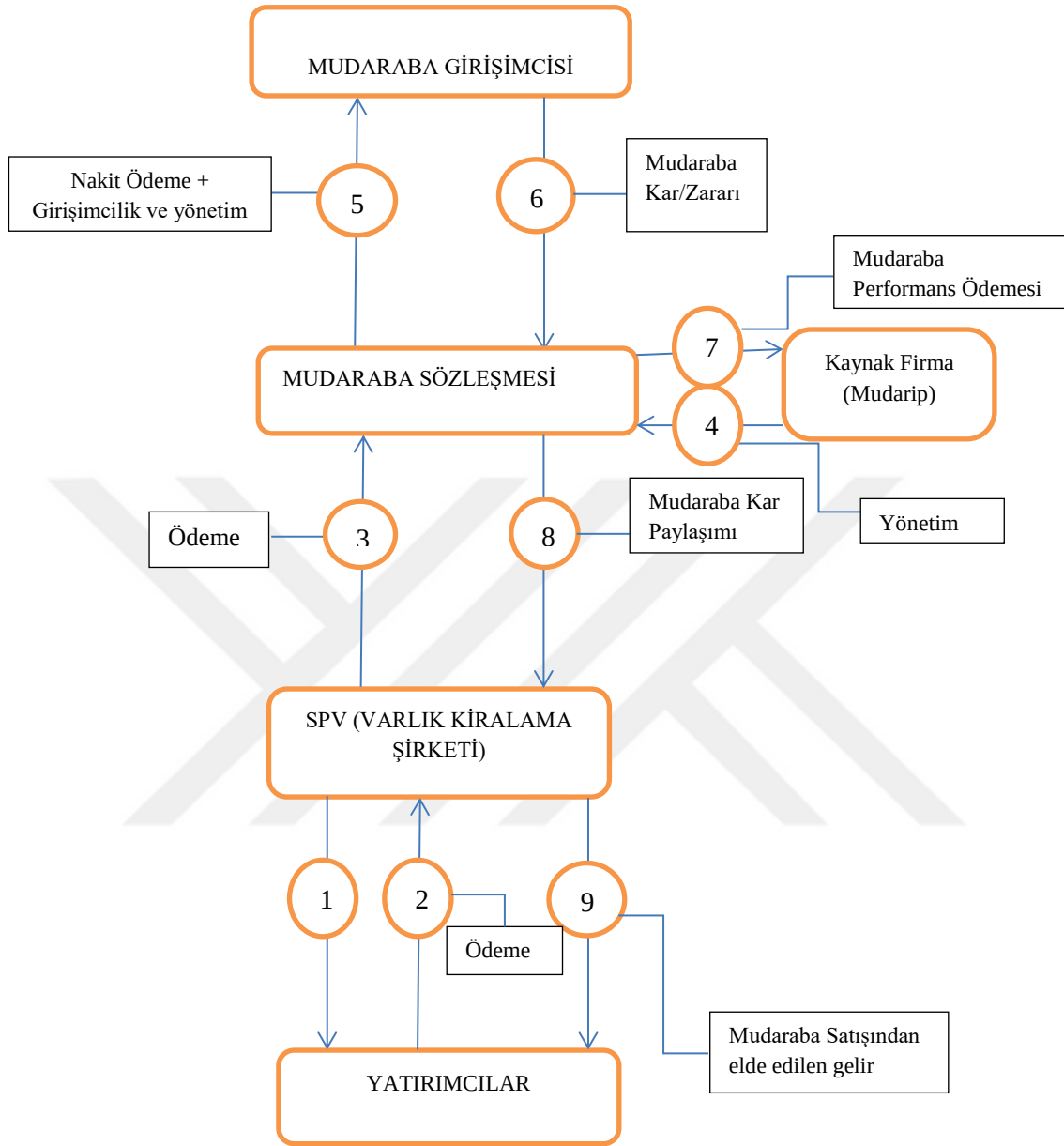
Mudaraba sukuku yönteminde büyük projelere sermaye kaynağı bulmak amacıyla çok ve büyük çaplı yatırımcıya ulaşmak için varlık kiralama firmaları aracılığıyla sukuk ihraç edilir. Diğer İslami finansman yöntemlerinde olduğu gibi sukukta da önceden belirli bir getiri garantisi bulunmamaktadır. Gerek sermaye sağlamak için mudaraba sukuku ihraç eden (mudarip) gerekse sermaye sağlayan girişimci zarar etmek istemezler, bunun için ellerinden gelen özen ve gayreti gösterirler. Gereken özenin gösterilmesine rağmen olası zarar durumunda sukuk ihraççısı elde edilen zarardan emeğini ve zamanını vererek, yatırımcı ise önceden belirlenen oranlarda sermayeden zarara ortak olur.

Sukuk sözleşmesinde belirtildiği gibi projenin bitmesiyle yatırımcıya anaparası ödenir ve sözleşmede belirlendiği şekilde dönem dönem veya tek ödemeli olarak kar payı ödemesi de olur.

Sukuk sözleşmesi ile birlikte yatırımcı sermayesini koyduğu projenin eşit şekilde bölünmüş ortağıdır yani aynı zamanda kısmi bir mal sahipliği kazanmıştır.



3.2.1.1. Mudaraba Sukukunun İşleyişi



Şekil 3.1 Mudaraba Sukukunun İşleyişi

Kaynak: DIFC Dubai Uluslararası Finans Merkezi (Dubai International Finance Center) Dubai Uluslararası Finans Merkezi, Sukuk Guide Book, 2009: 29

Mudaraba sukukunun uygulaması ile ilgili aşamalar aşağıda özetlenmektedir.

1. Sukuk sözleşmesi ile birlikte, sukuk mudaraba mallarının üzerinde bölünmeyen sahiplik hakkı tanır ve mudaraba karı üzerinden düzenli kar payı verir. Yatırımcıyla varlık kiralama firması arasında sözleşme imzalanır.
2. Yatırımcı sözleşmenin karşılığında, sukuk bedelini nakit ödeme ile yapar.
3. Mudaraba sözleşmesinde yazılı olan miktar kadar yatırımcıdan alınan nakit ödeme sözleşmenin bir parçasını oluşturur.
4. Kaynak firma ve mudarip arasında yapılan sözleşme gereğince mudarip emek yani girişimciliğini koyarak sözleşmeye dâhil olur.
5. Mudarip sözleşmeden doğan nakit ödemeyi alır. Emek sermaye ortaklığı sağlanmış olur.
6. Elde edilen mudaraba karları varlık kiralama firması ile mudarip arasında paylaşılır.
7. Mudarip kendi yönetim becerilerinden kaynaklanan önceden hesaplanan kardan daha yüksek bir kar elde ederse elde edilen fazla kardan dönem sonunda performans ödemesi alabilir.
8. Varlık kiralama firması mudarabadan elde ettiği karı yatırımcılara vermek üzere elinde bulundurur.
9. Elde edilen dönemsel kar payları yatırımcılara verilir.

(Dubai International Financial Centre DIFC, Sukuk Guide Book, 2009: 29)

3.2.2. Muşaraka Sukuku

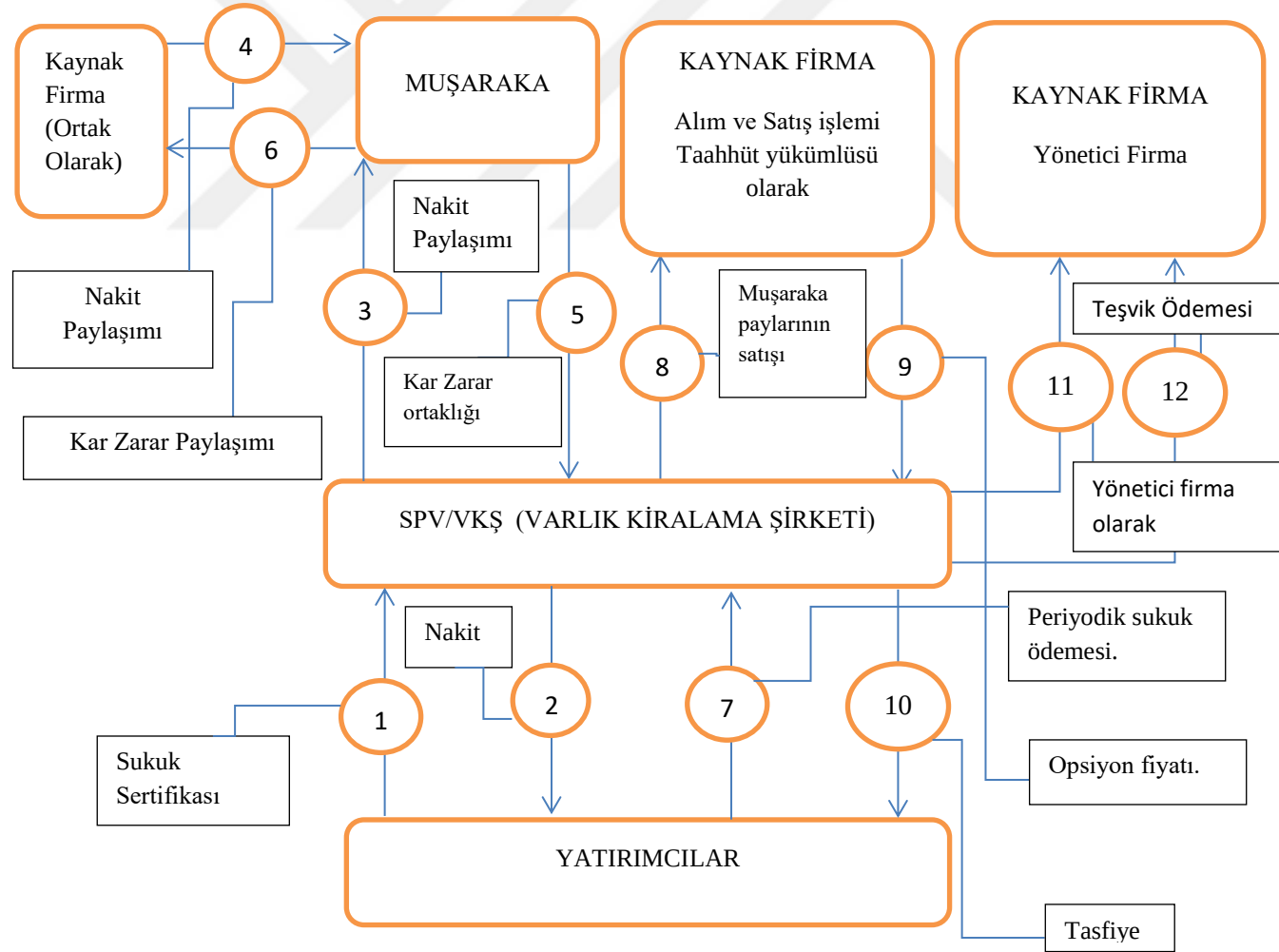
Muşaraka sukukunda da mudaraba sukukunda olduğu gibi bir projeyi firmanın tek başına yapamaması veya yapmak istememesinden dolayı projenin diğer katılımcılarla birlikte gerçekleştirilmesi, geliştirilmesi veya belli bir aşamasının tamamlanması amacıyla bir araya gelmesi söz konusudur. Mudaraba sukukunda bir taraf sadece sermaye koyarken diğer taraf sadece emek koymaktadır. Muşaraka Sukukunda ise bir ortak sermaye ve emeğini aynı anda koymaktadır ve bu koyulan sermaye-emek miktarının karşılığında önceden sözleşme ile belirlenen oranda ortaklığını kurmuş olurlar.

Muşaraka sukukunda tüm ortaklar ortaklıktaki payları nispetinde, sermayelerini de koydukları için hem yatırımcıdırlar hem de yönetiminde söz sahibidirler. Muşaraka sukukunda her iki tarafın da projede etkin rol almasından ve söz sahibi olmasından dolayı mudarabada olması muhtemel olan masrafların yüksek gösterilmesi, dolayısıyla karın az gösterilmesi gibi etik olmayan eylemlerden kaynaklanan güvensizlik sorunu da azaltılmış olmaktadır.

Müşarekede mudarabada olduğu gibi kar ve zarara katılma söz konusudur. Yatırımcılarca koydukları sermaye-emek miktarına bağlı olarak ortaya çıkan ortaklık paylarıyla orantılı olarak kar ve zarar paylaşılmaktadır. Eğer sözleşmede belirtilmiş ise müşaraka sukuku da ikincil piyasalarda işlem görebilmektedir. Mudarabada olduğu gibi, sukuk ihraç işleminde varlık kiralama firması tarafından işlem yapılmaktadır.



3.2.2.1. Muşaraka Sukukunun İşleyişi



Şekil 3.2 Muşaraka Sukukunun İşleyişi

Kaynak: DIFC Dubai Uluslararası Finans Merkezi (Dubai International Finance Center) Dubai Uluslararası Finans Merkezi,, Sukuk Guide Book, 2009: 21

Muşaraka sukukunun işleyişi ile ilgili aşamalar aşağıda listelenmiştir:

1. Varlık kiralama firması ortaklığı gösteren sukuk sözleşmesi ihraç eder.
2. Sözleşmede belli olan miktarda nakiti yatırımcıdan fon olarak toplar.
3. Muşaraka sözleşmesinin bir parçası olan fon sağlanmış olur.
4. Ortak olan kaynak firmayla ortak nakit paylaşılır.
5. Kaynak kuruluş ile ortaklık sözleşmesi imzalanır. Kar zarar ortaklığı sözleşmesi ile varlık kiralama firması fon karşılamayı taahhüt eder.
6. Kaynak firma varlık kiralama firmasından kar zarar ortaklığı karşılığında kar ve zarara ortaklık gösterir.
7. Varlık kiralama firması her dönem periyodik olarak yatırımcıdan sağlanan fon ile muşarakadan elde ettiği karı dağıtır.
8. Alım satım işleminin taahhüt yükümlüsü olarak kaynak firma tarafından varlık kiralama firmasınca muşarakanın payları alınır.
9. Sözleşme ile belirlenen opsiyon fiyatı kaynak firma tarafından varlık kiralama firmasına ödenir.
10. Kaynak firmadan alınan tasfiye bedeli varlık kiralama firması tarafından yatırımcıya ödenir.
11. - 12. Kaynak firma ve bir yönetici firma atarlar. Yönetici firma, firma planını hazırlar, eğer elde edilen kar belirlenin üzerinde olursa bu fazla miktarı kendisine performans ödemesi olarak hissesine düşen oranda alabilmektedir. Bu performans ödemesi muşaraka sözleşmesinde belirtilen oranlarda ve nihai kar/zarar paylaşımının sonunda olabilmektedir.

(Dubai International Financial Centre DIFC, Sukuk Guide Book, 2009: 21).

3.2.3. İcara Sukuku

İcar kelimesi daha yoğun olarak, tarım arazinin veya tarım ürünlerinin kiraya verilmesi anlamında kullanılmaktadır. İcara bir gayrimenkulün belirli bir süre ve para karşılığı kiraya verilmesi anlamındadır.

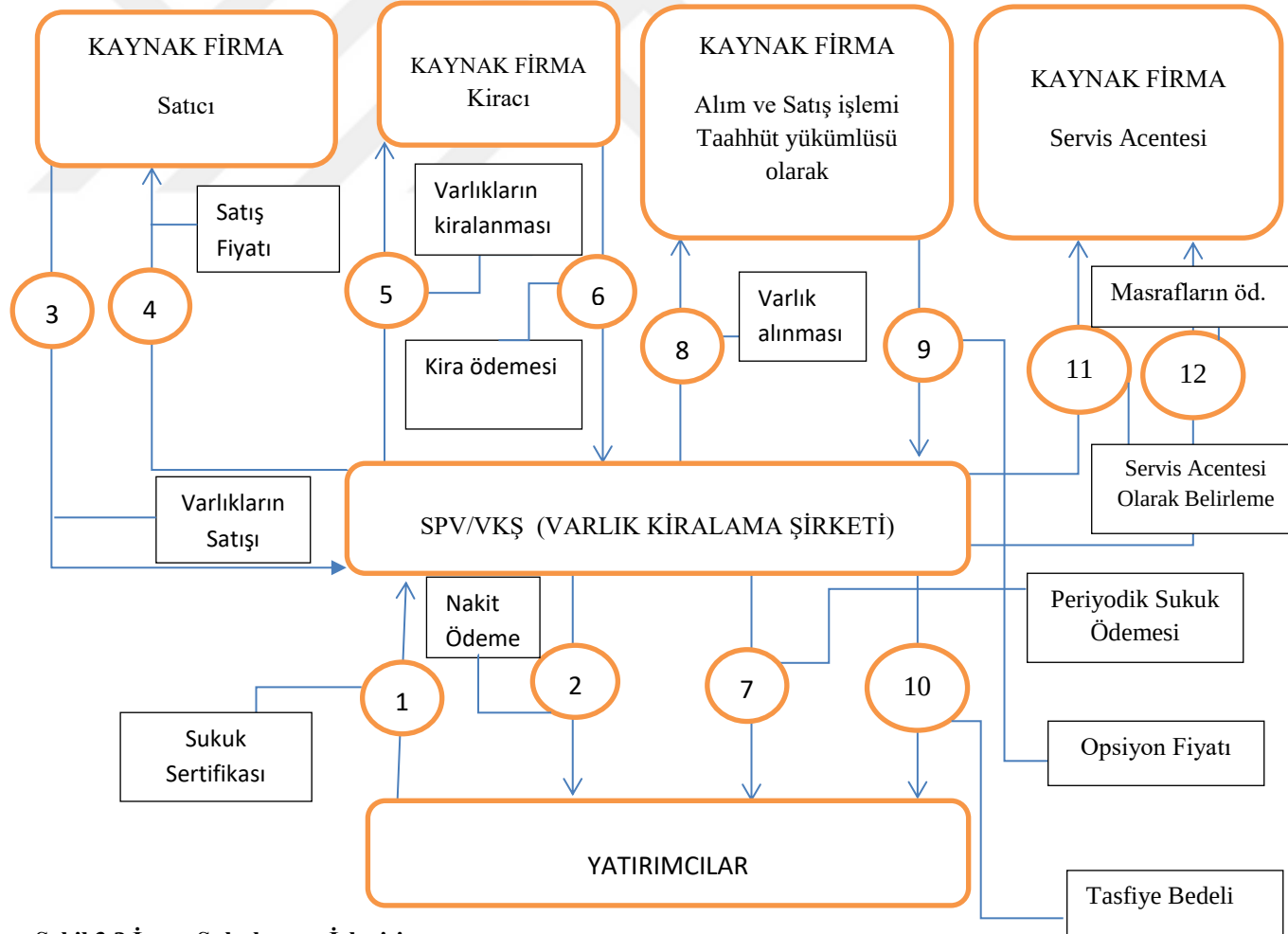
İcara sukuku önceden yapılmış olan bir sözleşmeyle gayrimenkulden elde edilecek kira getirisine ortaklık hakkı veren sukuk türüdür. Firmalar sukuku varlık kiralama şirketi aracılığıyla ihraç edebilmektedir. İcara sukukunun getirisi sözleşmenin yapılması ile birlikte

önceden bilinmektedir. Sukuku ihraç eden firma gayrimenkulün tüm gerekli tadilatların bakım masraflarını karşılar (Tok, 2009: 19).

İcara sukukunda gayrimenkulün kira miktarının önceden biliniyor olması ve sözleşme ile icap/kabul aşamalarının tamamlanmış olması gerekir. İcara sukuku, satın alan yatırımcı tarafından tekrar satılabilmektedir veya süresi dolduğunda kiralama süresi uzatılabilmektedir. Kira sözleşmesinin uzatılırken anlaşmaya bağlı olarak kira aynı miktardan devam edebilir, artabilir veya azalabilir (Akbulak ve Özgüç, 2004: 80).



3.2.3.1 İcara Sukukunun İşleyişi



Şekil 3.3 İcara Sukukunun İşleyişi

Kaynak: DIFC Dubai Uluslararası Finans Merkezi (Dubai International Finance Center) Dubai Uluslararası Finans Merkezi, Sukuk Guide Book, 2009: 14

İcara sukukunun işleyiş aşamaları aşağıda listelenmiştir:

1. Varlık kiralama firması tarafından ihraç edilen sukuk, yatırımcısına üzerinde bölünemez eşit hakları gösterir bir sözleşme olup belirli ve eşit dönemlerde getiri sağlar.
2. Sukuk yatırımcısı aldığı sukuk karşılığında sukuk bedelini nakit öder.
3. Varlık kiralama firması satıcı olan kaynak firma ile alım satım sözleşmesi imzalar; kaynak firma satmayı, varlık kiralama firması ise satın almayı taahhüt eder.
4. Varlık kiralama firması satın alacağı varlığın ücretini, satış fiyatı olarak satıcı olan kaynak firmaya öder.
5. Varlık kiralama firması tarafından icara sukuk sözleşmesi uyarınca kiracı olan kaynak firmaya varlıkları kiralar.
6. Kiracı olan kaynak firma düzenli aralıklarda kira ödemesini varlık kiralama firmasına yapar. Kira ödemesi sukuk sözleşmesinde belli olan düzenli ödemelerdir. Kira ödemesi aynı oranda olabilir veya LIBOR, EIBOR gibi göstergelere bağlı değişken bir oranda olabilir; bu sukuk sözleşmesiyle daha önceden kararlaştırılmıştır.
7. Varlık kiralama firması kiracı olan kaynak firmadan, aldığı periyodik kira ödemelerini sukuk yatırımcısına öder.
8. Varlık kiralama firması satın aldığı varlığın satışını varsayılan zamanda veya vade tarihinde yapar. Alım ve satımı taahhüt eden kaynak firma geri alımı yapar.
9. Alım satımı taahhüt eden kaynak firma taahhüdü gereği geri aldığı malın ödemesini yapar.
10. Varlık kiralama firması tarafından tasfiye bedelinin ödemesi sukuk yatırımcısına verilir.
11. - 12. Varlık kiralama firması ve servis acentesi olan kaynak firma ile kiralama sözleşmesi yapar ve bu sözleşme uyarınca yapmış olduğu masrafları varlık kiralama firması öder.

(Dubai International Financial Centre DIFC, Sukuk Guide Book, 2009: 14)

3.2.4. Murabaha Sukuk

Murabaha peşin alınan malın üzerine belirli bir kar payı konularak icap ve kabule uygun olarak vadeli satımı anlamına gelmektedir (Aktepe, 2013: 84).

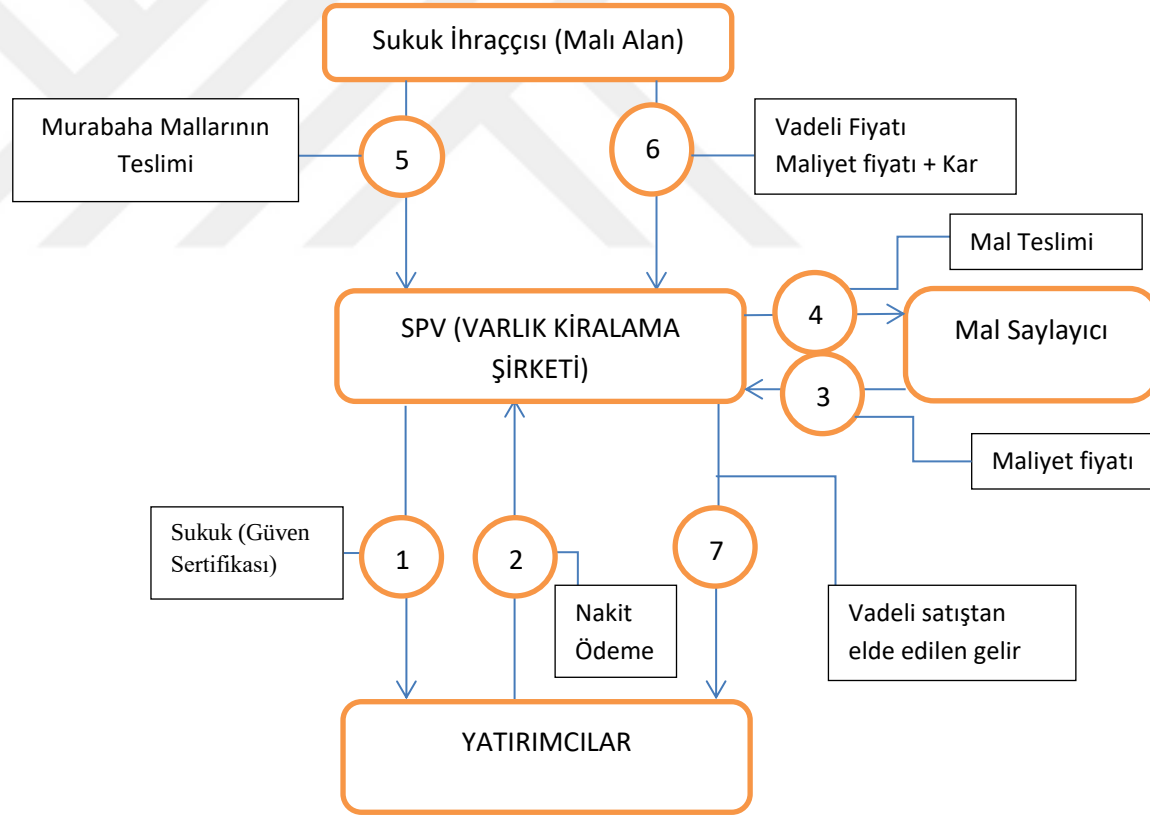
Murabaha sukuku da bir malın belirli bir süre sonra üzerine bir miktar vade farkı konularak satılması üzerine kurulan sözleşmenin üzerindeki alacak hakkını ifade eder.

İslami finansmanda kabul edilmeyen işlemlerin en önemlileri paranın belirli bir zaman sonra daha yüksek bir miktarda geri ödenmesi olan faiz ve yine ortada yeni bir mal ve hizmet alış verişi olmadan borcun tekrar satılması anlamına gelen re-finance işlemdir.

Murabaha sukuku alacaklı için alacak hakkını, sukuk ihraççısı içinde borcu ifade eder. Murabaha sukukunun tekrar satılması borcun re-finance olacağı için İslami finasta kabul edilmeyen işlemdir.

Murabaha sukukunda, sukukun ihracını yapan tarafa emtia murabahası satıcısı, murabaha sukuku alana emtianın alıcısı denir. Fon da emtianın satın alma maliyetidir (Tok, 2009: 20).

3.2.4.1. Murabaha Sukukunun İşleyişi



Şekil 3.4 Murabaha Sukukunun İşleyişi

Kaynak: DIFC Dubai Uluslararası Finans Merkezi (Dubai International Finance Center) Dubai Uluslararası Finans Merkezi, Sukuk Guide Book, 2009: 47

Murabaha sukukunun işleyişi aşamaları aşağıda özetlenmiştir:

1. Varlık kiralama firması sukuk ihraç eder, sukuk bölünmemiş bir sahipliği ifade etmektedir, bununla birlikte aylık düzenli kar payı ödemelerini ve elde bulundurulmuş varlık ve işlemlerden dolayı da gelir elde eder.
2. Yatırımcı aldığı sukuk karşılığında ödemeyi yapar.
3. Varlık kiralama firması mal sağlayıcıya malın bedelini öder.
4. Mal sağlayıcı tarafından malın teslimiyle birlikte malın maliyet fiyatı verilir.
5. Murabaha ihracatçısına yani kaynak firma murabaha malları teslim edilir.
6. Murabaha mallarını teslim alan kaynak firma tarafından vadeli fiyat, maliyet fiyatı ve kar payı ile birlikte teslim edilir.
7. Varlık kiralama firması vadeli satıştan elde ettiği gelirle birlikte yatırımcıya ödemeyi yapar böylece sukuk süreci son bulmuş olur.

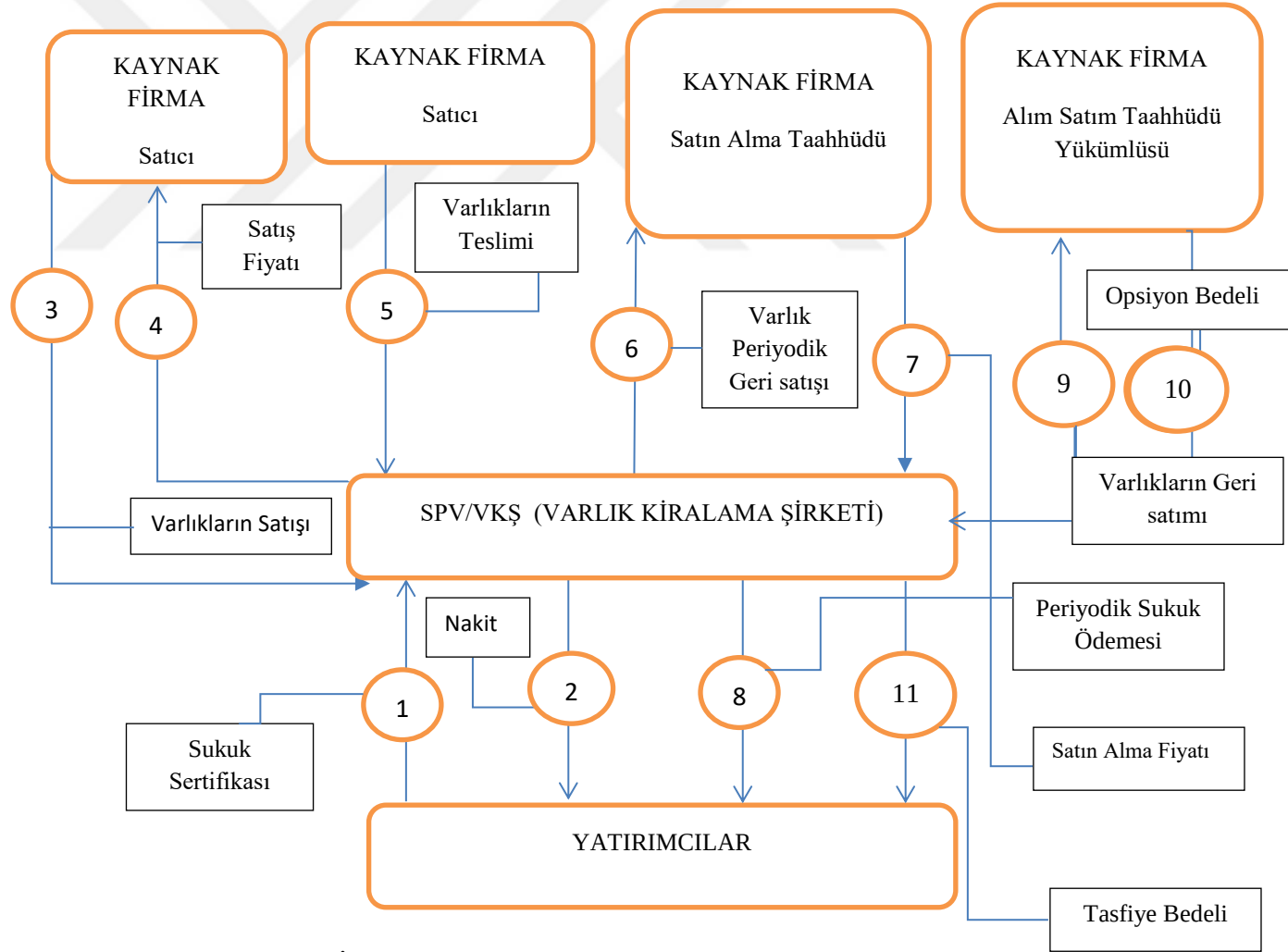
(Dubai International Financial Centre DIFC, Sukuk Guide Book, 2009: 47).

3.2.5. Selem (Salam) Sukuku

Bir malın bedelinin mal teslim alınmadan ödenmesi ve ileri bir tarihte malın teslimini içeren sözleşmeye selem denir. Selem sukuk, belirli bir malın alınması için sermaye toplanması amacıyla ihraç edilir. Yatırımcı Selem sermayesini sağlayarak alınan malların sahibi olur. Selem Sukuku ile malların satılması için yatırımcı yetkilidir. Selem sukuk sözleşmesi ile sukukun ikincil piyasalarda satış yapılamaz zira bu borcun re-f finansmanı olduğundan İslami finansa uygun olmayacaktır (Elgari, 1997: 66). Özellikle tarım sektöründe bir ürünün ekilmesi, tedariki ve ürünün alınması için tüm masrafların önceden üreticiye verilmesi malların yani ürünün ise hasat zamanında teslim edilmesi selem türünün örneğidir.

Selem, uluslararası ticarete de karşılaşılan bir uygulamadır. İthalat firmasının alım gücünün yüksek olması ve ihraç firmasının ise üretim gücünün düşük olması durumlarında firmalarının birbirlerine olan güveni doğrultusunda mal bedelinin bir kısmını ihraççı firmaya peşin olarak ödenmesi ile birlikte malın üretimden sonra alınması işlemidir. Selem işlemiyle birlikte normalde ihraççı firma üretiminde sorun yaşayacağı hatta üretemeyeceği bir malı üretmiş olmakta diğer taraftan ithalatçı firmada verdiği destek sayesinde daha uygun ve istediği koşullarda mal alma şansına sahip olmaktadır. Selem'in tüm İslami ürünlerde olduğu gibi bir sözleşmeye bağlı olması ve malın önceden belirli olması gerekmektedir.

3.2.5.1. Salam/Selem Sukukunun İşleyişi



Şekil 3.5 Selem Sukukunun İşleyişi

Kaynak: DIFC Dubai Uluslararası Finans Merkezi (Dubai International Finance Center) Dubai Uluslararası Finans Merkezi, Sukuk Guide Book, 2009: 47

Selem sukukunun işleyiş aşamaları aşağıdaki gibidir:

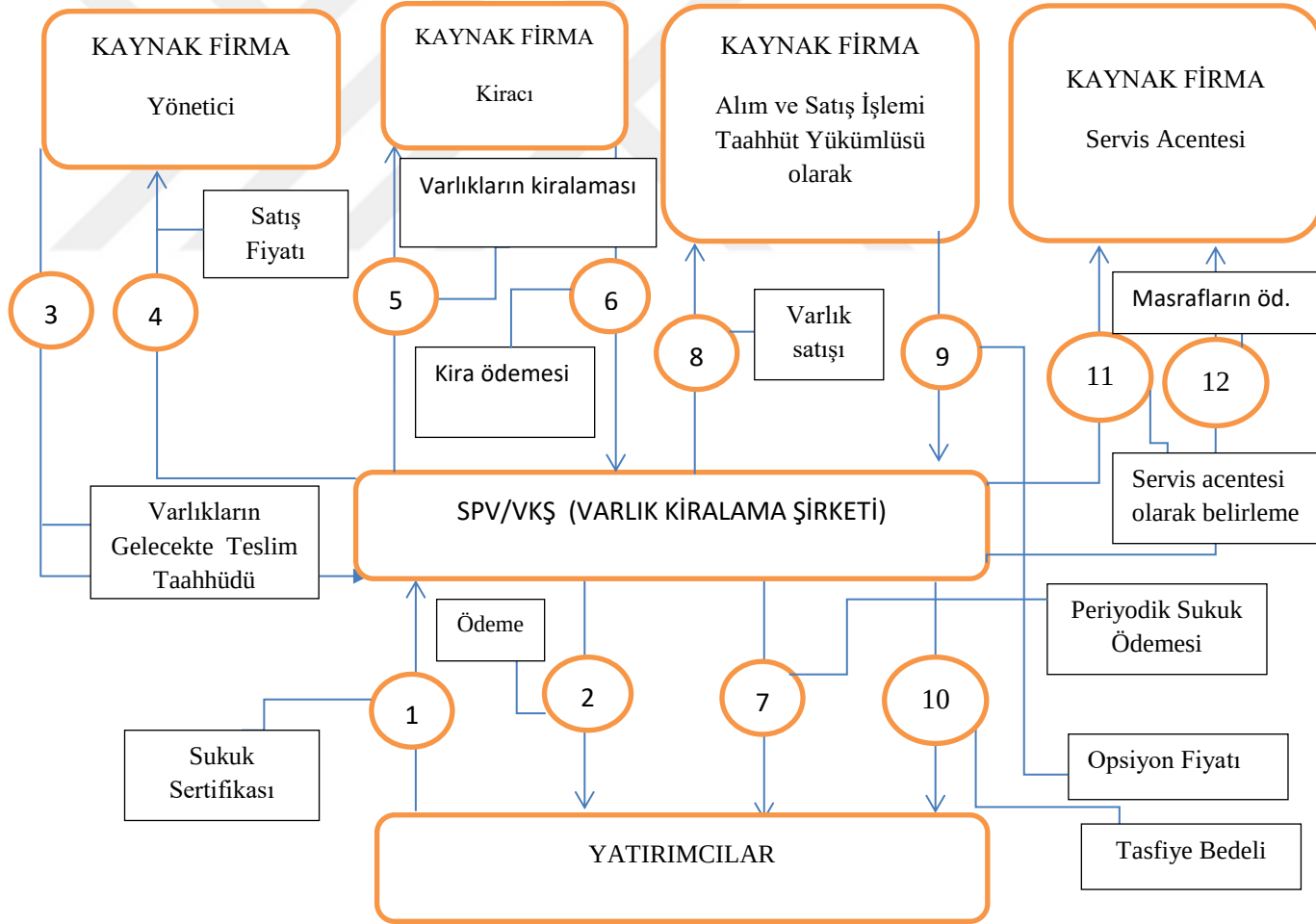
1. Varlık kiralama firması tarafından ihraç edilen sukuk, yatırımcısına üzerinde bölünemez eşit hakları gösterir bir sözleşme olup belirli ve eşit dönemlerde getiri sağlar.
2. Sukuk yatırımcısı aldığı sukuk karşılığında sukuk bedelini nakit öder.
3. Varlık kiralama firması satıcı olan kaynak firma ile alım satım sözleşmesi imzalar; kaynak firma satmayı, varlık kiralama firması ise satın almaya taahhüt eder.
4. Varlık kiralama firması satın alacağı varlığın ücretini satış fiyatı olarak satıcı olan kaynak firmaya öder.
5. Satıcı olan kaynak firma tarafından, varlık kiralama firmasına varlıklar teslim edilir.
6. Varlık kiralama firması tarafından, satın alma taahhüdünde bulunan kaynak firmaya varlıkların periyodik olarak satışı yapılır.
7. Satın alma taahhüdünde bulunan kaynak firma tarafından satış fiyatı ödenir.
8. Periyodik sukuk ödemesi varlık kiralama firması tarafından yatırımcıya ödenir.
9. Varlık kiralama firması, alım satım taahhüdü yükümlüsü kaynak firmaya varlıkları satılması için verir.
10. Alım satım taahhüdü yükümlüsü kaynak firma tarafından opsiyon bedeli varlık kiralama firmasına ödenir.
11. Varlık kiralama firması tarafından tasfiye ödemesi yatırımcıya yapılır.

(Dubai International Financial Centre DIFC, Sukuk Guide Book, 2009: 47)

3.2.6. İstisna Sukuku

Baraj ve köprü gibi büyük altyapı projeleri gibi bir ürünün imal edilmesi için gerekli sermayenin sağlanması amacıyla ihraç edilen ve yatırımcıya eşit değerlerde sahiplik hakkı veren sertifikadır. Baraj ve köprü gibi büyük alt yapı projelerinin bir taşeronu veya altyüklenici firmaya verilecek olması durumunda paralel bir istisna sözleşmesine uygun olduğu için tercih edilmektedir. Selem sukukunda ödeme peşin olmak zorundadır, yani tek ödemedir, istisna sukukunda ise üç çeşit ödeme olabilmektedir: tek ödeme, taksitler halinde veya hak ediş usulünde. İstisna sukukunda mutlaka üretilecek ve üretimi uzun süre alacak bir ürün olması gerekirken selem sukukunda ise böyle bir mecburiyet bulunmamaktadır.

3.2.6.1. İstisna Sukukunun İşleyişi



Şekil 3.6 İstimna Sukuku İşleyişi

Kaynak: DIFC Dubai Uluslararası Finans Merkezi (Dubai International Finance Center) Dubai Uluslararası Finans Merkezi, Sukuk Guide Book, 2009: 41

İstisna sukukunun işleyişi aşağıda özetlenmektedir:

1. Varlık kiralama firması tarafından ihraç edilen sukuk, yatırımcısına üzerinde bölünemez eşit hakları gösterir bir sözleşme olup belirli ve eşit dönemlerde getiri sağlar.
2. Sukuk yatırımcısı aldığı sukuk karşılığında sukuk bedelini nakit öder.
3. Yönetici olan kaynak firma ile varlık kiralama firması istisna sözleşmesi imzalar. Sözleşmede üretilen ve imal edilen varlıkla ilgili anlaşma sağlanır ve ileri tarihte bu varlıkların teslim edilmesi taahhüt edilir. Varlık kiralama firması satın alacağı varlığın ücretini satıcı olan kaynak firmaya öder. Varlık kiralama firması ile ileride teslim edilecek varlığa karşılık olarak komisyonda anlaşır.
4. Varlık kiralama firması (öngörülen belli aşamalarda) ödemeyi varlıkların karşılığı olarak sözleşmede önceden kararlaştırılan miktarda kaynak firmaya yapar.
5. Varlık kiralama firması, kiralama sözleşmesi uyarınca varlıkları kaynak firmaya kiralar.
6. Kiracı olan kaynak firma düzenli aralıklarda kira ödemelerini varlık kiralama firmasına yapar. Kira ödemesi sukuk sözleşmesinde belli olan düzenli ödemelerdir. Kira ödemesi aynı oranda olabilir veya LIBOR, EIBOR gibi bir değişken oranda olabilir ki bu durum da sukuk sözleşmesiyle daha önceden kararlaştırılmıştır.
7. Kiracı olan kaynak firmadan aldığı periyodik kira ödemeleri varlık kiralama firması sukuk yatırımcısına öder.
8. Varlık kiralama firması satın aldığı varlığın satışını varsayılan zamanda veya vade bitiminde yapar. Alım ve satımı taahhüt eden kaynak firma geri alımı yapar.
9. Alım Satımı taahhüt eden kaynak firma taahhüdü gereği geri aldığı malın ödemesini yapar.
10. Varlık kiralama firması tarafından tasfiye bedelinin ödemesi sukuk yatırımcısına verilir.
11. Varlık kiralama firması, servis acentesi olan kaynak firma ile kiralama sözleşmesi yapar ve bu sözleşme uyarınca yapmış olduğu masrafları varlık kiralama firması öder.

(Dubai International Financial Centre DIFC, Sukuk Guide Book, 2009: 41)

3.2.7. Karma (Melez) Sukuk

Melez sukuk (hibrid veya karma sukuk olarak da adlandırılmaktadır) sukuk sahibi yatırımcıların birden çok talebini karşılamak için oluşturulan sukuk çeşididir. İstisna, murabaha ve icara sukuk türlerinin bir arada kullanılmasıyla oluşmaktadır (Shaikh ve Saeed, 2010: 7). Murabaha ve istisna sukukları ikincil piyasalarda satılmazlarken, melez sukukun

ikinci el piyasalarda işlem yapabilmesi için en az %51 oranında varlığa dayalı sukuk türünden oluşması gerekmektedir. Melez sokuğun içeriğinin, çoğunlukla icara sukukundan oluşması gerekmektedir.

3.3. Bono

Özel sektör veya devletlerin borçlanma araçları arasında yer alan bono anonim firmalar tarafından veya devlet tarafından ihraç edilmekte olup, vadeleri 30 günden az olmayacak ve 364 günden fazla olmayacak şekilde olmaktadır. Borçlanma süresinin 364 günden fazla olması durumunda da borçlanma aracı tahvil olarak adlandırılmaktadır.

3.4. Bono ve Sukuk Arasındaki Farklar

Bono, ihraççısının, ihraç zamanında aldığı nakite karşılık olarak önceden belirlenen oranda ve belirli bir vadede faiz ödemeyi taahhüt ettiği bir borçlanma aracıdır. Böylece yatırımcı anaparasına karşılık önceden belirlenen bir vade sonunda faiz getirisi ile kazanç elde etmiş olur.

Sukuk bir borçlanma aracı değildir. Tüm İslami finansman ürünleri gibi mutlaka bir varlığa dayalı olması gerekir. Sukuk sertifikasına sahip olan yatırımcıya sukukun dayanağı olan varlıktan kaynaklanan bir kar payı getirisi sağlamaktadır.

Sukukta yatırımcılar bir ortaklığa yatırım yaparak risk alırlar.

Sukuk ve bono arasındaki farkları şu şekilde özetleyebiliriz: bono bir borcu ifade eder, ihraç eden, yatırımcıya anapara ile birlikte faizi ödemekle yükümlüdür. Sukuk ise bir borcu ifade etmez, yatırımcının belirli bir varlık veya projeye dayalı olan hissesinden kaynaklanan hakkını temsil eder.

Sukukun dayanağının en az yarısından fazlasının bir varlıkla ilgili olması gerekirken bonoda alacaklının dayanağı olan bir teminatı olması şartı yoktur.

Sukukta anapara ve gelir garantisi yoktur. Bonoda anapara ve faiz getirisi garantisi vardır.

Bono, kamu ve özel sektör tarafından ihraç edilebilmektedir. Ayrıca, bir veya birden fazla tüzel kişi bir araya gelerek bono ihraç edebilir.

Sukukun belirli bir oranda varlığa dayalı olması durumunda ikinci el piyasalarda da işlem görebilmesine olanak sağlamaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

DÜNYADA SUKUK İHRACI

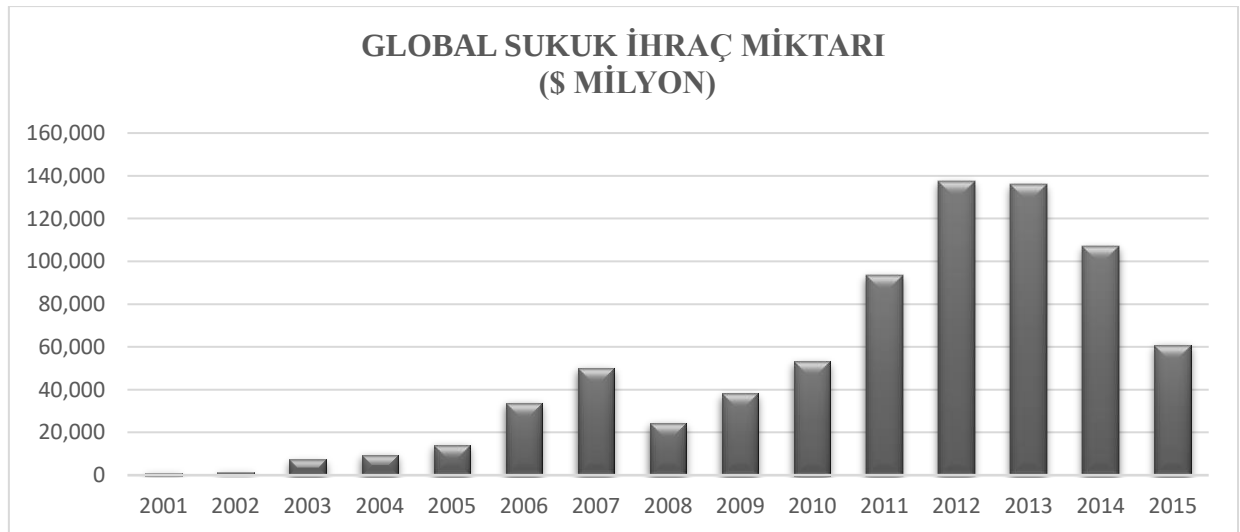
Dünyada sukuk ihraçlarını incelediğimizde iki tür ihraç karşımıza çıkmaktadır: sadece iç piyasaya yönelik olan “Yerel Sukuk” ihracı, hem iç piyasa hem de dış piyasaya yönelik olarak çıkartılan “Uluslararası Sukuk” ihracı. Yerel sukuk ihracı ile uluslararası sukuk ihraç miktarlarının toplamı olan “Global Sukuk” ihraç rakamları şekil 4.1 ve tablo 4.1 de verilmiştir.

Global Sukuk ihraç miktarlarında en yüksek rakamlara 2012 yılında ulaşılmıştır. 2012 ihraçlarının toplam sukuk ihracındaki payı % 17,94 olmuş ve 137.599 (Milyon \$) ile son on beş yılın en yüksek sukuk ihracını oluşturmuştur. 2012 yılından sonraki düşüşlerin sebebi Malezya Merkez Bankasının sukuk ihracına yaptığı kısıtlamadan kaynaklanmaktadır.

Ülkelerin ihraç miktarları incelendiğinde Asya ve Uzakdoğu ülkeleri arasında en yüksek ihraç miktarı (30.165 Milyon \$, %20,27) ile Malezya birinci sıradadır. Ortadoğu ülkelerinde ve dünyada en yüksek sukuk ihracı yapan Birleşik Arap Emirlikleri’nin ihraç miktarı 53.819 Milyon \$’dır, payı ise % 36,16’dır.

Türkiye 5.716 Milyon \$ global sukuk ihraç miktarı ile % 3,84’lik bir paya sahiptir.

4.1. Dünyada Global Sukuk İhracı



Şekil 4.1 Yıllara Göre Global Sukuk İhrac Miktarları

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market” 2016:5

Tablo 4.1 Yıllara Göre Global Sukuk İhraç Miktarları

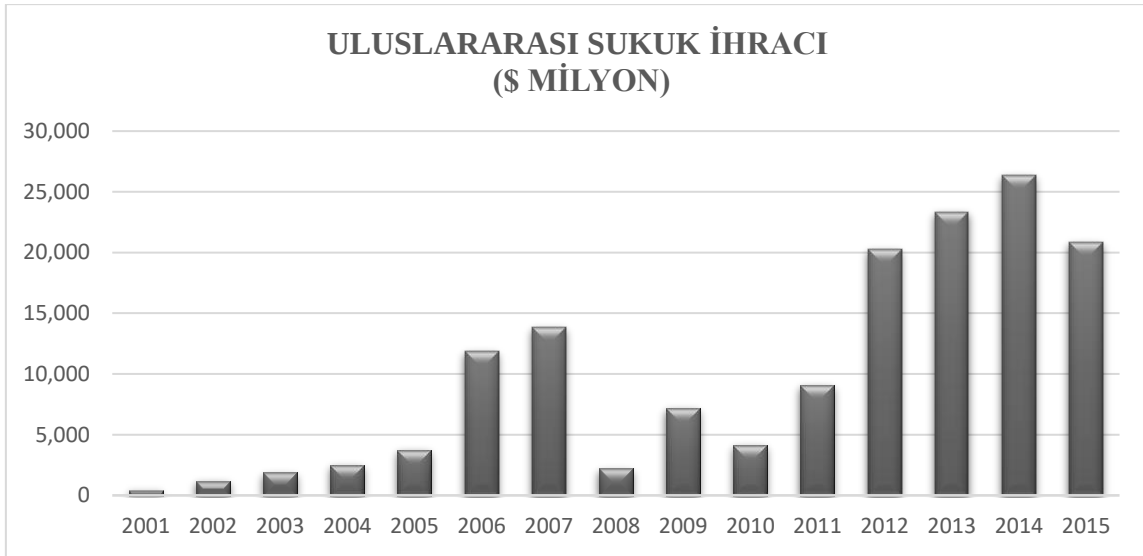
İHRAÇ YILI	İHRAÇ MİKTARI (\$ MİLYON)	% DEĞİŞİM	% TOPLAM
2001	1.172		0,15%
2002	1.371	16,98%	0,18%
2003	7.207	425,67%	0,94%
2004	9.465	31,33%	1,23%
2005	14.008	48,00%	1,83%
2006	33.607	139,91%	4,38%
2007	50.041	48,90%	6,52%
2008	24.337	-51,37%	3,17%
2009	38.070	56,43%	4,96%
2010	53.125	39,55%	6,93%
2011	93.573	76,14%	12,20%
2012	137.599	47,05%	17,94%
2013	135.870	-1,26%	17,71%
2014	106.960	-21,28%	13,94%
2015	60.693	-43,26%	7,91%
TOPLAM	767.098		100 %

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016:5

2001 global sukuk ihracı 1.172 Milyon \$’dır. İhraç, 2002 yılında % 17 artış ile 1.371 Milyon \$ olarak devam etmiştir. Sukuk ihracı, tarihinde en yüksek artışı 2003 yılında % 426 ile yaşamış ve 7.207 (Milyon \$) olmuştur. İhraçlar devam eden yıllarda da artışını ortalama hızla devam ettirmiştir. 2006 yılında ise global sukuk ihraç rakamları % 140 artışla en büyük ikinci artışını yakalamış ve 33.607 Milyon \$’lık ihraca ulaşılmıştır. 2008 yılında ise devam eden artış ilk defa tersine dönmüş ve % 51 lik bir düşüş yaşanmıştır, böylece global sukuk ihraç rakamları 50.041 Milyon \$ olan 2007 yılı rakamından 24.337 Milyon \$ ye kadar düşmüştür. 15 yıllık Global sukuk ihracının ortalaması 51.140 Milyon \$’dır. Üç yıl sonra, 2010 yılında tekrar aynı ihraç miktarı rakamlarına ulaşılabilmiştir. Sukuk ihracındaki artış 2011 ve 2012 yıllarında da devam etmiş, ancak 2013 yılına gelindiğinde artış durmuş; 2014 ve 2015 yıllarında azalma oranları % 21 ve % 43 gibi seviyelere ulaşmıştır. Bu yıllardaki azalmanın en büyük nedeni Malezya Merkez Bankası’nın (BNB) 2015 yılında kısa vadeli sukuk ihracını durdurmasından kaynaklanmaktadır.

4.2. Dünyada Uluslararası Sukuk İhracı

“Uluslararası Sukuk” sukukun, hem iç piyasa hem de dış piyasaya yönelik olarak ihraç edildiği anlamını taşımaktadır.



Şekil 4.2 Yıllara Göre Uluslararası Sukuk İhraç

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016:6

Tablo 4.2 Yıllara Göre Uluslararası Sukuk İhraç

İHRAÇ YILI	ULUSLARARASI SUKUK (\$ MİLYON)	% DEĞİŞİM	% TOPLAM
2001	425		
2002	1.180	63,98%	0,79%
2003	1.880	37,23%	1,26%
2004	2.503	24,89%	1,68%
2005	3.723	32,77%	2,50%
2006	11.859	68,61%	7,97%
2007	13.859	14,43%	9,31%
2008	2.210	-527,10%	1,48%
2009	7.166	69,16%	4,81%
2010	4.098	-74,87%	2,75%
2011	9.084	54,89%	6,10%
2012	20.269	55,18%	13,62%
2013	23.305	13,03%	15,66%
2014	26.390	11,69%	17,73%
2015	20.880	-26,39%	14,03%
TOPLAM	148.831		100 %

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016:6

2001 yılı uluslararası sukuk ihracı 425 Milyon \$ iken, 2002 yılında % 64 artışla 1.180 Milyon \$ seviyesine ulaşmıştır. İzleyen üç yıl içerisinde uluslararası sukuk ihracı yaklaşık % 30 ortalama ile istikrarlı artışını sürdürmüştür. 2006 yılında % 69 ile en yüksek ikinci artışını gerçekleştirmiş ve 11.859 Milyon \$ ihracat rakamına ulaşmıştır. 2008 yılında küresel kriz ortamından etkilenmiş ve sukuk ihracı en büyük düşüşünü yaşamış, % 527 oranındaki düşüş ile ihracat rakamı 2.210 Milyon \$ olmuştur. İzleyen yıldaki artışa rağmen 2010 yılında yaşanan yeni bir düşüş sukuk ihracat rakamlarını beş yıl önceki seviyelerine kadar getirmiştir. 2011 ve 2012 yıllarında ortalama %50 oranında artan ihracat rakamlarının artış hızı uluslararası finansal piyasalardaki durağanlığın etkisiyle 2013 ve 2014 yıllarında sırasıyla %13 ve % 12

olmuş ve ihrac tutarı 2014 yılında 26.390 Milyon \$ seviyesine ulaşabilmiştir. Finansal piyasaların etkisinin en yoğun yaşandığı yıl 2015 yılı olmuş ve azalan orandaki artış miktarı yerini azalmaya bırakmış, bu yıldaki ihrac tutarı % 26 oranındaki azalma ile 20.880 Milyon \$'a inmiştir.

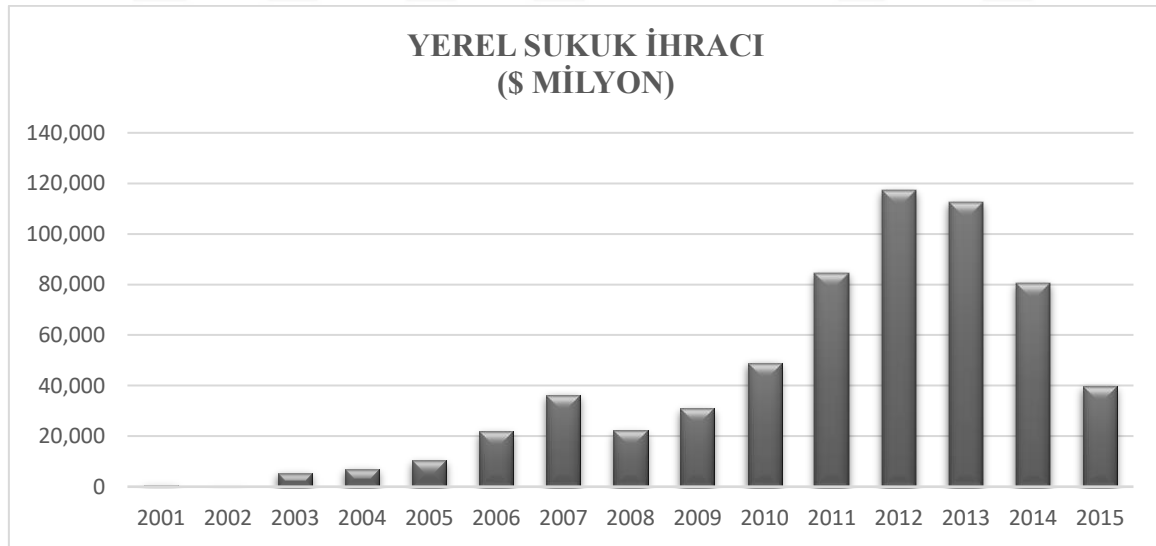
Uluslararası sukuk ihracının son on beş yıllık ortalamasının 9.922 Milyon \$ olduğu, 2011 yılından sonra ortalamaya yakın ve üstündeki rakamlarda ihracatlar olduğu görülmektedir.

Sukuk ihrac edilen yılların, toplam uluslararası sukuk ihracındaki payda aldıkları yüzdeler incelendiğinde; 2012 ile 2015 arasındaki yılların en yüksek rakamlı uluslararası sukuk ihracat yılları olduğunu görülmektedir.

Uluslararası sukuk ihracı, toplam sukuk (Global Sukuk) ihracında %19,40 oranında bir paya sahiptir. Yaklaşık olarak ihrac edilen sukukun (tutar olarak) beşte biri uluslararası piyasada işlem görmektedir.

4.3. Dünyada Yerel Sukuk İhracı

“Yerel Sukuk” ifadesi sukukun iç piyasaya yönelik olarak ihrac edildiği anlamına gelmektedir. Tablo 4.3 ve Şekil 4.3'te 2001 yılı ile 2015 yılları arasındaki “Yerel Sukuk” ihracat rakamları Milyon \$ olarak gösterilmektedir.



Şekil 4.3 Yıllara Göre Yerel Sukuk İhracat Miktarları

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 7

Tablo 4.3 Yıllara Göre Yerel Sukuk İhraç Miktarları

İHRAÇ YILI	YEREL SUKUK İHRACI	% DEĞİŞİM	% TOPLAM
2001	747		0,12%
2002	191	-74,43%	0,03%
2003	5.327	2689,01%	0,86%
2004	6.962	30,69%	1,13%
2005	10.285	47,73%	1,66%
2006	21.748	111,45%	3,52%
2007	36.182	66,37%	5,85%
2008	22.127	-38,85%	3,58%
2009	30.904	39,67%	5,00%
2010	49.027	58,64%	7,93%
2011	84.489	72,33%	13,67%
2012	117.330	38,87%	18,98%
2013	112.565	-4,06%	18,21%
2014	80.570	-28,42%	13,03%
2015	39.813	-50,59%	6,44%
TOPLAM	618.267		100 %

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 7

2001 yılında yerel sukuk ihracı 747 Milyon \$’dır, bu rakam izleyen yılda % 74 düşüş göstererek son on beş yılın en büyük ikinci yüzde azalışı ile 191 Milyon \$’a inmiştir. 2003 yılındaki yerel sukuk ihracı 15 yıllık dönemin en yüksek artış oranı olan % 2689 ile 5.327 Milyon \$ seviyesine ulaşmıştır. Bu artış 2007 yılına kadar dört yıl boyunca devam etmiş ve 2003 yılına göre yedi kat artarak 36.182 Milyon \$ seviyesine ulaşmıştır. Yerel sukuk ihraç miktarındaki bu düzenli artışı 2008 yılında uluslararası piyasaların etkisi ile %39 oranındaki düşüş takip etmiş ve ihraç tutarı 22.127 Milyon \$ ile iki yıl önceki seviyeye yaklaşmıştır. İhraçlarda 2009-2012 arasında düzenli artış olmuş ve en yüksek sukuk ihraç tutarı olan 117.330 Milyon \$ rakamına 2012’de ulaşılmıştır. Malezya Merkez Bankasının kısa vadeli sukuk ihracını engellemesiyle birlikte yerel sukuk ihraç rakamlarında 2013-2015 yılları arasında artan oranda bir azalma gerçekleşmiştir.

Yerel sukuk ihracının son on beş yıllık ortalamasının 41.218 Milyon \$ olduğu, 2010 yılından sonra ortalamaya yakın ve üstündeki rakamlarda ihraçların gerçekleştiği görülmektedir.

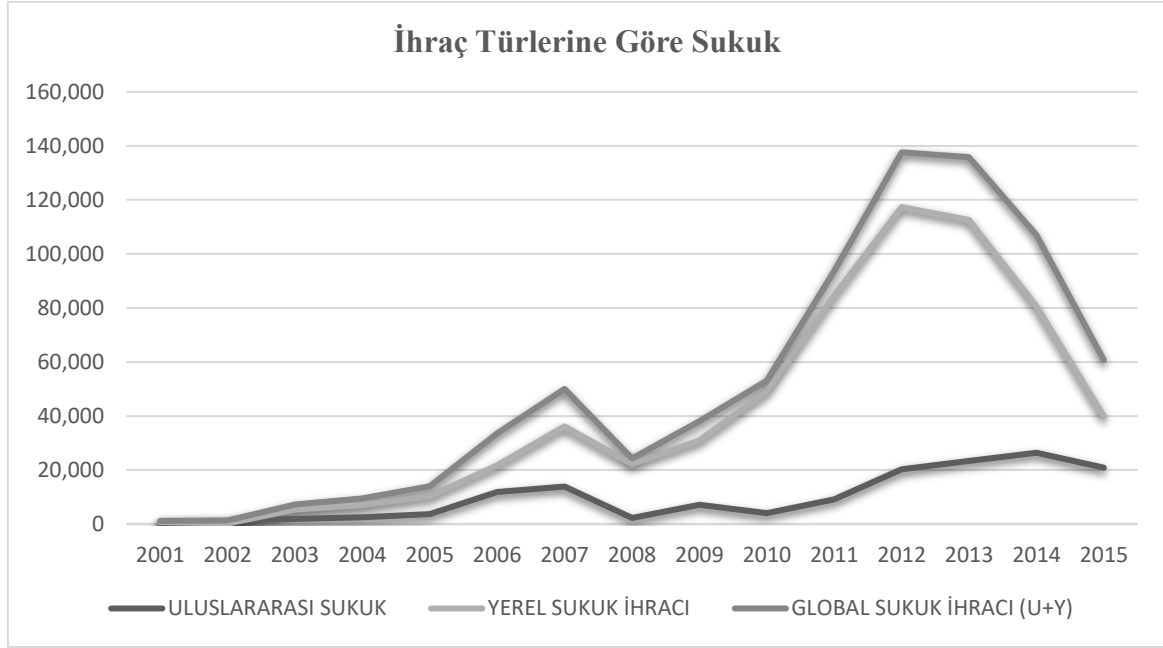
Sukuk ihraç edilen yılların, toplam yerel sukuk ihracındaki payda aldıkları yüzdelere incelendiğinde; 2011 ile 2014 yılları arasındaki dönemin en yüksek tutarda uluslararası sukuk ihraç edilen yıllar olduğunu anlaşılmaktadır.

Yerel sukuk ihracı, toplam sukuk ihracında %80,59 oranında bir paya sahiptir. İhraç edilen sukukun tutar olarak yaklaşık beşte dördü yerel piyasalarda işlem görmektedir.

4.4. İhraç Türlerine Göre Sukuk

Sukuk ihraç rakamları incelendiğinde sadece 2002 yılında uluslararası sukuk ihracının yerel sukuk ihracını geçtiği, diğer yıllarda yerel sukuk ihracının daha fazla olduğu görülmektedir.

Yerel sukuk ihraç tutarı ile uluslararası sukuk ihraç tutarı arasındaki fark 2007 yılına kadar artarak devam etmiş, 2007 yılında artış oranında azalma olmuş, 2007 yılını izleyen yıllarda artış trendi yükselen oranda 2014 yılına kadar sürmüştür.



Şekil 4.4 İhraç Türlerine Göre Sukuk İhraç Miktarları

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) "A Comprehensive study of the Global Sukuk Market" 2016: 8

Tablo 4.4 İhraç Türlerine Göre Sukuk İhraç Miktarları

İHRAÇ YILI	ULUSLARARASI SUKUK	YEREL SUKUK İHRACI	GLOBAL SUKUK İHRACI (U+Y)
2001	425	747	1.172
2002	1.180	191	1.371
2003	1.880	5327	7.207
2004	2.503	6962	9.465
2005	3.723	10285	14.008
2006	11.859	21748	33.607
2007	13.859	36182	50.041
2008	2.210	22127	24.337
2009	7.166	30904	38.070
2010	4.098	49027	53.125
2011	9.084	84489	93.573
2012	20.269	117330	137.599
2013	23.305	112565	135.870
2014	26.390	80570	106.960
2015	20880	39813	60693
TOPLAM	148831	618267	767098

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 8

Tablo 4.5 Yerel Sukuk ve Uluslararası Sukuk İhraç Miktarları Kıyaslaması

İHRAÇ YILI	ULUSLARARASI SUKUK	YEREL SUKUK	FARK	% TOPLAMDAKİ
2001	425	747	322	57%
2002	1.180	191	-989	618%
2003	1.880	5.327	3.447	35%
2004	2.503	6.962	4.459	36%
2005	3.723	10.285	6.562	36%
2006	11.859	21.748	9.889	55%
2007	13.859	36.182	22.323	38%
2008	2.210	22.127	19.917	10%
2009	7.166	30.904	23.738	23%
2010	4.098	49.027	44.929	8%
2011	9.084	84.489	75.405	11%
2012	20.269	117.330	97.061	17%
2013	23.305	112.565	89.260	21%
2014	26.390	80.570	54.180	33%
2015	20880	39.813	18.933	52%
TOPLAM	148831	61.8267	469.436	24%

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 8

“Yerel Sukuk” ve “Uluslararası Sukuk” ihraç miktarları kıyaslaması yukarıdaki tabloda yapılmıştır. Tabloda iki sukuk ihracı arasındaki fark ve uluslararası sukuk ihracının yerel sukuk ihracına olan oranı gösterilmiştir. “Yerel Sukuk” ve “Uluslararası Sukuk” ihraç miktarlarındaki en büyük fark 2012 yılında 97.061 Milyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

4.5. İhraç Eden ülkelere ve Bölgelere Göre Yerel Sukuk

Tablo 4.6 İhraç Eden ülke ve Bölgelere Göre Yerel Sukuk Miktarları

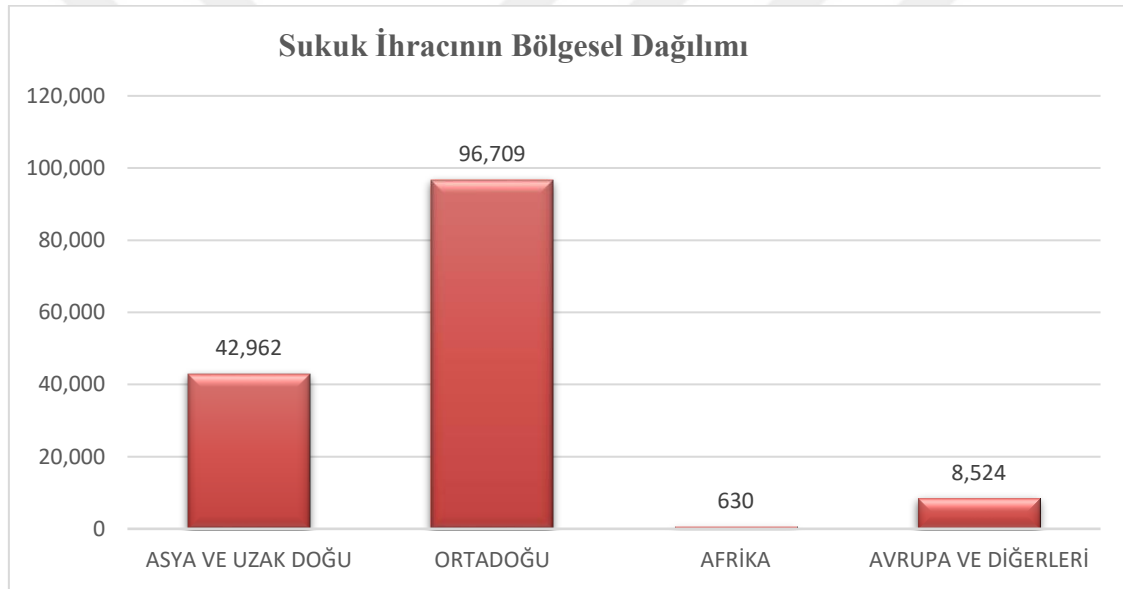
ASYA VE UZAK DOĞU	İhraç Edilen Sukuk Adedi	İhraç Edilen Sukuk Miktarı \$ Milyon	Toplamdaki %
Çin	1	97	0,07 %
Hong Kong	4	2.196	1,48 %
Endonezya	11	8.003	5,38 %
Japonya	3	190	0,13 %
Malezya	53	30.165	20,27 %
Pakistan	2	1.600	1,08 %
Singapur	4	711	0,48 %
TOPLAM	78	42.962	28,87 %

ORTADOĞU	İhraç Edilen Sukuk Adedi	İhraç Edilen Sukuk Miktarı \$ Milyon	Toplamdaki %
Bahreyn	99	7.860	5,28%
Kuveyt	13	2.127	1,43%
Katar	11	9.685	6,51%
Sudi Arabistan	39	23.218	15,60%
Birleşik Arap Emirlikleri	81	53.819	36,16%
TOPLAM	243	96.709	64,98 %

AFRİKA	İhraç Edilen Sukuk Adedi	İhraç Edilen Sukuk Miktarı \$ Milyon	Toplamdaki %
Güney Afrika	1	500	0,34%
Sudan	1	130	0,09%
TOPLAM	2	630	0,42 %

AVRUPA VE DİĞERLERİ	İhraç Edilen Sukuk Adedi	İhraç Edilen Sukuk Miktarı \$ Milyon	Toplamdaki %
Fransa	1	1	0,00%
Almanya	1	55	0,04%
Lüksemburg	3	280	0,19%
TÜRKİYE	17	5.716	3,84%
İngiltere	8	1.028	0,69%
Amerika	5	1.367	0,92%
Kazakistan	1	77	0,05%
TOPLAM	36	8.524	9,73%
GENEL TOPLAM	359	148.825	%100

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 23-24



Şekil 4.5 İhraç Eden Bölgelere Göre Yerel Sukuk Miktarları

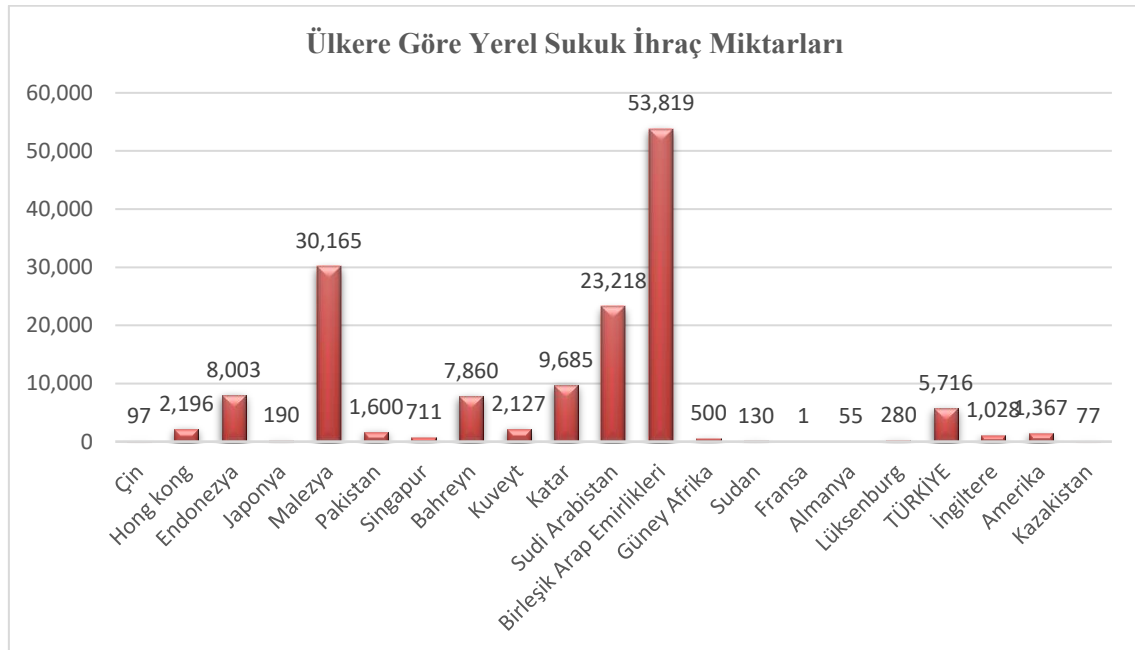
Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 23-24

Tablo 4.6 ve Şekil 4.5’ten en yüksek yerel sukuk ihraç yapılan bölgenin Ortadoğu olduğu, en yüksek yerel sukuk ihracının bu bölgedeki Arap ülkeleri tarafından yapıldığı ortaya çıkmaktadır.

Tablo 4.7 İhraç Eden Ülkelere Göre Yerel Sukuk Miktarları ve Yüzdeleri

ÜLKE	İHRAÇ MİKTARI (MİLYON \$)	%
Çin	97	0,07%
Hong Kong	2.196	1,48%
Endonezya	8.003	5,38%
Japonya	190	0,13%
Malezya	30.165	20,27%
Pakistan	1.600	1,08%
Singapur	711	0,48%
Bahreyn	7.860	5,28%
Kuveyt	2.127	1,43%
Katar	9.685	6,51%
Sudi Arabistan	23.218	15,60%
Birleşik Arap Emirlikleri	53.819	36,16%
Güney Afrika	500	0,34%
Sudan	130	0,09%
Fransa	1	0,001%
Almanya	55	0,04%
Lüksemburg	280	0,19%
TÜRKİYE	5.716	3,84%
İngiltere	1.028	0,69%
Amerika	1.367	0,92%
Kazakistan	77	0,05%
TOPLAM	148.825	100 %

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 23-24

**Şekil 4.6 İhraç Eden Ülkelere Göre Yerel Sukuk Miktarları**

Kaynak: IIFM Sukuk Raporu (5. Baskı) “A Comprehensive study of the Global Sukuk Market” 2016: 23-24

Türkiye 2015 yerel sukuk ihraç miktarı olan 5.716 Milyon \$ ile dünyada % 3,84 lük bir paya sahiptir. Dünyadaki sukuk ihraç eden ülkeler incelendiğinde en çok üretimin Birleşik Arap

Emirlikleri'nde gerçekleştiği, Malezya'nın Birleşik Arap Emirlikleri'ni takip ettiği görülmektedir.

4.6. Türkiye'de Kira Sertifikası (Sukuk)

Kira sertifikası (Sukuk) ile ilgili yasal düzenlemenin 2010 yılında yapılması ile Türkiye'de sukuk ihraç edilmesi için süreç başlamıştır. Yasal düzenlemenin olması sukuk ihracının aktif olarak uygulanması için yeterli değildir. Sukuk ihraç eden firmaların ve sukuk için yeterli düzeyde yatırımcı talebinin de bulunması gerekmektedir. Bunun sağlanması için gerekli bilgilendirme ve tanıtımın yapılması gerekmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yeni finansal araçların Türkiye'deki finansal piyasalarda çıkartılması için "Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ", III seri, 43 nolu, 01/04/2010 tarih ve 27539 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Kira Sertifikasıyla ilgili tebliğ yayınlanması ile birlikte artık firmalar bono veya tahvil yerine faiz içermeyen sukuk ihraç edebileceklerdir.

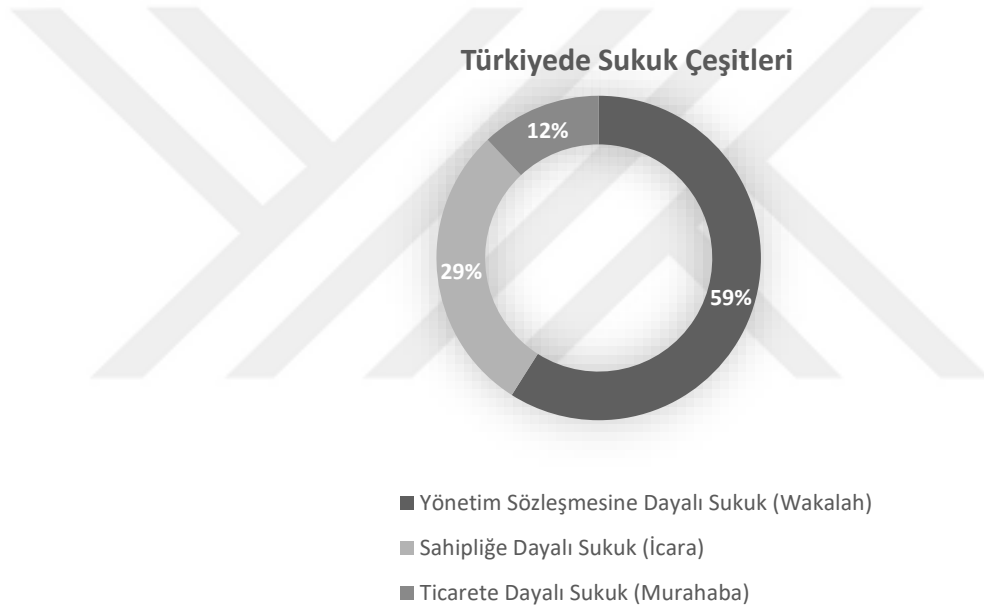
Özel sektör firmaları, kira sertifikası (sukuk) aracılığıyla kendi sahibi oldukları veya kiraladıkları mülkler üzerinden finansman sağlayabileceklerdir. İhracın yapılabilmesi için bir varlık kiralama şirketinin ihraç işlemine aracılık etmesi gerekmektedir.

Sukukun işleyişi bono ve tahvile aynı yapıda olmasına rağmen arkasında mutlaka bir varlık olduğundan daha güvenli bir yatırım aracı olduğu düşünülmektedir.

Kira sertifikasının (sukuk) Türkiye'deki işleyişi aşamaları şu şekildedir: Kaynak firma olarak adlandırılan ihraç eden firma tarafından varlıklar, varlık kiralama şirketine devredilir. Varlık kiralama şirketi varlıklar üzerinden kira sertifikası ihracı yaparak kaynak firmanın ihtiyaç duyduğu finansman kaynağını sağlamış olur.

Kaynak firma tekrar varlık kiralama şirketinden varlıkları kiralar ve kira sertifikalarının aylık ödemelerini varlık firmasına yapar. İhraç süresinin dolmasından sonra da kaynak firma varlıkları tekrar geri alır ve kira sertifikasının bedellerinin yatırımcılara hisseleri oranında dağıtımını yapar. 2010 yılında çıkartılan bu tebliğ ile anlatılmaya ve uygulamaya koyulmaya çalışılan icara sukukudur. Firmalar böylece uluslararası ve yerel sukuk ihraç edebilir hale gelmişlerdir. Tebliğ ile sağlanan sukukun ihracının koşulları bono ihracı koşulları ile rekabet edebilir durumda değildi. Bonodaki vergi konusundaki koşullar ve iyileştirmeler 2011 yılında sukuka da tanınmıştır. Ancak bu durum gerek ihraç edilen sukukun çeşitliliği gerekse de sukuk ihraç eden firma sayısında önemli bir artış getirmemiştir. Sukuk kavramının bilinirliğinin az olmasından kaynaklanan bu durumda ilerleyen yıllarda olumlu gelişmeler

gözlemlenmiş, 2012 yılında devlet tarafından da sukuk ihraç edilmesiyle birlikte sukuk ihraç eden firmaların sayısı artmağa başlamıştır. 7 Haziran 2013 tarihinde Resmî Gazete yayınlanan 28670 sayılı ayrıntılı kira sertifikaları tebliğ ile farklı türden sukuk ihracının önü açılmıştır. Uluslararası İslami Finansman Piyasası (IIFM) tarafından 2017 yayınlanan sukuk raporuna göre Türkiye’de ihraç edilen yönetime dayalı sukuk, icara sukuku ve ticarete dayalı bir sukuk çeşidi olan murabaha sukukunun toplam içindeki paylarının sırasıyla % 59, %29 ve %12 olduğu görülmektedir.



BEŞİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde, yapılan literatür taramasının sonuçları iki alt bölümde ele alınmaktadır. İlk alt bölümde konusu sadece sukuk olan çalışmalar, sukuk ve bono ihraçlarını çeşitli kriterlere göre karşılaştıran çalışmalar ve firmaların sukuk ya da bono tercihini etkileyen değişkenleri inceleyen çalışmalar incelenmekte, ikinci alt bölümde ise işletmelerin sermaye yapısı tercihlerini analiz eden çalışmalarla ilgili tarama sonuçları sunulmaktadır.

5.1. Sukuk ve Bono İlgili Çalışmalar

Sukuk ihraç istatistikleri ile ilgili birçok rapor sukuk ihracının 2000’li yılların başından itibaren hızlı bir artış gösterdiğini, 2013 yılında bu artışın yavaşlamaya başladığını, 2015 yılında Malezya Merkez Bankası’nın kısa vadeli sukuk ihracını engellemesiyle birlikte ise azaldığını göstermektedir (Malezya Uluslararası İslam Finans Merkezi MIFC, 2015). Sukuk ihraçlarının artışı ile birlikte finans literatüründe sukuk konulu çalışma sayısında gözle görülür bir artış olmuştur. Aşağıdaki alt bölümlerde sadece sukuku ele alan, sukuk ve bonoyu karşılaştırmalı olarak inceleyen ve sukuk-bono tercihini açıklamaya çalışan araştırmalarla ilgili tarama sonuçları özetlenmektedir.

5.1.1. Sukukla İlgili Araştırmalar

Çalışmaların bir kısmında, sukuk ve İslami finansman türleri üzerine genel bilgilendirmeler yapılmakta iken, sukuk ihracının borç senetleri ve borçlanma piyasasındaki yeri üzerine yazılan makaleler de mevcuttur. Sukukun, İslami finansman yöntemlerindeki içindeki payı ve sukuk benzeri uygulamaların incelendiği, bununla birlikte uluslararası sukuk ihraç uygulamaları hakkında bilgilerin verildiği çalışmalar da mevcuttur (Abdel-Khaleq ve Richardson 2006: 409).

Wilson (2008) çalışması gibi çalışmalarda son yıllarda sukuk ihracında meydana gelen yüksek artışın sebepleri ortaya konulmaya çalışmış, sukuk ihraç fiyatlaması ve yapısı hakkında bilgi verilmiştir.

Tariq (2004) sukukun içinde bulundurduğu finansal riskleri (piyasa riski, operasyon riskleri, kredi riski) ve bu riskleri yönetmek için gerekli olan yöntemleri incelemiştir. Shafi ve Redzuan (2010) sukuk ile ortaya çıkan riskleri önlemek için yapılması gerekenleri incelemiştir. Haider ve Azhar (2011) çalışmasında sukuk ihracı yapan firma yöneticilerinin bu riskleri yönetebilmesi için gerekli ayrıntılara yer verilmektedir. İMF’nin hazırladığı

çalışma raporu sukuk ile Euro Bond aralarındaki risk yönünden farklılıklar ve ortak özellikler ortaya koymuştur (Cakir ve Raei, 2007: 20).

5.1.2. Sukuk ve Bono ile İlgili Araştırmalar

Godlewski vd. (2011) firmaların sukuk veya bono ihraç edeceklerini duyurmalarının borsadaki hisselerinin değerleri üzerindeki etkilerini inceleyen bir çalışmadır.

Sole (2008) İslami finansmanın etkin olduğu bölgelerde finansal piyasalardaki güncel durum ile birlikte karşılaştırmalı olarak sukuk ve bono ihraçları inceleyerek, sukuk piyasalarında ihraç rakamlarını artırmak için yapılması gerekenleri Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinden Kuveyt örneği ile incelemiştir, sukuk ve bono piyasalarının daha da derinleşmesi ve kurumsal çerçevenin ve mevzuatın geliştirilmesi gerektiği üzerinde durmuştur.

Ahmad (2011) gayri safi milli hasıladaki, forex piyasalarındaki ve para piyasalarındaki değişimlerin, özellikle de kriz dönemlerindeki firmaların sukuk veya bono ihracına etkilerini Malezya örneği üzerinden incelemiştir.

Deehani vd. (1999) sukuk ve bonoyu karşılaştırdığı çalışmasında sukukun kar ortaklığına dayalı olan sözleşmesi üzerinde görece değişimler olduğunu, bono ile sukuk arasında önemli farklılıklar ortaya çıkmakta olduğunu; sukuk sözleşmesinde yatırımcının projenin performansına dayalı olarak kar payı almakta olduğunu ifade etmektedir.

El Mosaid ve Boutti (2014) Malezya'daki sukuk ve bono piyasalarının 2007 ve 2012 performansları inceledikleri çalışmada bu iki ürünün performansları arasında pozitif bir ilişki olduğunu gözlemlemişlerdir.

5.1.3 Firmaların Sukuk ve Bono Tercihleri ile İlgili Açıklamalar

Nagano (2010) sermaye teorilerine göre sukuk ve bonoyu karşılaştırmalı olarak firmaların özelliklerine göre incelemiştir, sukuk türleri ve İslami olmayan borç edinme kaynakları ile olan bağlantıları araştırmıştır. Araştırma sonuçları firmaların sukuk ve bono borçlanma şekillerinin ve amaçlarının birbirinden farklı olduğunu göstermektedir. Sukuk yatırımcısı hissesine düşen kar payını alırken bonoda yatırımcı sabit faiz geliri elde eder. Sukuk yatırımcıları maksimum getiri elde etmek istemelerine rağmen sukuk verileri ilgili yatırım bilgisi elde etmek bonoya göre daha maliyetlidir. Sukukun sadece geçmiş getirileri ve firma büyüklüğü üzerinden bir değerlendirme yapılmıştır.

Shahida ve Saharah (2013), Nagano (2010) çalışmasında kullanılan değişkenlere vergi teşvikleri ve kaldırıcı da ekleyerek işletmelerin sukuk ihraç etme kararı vermesini etkileyecek faktörleri incelemiştir. Malezya firmalarından oluşan örneklerle yapılan çalışmada finansal

hierarchy teoremine göre firmanın iç finansman kabiliyetinin en iyi göstergesi olan kaldıraç ile vergi teşviklerinin firmaların dışsal faydası olduğu ifade edilmektedir.

Azmat vd. (2014) farklı sukuk türlerinin ihraç tercihleri üzerine olan araştırmalarında sukuk ihraç tercihlerini etkileyen üç faktör belirlemişlerdir: ihraç eden firmanın özellikleri, firma ile ilgili olaylar ve İslami finansman danışmanının etkisi. Sukuk üç ana gruba ayrılarak diğer borçlanma araçlarından farkı ortaya konan araştırmada bono ile sukukun alt türleri ile birlikte karşılaştırılması yapılmıştır. Araştırmada dinamik panel metodu uygulanmıştır. Sukukun bir varlığa dayanıyor olmasının önemli bir diğer farklılık olduğu bulgusuna ulaşıldığı araştırmada sukuk ihraç eden firmaların büyük firmalar olduğu ifade edilmektedir. Çalışmada devlet tarafından sağlanan vergi avantajının da firmaların sukuk ihracına yönelmelerinde önemli bir etken olduğu da vurgulanmaktadır.

Mohamed vd. (2015) firmaların sukuk veya bono ihraç etme nedenlerini sermaye yapısı teorileri üzerinden ele aldığı araştırmaları 580 Malezya firması üzerinde yapılmıştır. Araştırmada hem sukuk hem de bononun alt kategorileri karşılaştırma için kullanılmış, sukuk ve bono türleri arasındaki farklılıklar ortaya koymuştur. Örneklemdaki firmaların 2001-2009 dönemi mali verilerinin kullanıldığı araştırmada firmaların karlılık, maddi duran varlıklar, firma büyüklüğü, büyüme olanakları ve borç dışı vergi kalkanı gibi finansal değişkenleri ile ihraç edilen sukuk ve arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

5.2. Borç ve Özkaynak Tercihi

Dengeleme teorisine göre, firmaların optimal sermaye yapıları vardır. İşletmelerin optimal sermaye yapısına ulaşmaları için optimal borçlanma düzeylerini seçmeleri gerekmektedir. Borçlanma düzeyinin optimal olması sağlanmaya çalışılırken borçlanma sonucu üstlenilecek çeşitli giderlerin de göz önünde tutulması gerekmektedir. Hedef borçlanma düzeyi ile ilgili çalışmalarda en çok kullanılan yöntem kısmi ayarlama modelidir (Gaud, 2005; Flannery ve Rangan, 2006; Lemmon 2008; Huang ve Ritter, 2009 ve Dang, 2013).

Konu üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde, hedef borçlanma düzeyinin belirlenmesi konusunda en çok kullanılan değişkenlerin aşağıdakiler olduğu görülmektedir:

1. Karlılık
2. Maddi duran varlıklar
3. Firma büyüklüğü
4. Büyüyebilme olanakları
5. Borç dışı vergi kalkanı (Toplam amortismanı / Aktif toplamı) (Non-debt tax shield)

Takip eden alt bölümlerde bu değişkenlerle hedef borçlanma düzeyi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ele alınmaktadır.

5.2.1. Karlılık

Karlılık ile ilgili olarak yapılan araştırmalarda ortaya çıkan, firma karlılığı arttıkça özsermaye kullanımının arttığıdır. İşletmenin karının artmasıyla birlikte firmaya giren nakit miktarı da artmaktadır. İşletmeye giren miktar arttıkça da firma yatırımlarını ve giderlerini özsermayeden karşılama yoluna gitmektedir.

Wiwattanakantang (1999) Tayland'da borsaya kayıtlı firmalar üzerinde firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörleri inceleyen çalışmasında, karlılık ile borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Booth (2001) gelişmekte olan on ülkedeki en büyük firmaların sermaye yapılarını incelemiştir. Çalışma bulguları karlı firmalarının borçlanmalarının daha az olduğunu ortaya koymuştur.

Chen (2005) Çin'deki 88 firmanın sermaye yapılarını etkileyen faktörleri incelediği çalışmasında karlılık ile borçlanma arasındaki negatif bir ilişki olduğunu belirtmiştir.

Huang ve Song (2006) Çin'de borsada işlem gören 1216 firmanın sermaye yapıları üzerindeki etkilerini incelediği araştırmasında kaldıraç ile karlılık arasındaki negatif ilişki olduğunu göstermiştir.

Bununla birlikte karlılık ile borçlanma arasındaki negatif ilişkiyi ortaya koyan diğer çalışmalar şunlardır: Brealey (2001); Frank ve Goyal (2007) ; Hennessy ve Whited (2006); Strebulaev (2007); Deesomsak vd., (2004); Friend ve Lang (1988).

5.2.2. Maddi Duran Varlıklar

İşletmelerin maddi duran varlıklarının yani firmanın sahibi olduğu gayrimenkullerin fazla olması ile firmanın borçlanma miktarı arasında doğru orantı vardır.

Friend ve Lang (1988); Rajan ve Zingales (1995); Wiwattanakantang (1999); Gönenç ve Arslan (2003); Deesomsak vd., (2004); Padron vd., (2005); Huang ve Song (2006) yaptıkları araştırmalarda kaldıraçla maddi duran varlıklar arasında pozitif ilişki olduğunu saptamışlardır.

5.2.3. İşletme Büyüklüğü

İşletme büyüklüğü ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiler üzerine araştırmaların büyük çoğunluğunda, asimetric bilgi sorununun daha belirgin olmasından ve hisse senedi ihraç

maliyetlerinin daha yüksek olmasından dolayı, küçük firmaların finansal hiyerarşi teorisinin öngördüğü yapıya daha uygun olduğu görülmektedir.

Büyük firmalarda finansal hiyerarşi teoremine göre ihraç maliyeti ile firma büyüklüğü arasındaki ilişki negatiftir, yani ihraç maliyeti firma büyüklüğü arttıkça azalır (Jong, vd., 2007).

Colombo (2001) Macaristan'daki firmaların borçlanmalarıyla ilgili yaptığı araştırmada işletme büyüklüğü ile sermaye yapısı pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Konuyla ilgili çalışmalarda işletme büyüklüğünün hesaplanmasıyla ilgili farklılıklar bulunmaktadır. Satışların doğal logaritmasını işletme büyüklüğü olarak alanlar olduğu gibi (Rajan ve Zingales, 1995); Wiwattanakantang, 1999; Çağlayan, 2006; Huang ve Song, 2006; bununla birlikte (Brealey vd. 2009 ve Booth vd. 2001) toplam aktiflerin doğal logaritmasını (Friend ve Lang., 1988; Gönenç ve Arslan 2003; Deesomsak vd., 2004; Padron vd., 2005), sermayenin logaritmasını ve ortalama toplam aktifleri büyüklüğün göstergesi olarak kabul edenler de (Durukan, 1997) bulunmaktadır.

5.2.4. Büyüme Olanakları

Büyüme olanakları ile satışlar arasındaki ilişkiyi belirlerken genelde satışların beş yıllık ortalaması büyüme olanaklarının göstergesi olarak kabul edilmektedir (Wald,1999).

Gaud vd. (2005) İsviçre borsasındaki firmalar üzerinde yaptığı araştırmada büyüme ile borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Feidakis ve Rovolis (2007) Avrupa Birliğindeki halka inşaat firmaları üzerinde yaptığı araştırmada, büyüme ile uzun vadeli borçlar arasında pozitif, kısa vadeli borçlar arasında ise negatif bir ilişki olduğunu saptamıştır.

Voulgaris vd. (2004) Yunanistan'daki firmalarda yaptığı araştırmada, büyüme ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirlemiştir.

5.2.5. Borç Dışı Vergi Kalkanı

Konuyla ilgili araştırmalarda Borç Dışı Vergi Kalkanı (Non-Debt Tax Shield) Toplam Amortisman/Aktif Toplamı formülüyle hesaplanmaktadır (Titman ve Wessels., 1988; Durukan, 1997; Wiwattanakantang, 1999; Deesomsak vd., 2004; Chen, 2004; Huang ve Song, 2006).

Miguel ve Pindado (2001) 133 İspanyol firmasının sermaye yapıları ile yaptığı araştırmada borç ile borç dışı vergi kalkanı arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

ALTINCI BÖLÜM

VERİ VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

İslami finansman yöntemlerinin küresel piyasalarda ve Türkiye’de kullanımında önemli bir artış görülmektedir. İslami finansman yöntemlerinin ticari bir işleme dayalı olması gerekliliğinden dolayı reel ekonomiye katkı sağlanmaktadır. İslami yöntemlerin kaynağının sağlam ve güvenilir olması yöntemlere olan ilginin artış nedenlerinden en önemlisidir. Firmaların İslami kaynak sağlamada kullandıkları yöntemler arasında sukuk ve bono ihraç önemli bir yer tutar.

Firmaların sukuk veya bono ihraç etme tercihleri üzerinde daha önce çok fazla araştırma yapılmamıştır. Yapılan araştırmalar sadece belirli bir bölgeyi kapsamaktadır. Araştırmamızın amacı, dünyadaki sukuk ihracı yapan önemli ülkelerdeki firmaların sukuk veya bono ihracı tercihleri inceleyerek bu açığı doldurmaktır. Firmaların sukuk veya bono tercihleri, kısmi ayarlamalar metodu kullanılarak dinamik uyum davranışları ve hedef borç oranının firmaya özel belirleyicileriyle incelenerek ortaya konmuştur. Firmaların sukuk ihracındaki tercih sebepleri ve bu tercihlerinin sonuçlarının incelenmesi amaçlanmıştır.

6.1. Veri

Çalışmamızda kullanılan sukuk ve bono ile ilgili verilerin elde edildiği kaynak Zawya veri tabanıdır. Bununla birlikte sukuk ve bono ihraççısı firmaların finansal verileri de Bloomberg veri tabanından elde edilmiş, bu veriler Zawya veri tabanından elde edilen bilgiler ile eşleştirilmiştir. Böylece hem firmaların finansal verileri hem de firmaların çıkarmış oldukları bono ve sukukları bir arada görerek verilerin analiz edilmesi mümkün olmuştur.

Aşağıda, Zawya veri tabanı tarafından, bono ve sukuk ihracı yapan ülke ve firmalar hakkında sağlanan detaylı veri başlıkları sunulmuştur. Bu başlıklardan seçilenler işlenerek araştırmamızda kullanılmıştır.

- İhracın durumu,
- Vadesi dolup dolmadığını,
- İhracatçı firmanın ayrıntılı bilgilerini,
- İhraç edilen sukuk veya tahvilin ismi,
- İhraç tipi,
- İhraç için kullanılan para birimi,
- İhraç edilen ülke,
- Sukuk ve bono ihraçlarının vade tarihleri

- Firmanın ihraç miktarı,
- Amerikan Doları olarak büyüklüğü,
- Yüzde getirisi,
- İhraç edilen sukuk ise hangi İslami sukuk yöntemiyle ihraç yapıldığı,
- Vade süresi,
- İhraç tarihi,
- Sukuk ve bono ihraçlarının vade tarihleri,
- İhraç yapan firmaların sektör olarak ayrıntılı ayrımı,
- İhracın yapılmasını düzenleyen firma,
- Finansal anlaşmalar ile ilgili sözleşmelerin türleri.

Zawya veri tabanı kullanılarak, 2001-2014 yılları arasında borç senedi ihraç eden 7 ülkeden (Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Hong Kong, Malezya, Pakistan, Singapur, Suudi Arabistan) toplam 137 firmanın verileri derlenmiştir. Bunlardan 78'i 2001-2014 yılları arasında en az bir defa sadece bono ihraç ettiği için "bono ihraç eden firmalar kategorisini", 59'u da 2001-2014 yılları arasında en az bir defa sukuk ihraç ettiği için "sukuk ihraç eden firmalar kategorisini" oluşturmuşlardır.

Bloomberg terminali kullanılarak, sukuk ve bono ihraç eden firmalar kategorisindeki firmaların, 2001- 2014 yılları arasındaki yıllık finansal verilerine erişim sağlanmıştır. Elde edilen veriler sukuk ve bono ihraç bilgileriyle eşleştirilmiştir. Araştırmamızda kullanılan finansal değişkenler firmaların yıllık toplam borçları, toplam varlıkları, maddi duran varlıkları, amortisman miktarı, faiz ve vergi öncesi kar ve satışlardaki büyüme oranıdır. Bu veriler kullanılarak elde edilen bağımlı değişken Kaldıraç Oranı ve açıklayıcı değişkenler Tablo 6.1 de verilmiştir.

Tablo 6.1 Değişkenler ve Hesaplanma Yöntemi

DEĞİŞKENLER	HESAPLAMA
KALDIRAÇ ORANI	TOPLAM BORÇ/ TOPLAM VARLIK (YABANCI KAYNAKLAR/AKTİFLER)
MADDİ DURAN VARLIK ORANI	DURAN VARLIKLAR / TOPLAM VARLIKLAR (DURAN VARLIKLAR/AKTİFLER)
VERGİ DIŞI KALDIRAÇ (BORÇ DIŞI VERGİ KALKANI)	AMORTİSMAN / TOPLAM VARLIKLAR (AMORSİTMAN/AKTİFLER)
KARLILIK	FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ KAR / TOPLAM VARLIKLAR
FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ (BÜYÜKLÜK)	TOPLAM AKTİFLERİN DOĞAL LOGARİTMASI
FİRMA BÜYÜMESİ (BÜYÜME)	(T YILINDAKİ TOPLAM VARLIK / T-1 YILINDAKİ TOPLAM VARLIK)

6.2. Örneklem

Mevcut durumda araştırmamızda kullanabileceğimiz firmalar ve firmalara ait finansal veriler kısıtlı olmakla birlikte bazı firmalar da üç ana sebepten dolayı çalışmamıza dâhil edilememiştir. İlk olarak, finans ve sigorta sektörlerindeki firmalar çalışmamız dışında tutulmuştur. Bu firmaların muhasebe işlemleri diğer sektörlerden tamamen farklı bir şekilde gerçekleşmektedir. Finans ve sigorta sektörlerindeki firmaların finansal özellikleri ve kullanılan borç senetlerinin yapısı büyük ölçüde finansal olmayan firmalardan farklıdır. İkinci olarak, sukuk veya bono ihraç eden herhangi bir firmanın belirli dönemlerdeki bilgilerinde eksiklik olması durumunda o firmalar araştırmadan tamamen çıkartılmıştır. Son olarak ana faaliyet alanı İslam dininin kurallarına aykırı olan (örneğin, alkollü içki sektöründe yer alan), faaliyetlerinin belirli bir yüzdesinde faiz geliri elde edilen sektörlerde faaliyet gösteren firmalar sukuk ihraç etmek isteseler bile ihraç edemeyeceklerinden bu firmalar çalışmaya dâhil edilmemiştir.

6.3. Araştırma Yöntemi

Çalışmamızda, dinamik panel veri tahmin yöntemlerinden Sistem-GMM (Generalized Method of Moments - Genelleştirilmiş Momentler Metodu) ve Fark-GMM metotları kullanılmıştır. Modelleme perspektifinden bakıldığında, bu çalışma dinamik panel veri modeli yatay kesit verileri için zaman serilerinin özelliklerini birleştiren nispeten gelişmiş ekonometrik teknikler kullanılmıştır.

Dinamik modellerde, bağımlı değişkeni etkileyen faktörler bağımsız değişkenler, bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri, bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri gibi faktörlerdir. Dinamik panel veri modelinde, statik panel veri modelinden farklı olarak, bağımsız değişkenler arasında bir veya birden fazla gecikmeli değişken bulunmaktadır (Uğur, 2009: 99).

2001-2014 yılları arasında, yıllık olarak hem bağımlı değişken hem de açıklayıcı değişken verileri firma bazında alt alta sıralanarak panel veri seti oluşturulmuştur. Bu işlem sukuk ve bono ihraç eden firmalar için ayrı ayrı uygulanmıştır. Böylece bir sukuk panel veri seti ve bir de bono panel veri seti oluşturulmuştur.

Dinamik panel veri analizinde, bağımlı değişkenin daha önceki zamandaki (yıllardaki) değerinin içinde bulunan zamandaki (yıldaki) bağımlı değişkene olan etkisi ölçülmektedir (Zeren ve Ergun, 2010: 76).

Sukuk ve bono ihraç eden firmaların borçlanma düzeyleri ve analize konu olan diğer verilerin dinamik bir yapısı olduğundan araştırmada method olarak “dinamik panel veri analizi” kullanılması uygun bulunmuştur. Literatür taramasının sonuçları ışığında analizde panel veri tahmin teknikleri kullanılmasının doğru olacağı kanaatine varılmıştır. Panel veri kullanmanın birçok avantajı vardır. Birincisi, panel veri, zaman serileri veya kesitsel verilere göre daha fazla serbestlik derecesi ve örnek varyasyonuna sahiptir. İkincisi, panel veride hem firma hem de zaman, rastgele veya sabit olabilen özel efektleri içermektedir. Bununla birlikte, panel verinin dinamik yapısı, firmaların kaldırma hedefleme seviyelerine göre ayarlanma sürecini detaylı olarak incelememizi sağlar.

Dinamik panel veri analiziyle en iyi sonuçları elde edebilmek için Sistem-GMM ve Fark-GMM metotları kullanılmıştır. GMM yönteminin diğer yöntemlerden daha başarılı olduğu nokta, güçlü dağılım varsayımları olmadan modelleri ve belirli tahmin edicileri formülle açıklamayı sağlayabilmeleridir (Greene, 2002). GMM örneklemin büyüklüğü arttıkça daha etkili bir yöntem haline gelmektedir. GMM yöntemi, zaman serisi verileri olması durumunda diğer yöntemlere göre daha uygun bir yöntemdir. Zaman serilerinde değişkenler arasında çoklu bağlantı olma ihtimali yüksektir.

Arellano ve Bond (1991)’a ait genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) kestiricisi panel modelinin tahmininde en çok kullanılan kestiricidir. Arellano ve Bond kestirimi için hatanın gelecekteki değeri ile değişkenlerin şimdiki değeri arasında ilişki olmaması varsayımı ile moment koşulları oluşturmaktadır. Bununla birlikte genellikle zaman serilerinde ve yatay kesitte bulunan panel verilerinde bulunan otokorelasyon ve değişken varyans ta dikkate alınmıştır. Hata terimlerinde değişken varyans olması durumunda Arellano ve Bond (1991), iki aşamalı GMM tahmincisini önermektedir. Çalışmamızdaki veri, birçok değişik

sektörde faaliyet gösteren firmalardan oluştuğu için hata terimlerinde değişken varyans olma ihtimali oldukça yüksektir. Bu nedenle analizde iki aşamalı GMM kestiricisi kullanılmıştır.

Araştırmada, sukuk ve bono ihraç eden firmaların borçlanma düzeyleri kısmi ayarlama modeli ile incelenmektedir. Daha önceki araştırmalarda klasik metodların kullanılabildiği görülmektedir. Örneğin iki seviyeli yöntem ile kısmi ayarlamalar modeli, borçlanma ile en küçük kareler yöntemi ve/veya sabit etki kestiricileri kullanılmıştır. (Shyam-Sunder ve Myers, 1999) (Fama ve French, 2002), (Frank ve Goyal, 2003) (Byoun, 2008).

Yukarıda da belirttiğimiz üzere bu çalışmada, Arellano ve Bond (1991) ve Blundell ve Bond's (1998) makalelerinde detayları verilen, Fark-GMM ve Sistem- GMM metotları takip edilmiştir. Fark-GMM metodunda Kaldıraç Oranı (KO) i, t bağımlı değişkeni için $KO_{i, t-1}$, $Borç_{i, t-2}$, ... şeklindeki gecikmeli değerler enstrüman olarak kullanılmıştır. Sistem-GMM metodunda $KO_{i, t}$ bağımlı değişkeni için $\Delta KO_{i, t-1}$, $\Delta KO_{i, t-2}$, ... enstrüman olarak kullanılmıştır.

Kısmi Ayarlama Modelinin temel denklemi aşağıdaki şekilde verilmiştir:

$$KO_{i, t} - KO_{i, t-1} = \gamma (KO^*_{i, t} - KO_{i, t-1}) + \epsilon_{i, t} \quad (1)$$

Bu model iki dönem arasındaki borçtaki değişimi ölçer. Eşitliğin sağ tarafındaki ilk terim γ , ayarlama hızını gösterir. Firmanın hedeflediği borç oranı ile firmanın daha önceki dönemdeki borçlanma oranı arasındaki ayarlama hızını göstermektedir. Hedeflenen borç oranı ise aşağıdaki şekilde verilmektedir:

$$KO^*_{i, T} = \beta X'_{i, t} \quad (2)$$

Burada $KO^*_{i, t}$, bağımlı değişken; $X'_{i, t}$ ise açıklayıcı değişkenler vektörüdür. β , açıklayıcı değişkenlerin katsayılarını, $\epsilon_{i, t}$ hata terimleri vektörünü göstermektedir; i modelde yer alan birim (firma) sayısını ($i = 1, \dots, n$) ve t her bir gruba ait zamanı (yıl) ($t = 1, \dots, T$) göstermektedir. Test edilebilir dinamik panel verisi için model tekrar düzenlendiğinde aşağıdaki formüle ulaşılır:

$$KO_{i, t} = \alpha_0 + \gamma \beta X'_{i, t-1} + (1-\gamma) KO_{i, t-1} + \epsilon_{i, t} \quad (3)$$

Formül (3) de çalışmamızda kullandığımız açıklayıcı değişkenler yerlerine konulduğunda aşağıdaki formül elde edilir. Bu denklem kullanılarak kurumsal finansman teorilerinden “denge teorisi” test edilebilir.

$$KO_{i, t} = \alpha_0 + \gamma_1 KO_{i, t-1} + \beta_2 (\text{Maddi Duran Varlıklar})_{i, t} + \beta_3 (\text{Borç Dışı Vergi Kalkanı})_{i, t} + \beta_4 (\text{Karlılık})_{i, t} + \beta_5 (\text{Firma Büyüklüğü})_{i, t} + \beta_6 (\text{Büyüme})_{i, t} + \epsilon_{i, t} \quad (4)$$

Yukarıdaki ekonometrik modeller STATA programında Roodman (2006) tarafından yazılan xtabond2 kodu ile kestirilmiştir.

6.4 Veri Analizi

Tablo 6.2 Sukuk İçin Betimleyici İstatistikler

SUKUK	Ortalama	Medyan	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Kaldıraç Oranı	0,3	0,166	0,301	0	0,746
Maddi Duran Varlıklar	0,421	0,226	0,409	0,023	0,874
Borç Dışı Vergi Kalkanı	0,026	0,025	0,02	0	0,107
Karlılık	0,077	0,063	0,073	-0,141	0,292
İşletme Büyüklüğü	3,073	0,677	3,029	1,603	4,561
Büyüme	0,195	0,381	0,133	-0,477	2,494

Sukuk ile ilgili betimsel istatistikler incelendiğinde, sukuk için “Kaldıraç Oranı” ortalaması 0,3 dür. Gözlemler 0 ile 0,746 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisini küçükten büyüğe doğru sıralandığında, seriyi ortadan ikiye ayıran değer olan medyan ise 0,166 dır. Standart sapma ise 0,301 olarak hesaplanmıştır ve kaldıraç oranı ile ilgili 718 tane gözlem vardır.

Sukuk ve bono ile ilgili betimleyici istatistikler incelendiğinde, bononun maksimum “Kaldıraç Oranı” değerinin, sukuk'un maksimum “Kaldıraç Oranı” değerinden daha yüksek olduğu görülmektedir. Bononun maksimum değerinin birden yüksek olması ihraç edilen borçlanma senedinin, toplam varlıkların defter değerlerinden daha fazla olduğu göstermektedir.

Sukuktaki “Kaldıraç Oranı” değerinin bononunkinden daha düşük olmasının sebebi tüm dünyadaki tüm sukuk ihraç miktarına etki edecek miktarda etkiye sahip olan Malezya Merkez Bankasının kısa vadeli sukuk ihracına yaptığı sınırlamadır.

Sukuk ihracındaki maksimum miktar, sukuk ihracı yapılabilmesi için gerekli olan varlık değeri ile sınırlıdır. Bono ihracının ise herhangi bir varlığa dayanması gerekmediği için böyle bir sınırlama söz konusu değildir. Bu sınırlamalara rağmen araştırmamız bulguları incelendiğinde sukuk ve bono ihraç miktarlarının ortalamalarının birbirine yakın olduğu gözlenmiştir.

Diğer değişkenler incelendiğinde, Sukuk “Maddi Duran Varlık” ortalaması 0,421 çıkmıştır. Sukuk ihraç eden firmaların % 42,1 oranında “Maddi Duran Varlık Oran”ının olduğu, yani toplam varlıklarının % 42,1’nin duran varlıklardan oluştuğu görülmektedir. Sukuk ile bono maddi duran varlık oranı ortalamaları birbirine yakındır.

Sukuk için “Borç dışı vergi kalkanı” ortalaması 0,026’dır. Gözlemler 0 ile 0,107 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisinin medyanı ise 0,025 dir. Standart sapması 0,02 olarak hesaplanan 710 tane gözlem vardır. Borç dışı vergi kalkanı istatistik bulgularındaki 0 hiç amortisman ayırmamış firmaların gözlemlerini ifade etmektedir. Sukuk ve bononun oranları birbirine çok yakındır. Bono borç dışı vergi kalkanı ortalamasının

sukukinden çok az farkla yüksek olduğunu görülmektedir. Bulgular sukuka göre bono ihraç eden firmaların daha fazla amortisman ayırarak vergi indiriminden faydalandığını göstermektedir.

Sukuk için “Karlılık” ortalaması 0,077 dir. Gözlemler -0,141 ile 0,292 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisinin medyanı ise 0,063 dir. Standart sapması ise 0,073 olarak hesaplanan 718 tane gözlem vardır. Karlılıkta görülen -0,141 oranı firmanın karlılığının azaldığını ifade etmektedir. Sukuk ve bono karşılaştırmalı incelendiğinde rakamların birbirine çok yakın olduğu, önemli bir farklılık olmadığı gözlenmektedir.

Sukuk için “İşletme Büyüklüğü” ortalaması 3,073 dir. Gözlemler 1,603 ile 4,561 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisinin medyanı ise 0,677 dir. Standart sapması ise 3,049 olarak hesaplanan 718 tane gözlem vardır. Sukuk ve bono “İşletme Büyüklüğü” verileri incelendiğinde sukukta minimum ve maksimum rakamlarının bonodan daha yüksek olduğunu ortaya çıkmıştır. Bu da sukuk ihraç eden firmaların daha büyük firmalar olduğunu ortaya koymaktadır.

Sukuk için "Büyüme" ortalaması 0,195 dir. Gözlemler -0,477 ile 2,494 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisinin medyanı ise 0,553 dir. Standart sapması ise 0,117 olarak hesaplanan 687 gözlem vardır. Bononun ve sukukun "Büyüme" ile ilgili oranları incelendiğinde ortalamalarının bir birine yakın olduğu, ancak minimum rakamın bonoda daha düşük olduğu, negatif büyümenin yani küçülmenin gerçekleştiği gözlemlenmektedir.

Tablo 6.3 Bono İçin Betimleyici İstatistikler

BONO	Ortalama	Medyan	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Kaldıraç Oranı	0,302	0,203	0,282	0	1,007
Maddi Duran Varlıklar	0,425	0,203	0,418	0,017	0,822
Borç Dışı Vergi Kalkanı	0,031	0,027	0,025	0	0,141
Karlılık	0,073	0,089	0,065	-0,194	0,356
Büyüklük	2,476	0,711	2,432	0,959	4,214
Büyüme	0,211	0,553	0,117	-0,795	3,346

Bono ile ilgili yapılan betimsel istatistikler incelendiğinde; bono için “Kaldıraç Oranı” ortalamasının 0,302 olduğu görülmektedir. Kaldıraç oranı 0 ile 1,007 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisini küçükten büyüğe doğru sıralandığında, seriyi ortadan ikiye ayıran değer olan medyan ise 0,203 dür. Standart sapması 0,282 olarak hesaplanan 718 tane gözlem vardır.

Diğer değişkenler incelendiğinde, bono “Maddi Duran Varlıklar” ortalaması 0,425 çıkmıştır. Bono ihraç eden firmaların toplam varlıklarının % 42,5’inin duran varlıklar olduğu görülmektedir.

“Borç dışı vergi kalkanı” ortalaması 0,031 dir. Gözlemler 0,025 ile 0,141 arasında

değerler almıştır. Medyanı 0,027, standart sapması 0,025 olarak hesaplanan 710 tane gözlem vardır. 0 ile hiç amortisman ayırmamış firmaların gözlemleri ifade edilmiştir.

Bono için “Karlılık” ortalaması 0,073 dür. Gözlemler -0,194 ile 0,356 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisinin medyanı ise 0,089 dir. Standart sapması 0,065 olarak hesaplanan 718 tane gözlem vardır. Karlılıkta görülen en düşük örneklem değeri olan -0,194 firmanın karlılığının azaldığını ifade etmektedir.

Bononun "İşletme Büyüklüğü" ortalaması 2,476 dir. Gözlemler 0,959 ile 4,214 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisinin medyanı ise 0,711 dir. Standart sapması ise 2,432 olarak hesaplanan 718 tane gözlem vardır.

Bono için "Büyüme" ortalaması 0,211 dir. Gözlemler -0,795 ile 3,346 arasında değerler almıştır. Örneklem veri serisinin medyanı ise 0,553 dür. Standart sapması ise 0,117 olarak hesaplanan 687 gözlem vardır.

Tablo 6.4 Sukuk ve Değişkenlerle ilgili Korelasyon

Sukuk Korelasyon	Kaldıraç Oranı	Maddi Duran Varlıklar	Borç dışı vergi kalkanı	Karlılık	Büyüklük	Büyüme
Kaldıraç Oranı	1					
Maddi Duran varlıklar	0.3049 *	1				
Borç dışı vergi kalkanı	0.0311	0.4736*	1			
Karlılık	-0.2749*	-0,0697	0.1578*	1		
İşletme Büyüklüğü	0,0575	0.2559*	0.2109*	-0,0561	1	
Büyüme	0.0987*	0,0429	-0.1228*	0.1069*	-0,0532	1

* katsayı % 5 seviyesinde anlamlı olduğunu gösterir.

Tablo 6.5 Bono ve Diğer Değişkenlerle İlgili Korelasyon

Bono Korelasyon	Kaldıraç Oranı	Maddi Duran Varlıklar	Borç dışı vergi kalkanı	Karlılık	Büyüklük	Büyüme
Kaldıraç Oranı	1					
Maddi Duran varlıklar	0.2247*	1				
Borç dışı vergi kalkanı	-0,0229	0.3123*	1			
Karlılık	-0.2493*	-0,1008	0.1264*	1		
İşletme Büyüklüğü	0.2327*	0,0411	-0,0356	0.1985*	1	
Büyüme	-0,0469	-0.0439*	-0.0778*	0.0895*	-0,0374	1

* katsayı % 5 seviyesinde anlamlı olduğunu gösterir.

Tablo 6.4 ve 6.5’te sukuk ve bononun ihracı ile değişkenlerin kendi aralarındaki korelasyonları gösterilmektedir.

Finansal Hiyerarşi Teorisine göre “Kaldıraç Oranı” ile maddi duran varlıklar arasında pozitif bir ilişki vardır. Bulgulara göre sukuk ve bono ile “Kaldıraç Oranı” arasında teoride olduğu gibi pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. İşletmenin sahip olduğu maddi duran

varlıklarının artmasıyla kredi veren kuruluşlar tarafından söz konusu varlıklar teminat olarak alınabileceğinden kredi oranı ve koşullarında sağlanan avantajlar borçlanmayı arttırmaktadır.

“Kaldıraç Oranı” ile borç dışı vergi kalkanı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Borç dışı vergi kalkanının sukukta pozitif, bonoda ise negatif olduğu, ancak her iki ilişkinin de anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

Finansal hiyerarşi teorisine göre “Kaldıraç Oranı” ile karlılık arasında negatif bir ilişki olmalıdır. İşletmelerin karlılıkları arttıkça borçlanmanın azalması beklenmektedir. Araştırma bulguları hem sukuk hem de bono için karlılık ile “Kaldıraç Oranı” arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

“Kaldıraç Oranı” ile firma büyüklüğü arasında ilişkiler incelendiğinde, sukukta “Kaldıraç Oranı” ile firma büyüklüğü arasındaki anlamlı bir ilişki gözlemlenemeyenken bonoda bu iki değişken arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir.

Finansal Hiyerarşi teorisine göre “Kaldıraç Oranı” ile büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır. Araştırma bulguları ise sukukta “Kaldıraç Oranı” ile “Büyüme” arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcutken, bonoda anlamlı bir ilişki olmadığını göstermektedir.

“Borç dışı vergi kalkanı” ile “Maddi duran varlıklar” arasındaki anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır. Borç dışı vergi kalkanı amortisman ile ilgili olduğundan hem sukuk hem de bonoda maddi duran varlıklar ile borç dışı vergi kalkanı arasında anlamlı ve pozitif ilişki gözlemlenmektedir. İşletmelerin büyüklüğü ve maddi duran varlıkları arasındaki ilişki sukukta anlamlıdır, bonoda ise anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Sukuk ve bono ihraç eden firmaların borç dışı vergi kalkanını arttıkça karlılıklarının da artmasıyla bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Sukuk ve bonoda firma karı ile firma büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki vardır. İşletme büyüklüğü arttıkça karlılık da artmaktadır.

Araştırmada kullanılan finansal değişkenler firmanın yılsonu toplam borçları, toplam varlıkları, maddi duran varlıklar, amortisman miktarı, faiz ve vergi öncesi kar ve satışlardaki büyüme oranıdır. Bu değişkenler ve bağımlı değişken aşağıdaki tabloda listelenmiştir.

DEĞİŞKENLER	
KALDIRAÇ ORANI (BAĞIMLI DEĞİŞKEN)	KARLILIK
MADDİ DURAN VARLIK ORANI	FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ (BÜYÜKLÜK)
VERGİ DIŞI KALDIRAÇ (BORÇ DIŞI VERGİ KALKANI)	FİRMA BÜYÜMESİ (BÜYÜME)

Tablo 6.6 Sukuk ve bono için Kaldıraç ve Değişkenlerin Regresyon Analizi

Borçlanma Çeşidi	Sukuk		Bono	
Ekonometrik Yöntem	Fark-GMM	Sistem-GMM	Fark-GMM	Sistem-GMM
	(1)	(2)	(3)	(4)
Açıklayıcı Değişkenler				
Kaldıraç Oranı (t-1)	0.446***	0.883***	0.348*	0.606***
	(4.368)	(9.011)	(1.813)	(5.984)
Maddi Duran Varlıklar	0.292**	0,0238	0.693*	-0,000743
	(2.418)	(0.303)	(1.650)	(-0.00872)
Borç Dışı Vergi Kalkanı	-2,661	0,137	2.747*	1,136
	(-1.564)	(0.202)	(1.663)	(1.532)
Karlılık	-0.711**	-0.570**	-0,428	-0,194
	(-2.419)	(-2.401)	(-1.279)	(-0.988)
Büyükölük	-0,0295	-0,00266	-0,0256	0.0491*
	(-1.174)	(-0.106)	(-0.430)	(1.655)
Büyüme	-0,0284	-0.0677***	0,0155	-0,0269
	(-1.147)	(-3.062)	(0.426)	(-1.072)
Sabit		0,0896		-0,0243
		(1.476)		(-0.379)
Gözlem Sayısı	590	649	818	897
Firma Sayısı	59	59	78	78
Enstrüman Sayısı	57	52	33	66
ar1	-3,299	-3,721	-2,697	-3,678
ar1p	0,000969	0,000199	0,007	0,000235
ar2	-0,00789	0,158	-1,375	-1,574
ar2p	0,994	0,874	0,169	0,116
hansen	55,45	45,16	25,79	60,4
hansenp	0,311	0,465	0,53	0,425

* katsayı % 1 seviyesinde anlamlı olduğunu gösterir.

** katsayı % 5 seviyesinde anlamlı olduğunu gösterir.

*** katsayı % 10 seviyesinde anlamlı olduğunu gösterir.

AR1 testi, seride birinci dereceden otokorelasyon olup olmadığını test etmek için yapılmıştır. Sıfır (Null) hipotezi otokorelasyon olmadığıdır. Regresyonlarda sağ taraftaki açıklayıcı değişkenlerden bir tanesi bağımlı değişkenin birinci dereceden gecikmeli değeri olduğu için ar1 testinde beklenen sonuç birinci dereceden otokorelasyon çıkmasıdır. Tablo 6.6'da dört farklı modelin ar1 testi olasılık değerlerinden (ar1p) görüleceği üzere birinci dereceden otokorelasyon olmadığı hipotezi reddedilmiştir. Diğer bir deyişle teorik olarak beklediğimiz üzere birinci dereceden otokorelasyon vardır.

AR2 testi, seride ikinci dereceden otokorelasyon olup olmadığını test etmek için yapılmıştır. Sıfır (Null) hipotezi otokorelasyon olmadığıdır. Tahmin etmeye çalıştığımız modelde teorik olarak sadece birinci

dereceden gecikme açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır. Bu nedenle modelin doğru tahminler yapabilmesi için ikinci dereceden otokorelasyon olmaması gerekir. Tablo 6.6'da dört farklı modelin ar2 testi olasılık değerlerinden (ar2p) görüleceği üzere ikinci dereceden otokorelasyon olmadığı hipotezi reddedilememiştir. Diğer bir deyişle bütün modellerde teorik olarak beklediğimiz üzere ikinci dereceden otokorelasyon yoktur.

Hansen testi, Arellano Bond modelinde kullanılan enstrümanların geçerliliğinin testi için yapılmıştır. Modellerde bağımlı değişkenin (kaldıraç oranı) gecikmeli değerleri enstrüman olarak kullanılmıştır. Kullanılan enstrümanların yeterli ve geçerli olabilmesi için Hansen testinin olasılık değeri en düşük %10 ve üzerinde olmalıdır. Tablo 6.6'da dört farklı modelin Hansen testi olasılık değerlerinden (Hansenp) görüleceği üzere bütün değerler en az 0.30 ve üzerindedir. Diğer bir deyişle kullanılan enstrümanlar yeterli ve geçerlidir.

Birim kök testi, durağanlık olup olmadığını ölçmek için kullanılmaktadır. Literatürü incelediğimizde birim kök testi yapan çalışmalar olduğu gibi yapmayan da vardır. Verilerin sadece zaman serisi verisi olduğu durumlarda durağanlığı test etmek gerekir, ancak araştırmamızda veri panel veri seti olduğundan ve kullanılan ekonometrik yöntemden dolayı, literatüre de paralel olarak (Ha, Wei vd. 2016) (silva ve cerqueira 2017) birim kök testi yapılmamıştır.

Firmaların Sukuk veya Bono İhraç Etme Tercihleri:

Dengeleme teorisinde hedef borçlanma oranının belirlenmesinde BORÇ(t -1) ifadesi uyarlama hızını göstermektedir. Sistem-GMM yöntemine göre bono için hız yaklaşık olarak % 39 (1-0,606), sukuk için ise yaklaşık % 11'dir (1-0,883). Fark-GMM yöntemine göre ise hız bono için yaklaşık olarak % 65 (1-0,348), sukuk için yaklaşık % 55'tir (1-0,446). Ekonomik olarak uyarlama hızı % 30 üstünde olduğunda hedef borçlanma seviyesine üç buçuk seneden kısa bir zamanda ulaşılabilir. Bono ihraç eden firmaların daha yüksek bir uyarlama hızına sahip oldukları görülmektedir. Bono ihraç eden firmaların sukuk ihraç eden firmalara göre daha kolay borçlandığı görülmüştür. Bono ihraç eden firmalar sukuk ihraç eden firmalara göre daha hızlı borçlarını kapatabilmektedirler. Uyarlama hızının ekonomik ve finansal olarak önemli bir yeri vardır, dengeleme teorisinde hedef borç miktarının önemli belirleyicilerinden birisidir. Mohamed vd. (2015) yaptığı araştırmada Sistem-GMM metoduna göre hedef borçlanma seviyesi sukukta %38, bonoda ise %29'dur. Aynı araştırmada Standard-GMM metodunun sonuçlarına göre ise hedef borçlanma seviyesi sukuk için %35, bono için ise %38 olmaktadır. Araştırmanın bulguları Mohamed vd., (2015) Sistem-GMM sonuçları ile karşılaştırıldığında sukuk'un hedef borçlanma uyarlama hızının Mohamed vd., (2015) araştırmasında bulunandan daha yüksek olduğu görülmektedir. Öte yanda Shah (2012) uyarlama hızını % 49, Haron and Khairunisah (2012) ise %57 olarak hesaplamışlardır ki bu oranlar araştırmamız hesaplanandan daha yüksektir. Dang (2013) araştırmasında uyarlama hızı İngiltere'deki firmalarda % 42-43, Almanya'daki firmalarda % 45-49 ve Fransız firmalarında ise %44-51 seviyelerindedir.

“Maddi Duran Varlıkların” katsayıları Sistem-GMM metoduna göre sukuk ve bono için anlamlı bulunmamıştır. Fark-GMM metodu ile incelendiğinde ise “Maddi Duran

Varlıkların” katsayıları hem sukuk hem de bono için anlamlıdır. Borçlanmaya maddi duran varlıkların pozitif ve önemli bir etkisi olduğu görülmektedir. İşletmelerin maddi duran varlıklarının çok olması daha düşük iflas maliyeti oluşturduğundan daha kolay borçlanılabilmektedir. Bulgular bono ihraç eden firmalar için sukuk ihraç eden firmalara göre bu etkinin iki kat daha fazla olduğunu göstermektedir. Sukuk ve bononun maddi duran varlıklarla aralarındaki pozitif ilişki bulgusu dengeleme teorisi ile uyumludur. Araştırmamızın bulguları Rajan ve Zingales (1995) ve Jong vd. (2007) çalışmalarıyla da uyumludur. Mohamed vd. (2015) çalışmalarında ise Sistem ve Standart GMM metodlarına göre bonoda maddi duran varlıklarla borçlanma arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulgusuna ulaşılmış, ancak sukukta anlamlı bir ilişki olmadığı görülmüştür.

Borç dışı vergi kalkanının katsayıları Sistem-GMM yönteminde sukuk ve bonoda anlamlı değildir. Fark-GMM yöntemine göre ise katsayı bonoda pozitif ve anlamlıdır. Bono ihracı yöntemiyle firma borçlanması arttıkça firmaların borç dışı vergi kalkanı da artmaktadır. Bono ihraç eden firmaların borçlanma giderlerinin vergiden indirilmesi yoluyla sağladıkları avantajlar dışındaki avantajlar kaldırınca birlikte artmaktadır. Mohamed vd. (2015) çalışmalarında bu değişken için Sistem-GMM modeline göre anlamlı bir negatif ilişki mevcuttur.

“Karlılık” ile bono arasında Fark-GMM ve Sistem-GMM yöntemlerine göre anlamlı bir ilişki ortaya çıkmazken, “karlılık” ile sukuk arasında Fark-GMM ve Sistem-GMM yöntemleri göre anlamlı ve negatif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Dengeleme teorisine uyumlu bir şekilde borçlanma arttıkça karlılık azalmaktadır. Mohamed vd. (2015) çalışmasında bonoda anlamlı bir ilişki ortaya çıkarken araştırmamızda sukukta anlamlı bir ilişki çıkmıştır. Ancak karlılık ile borçlanma arasındaki ilişki her iki çalışmada da negatiftir. Frank ve Goyal (2005) yaptığı araştırmanın sonuçları da çalışmamızla uyumludur.

İşletme büyüklüğü ile sukuk arasındaki ilişki incelendiğinde; Fark-GMM ve Sistem-GMM yöntemlerinin sonuçlarına göre anlamlı bir ilişki söz konusu değildir. Bono için işletme büyüklüğü Fark-GMM yöntemine göre de anlamlıdır. Sistem-GMM yöntemine göre sukuk için işletme büyüklüğünün katsayısı anlamlı ve pozitiftir. Büyük firmalarda bilgi asimetrisi daha az olduğundan, borçlanma ve büyüklük arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenmektedir. Çalışmanın bu değişkenle ilgili bulguları daha önce yapılan araştırmaların bulguları ile uyumludur. Bono ihracı arttıkça işletme büyüklüğü de artmaktadır. Bulgular bononun daha büyük firmalar tarafında tercih edilen bir borçlanma yöntemi olduğunu göstermektedir. Nagano (2010) ile Shahida ve Saharah (2013) çalışmamızda olduğu gibi büyüklükle ilgili pozitif katsayılar raporlamaktadırlar. Mohamed vd. (2015) ise sukukta Standart-GMM metoduna göre firma büyüklüğü ile borçlanma arasındaki ilişkinin negatif

olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Sistem-GMM yöntemine göre sukuk için firma büyüme olanakları borçlanma arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır. Bu da işletmelerin sukuk ihraç etmelerinin büyümelerine olumsuz etkileri olduğunu göstermektedir. Araştırmamızın sonuçlarının dengeleme teorisinin ngrleri ile uyumlu olmadığı gözlenmiştir. Haron and Khairunisah (2012) bu iki değişken arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Mohamed vd. (2015) ise Sistem-GMM modeline göre sukuk için pozitif anlamlı bir ilişki raporlamaktadırlar.



SONUÇ

Araştırmada, firmaların bono veya sukuk ihracı tercih sebepleri; kısmi ayarlama metodu, standart-GMM ve sistem-GMM ekonometrik yöntemleri ile dengeleme teorisi ve finansal hiyerarşi teorileri göz önünde bulundurularak, hedef borçlanma düzeyinin belirlenmesinde kullanılan değişkenler yardımıyla incelenmiştir.

Finans sektörü firmaları, muhasebesel yapıları normal firmalardan farklı olduğu için, araştırma kapsamının dışında bırakılmıştır. Sukuk ihracı olmayan veya çok az sukuk ihracı olan ülkeler de kapsam dışında bırakılmıştır.

Yedi ülkenin (Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Hong Kong, Malezya, Pakistan, Singapur, Suudi Arabistan) verileri veri tabanlarından temin edilerek örneklem oluşturulmuştur. Bu ülkelerin 2015 yılı yerel sukuk ihraç miktarları toplamı dünya sukuk ihraç rakamının % 80,44'ünü oluşturmaktadır.

Araştırmamızın sonuçları; bono ihraç eden firmaların sukuk ihraç eden firmalardan çok daha yüksek bir uyarlama hızına sahip olduklarını göstermektedir. Bono ihracı yapan firmalar, sukuk ihraç eden firmalara göre hedeflenen borçlanma seviyesine daha kısa sürede ulaşabilmektedir. Bu da bono ihraç eden firmaların borca erişim hızının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bono ihraç eden firmalar borçlarını daha hızlı şekilde kapatabilmektedirler.

Maddi duran varlıklar arttıkça firmaların sukuk ve bono ihracının arttığı görülmektedir. Maddi duran varlıklar firmalar tarafından kredi verenlere teminat olarak ipotek verebilmektedirler. İşletmede bulunan maddi duran varlıkların miktarı arttıkça, kredi kurumlarından kredi alabilmesi kolaylaşmaktadır. İşletmeler daha uygun kredi oranlarında ve uygun koşullarda kredi alabilmektedir. Araştırmanın önemli sonuçlarından biri de bono ihraç eden firmaların maddi duran varlıklarının artışıyla birlikte sukuk ihraç edenlere göre daha fazla borçlanabildiği bulgusudur.

Bulgulara göre, bono ihracının artmasıyla borç dışı vergi kalkanı da artmakta, bono ihraç eden firmalar hem borcun sağladığı vergi kalkanından hem de borç dışı vergi kalkanından yararlanabilmektedirler.

Sukuk ihraç eden firmalar için borçlanmanın artmasının büyümeye negatif etkisi vardır.

Bono ihraç eden firmaların karlılığı ile borçlanması arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Sukuk ihraç eden firmaların ise borçlanması arttıkça karlılığı düşmektedir.

Bono ihraç eden firmaların borçlanması arttıkça firmaların büyüklüğünün de arttığı gözlenmiştir.

Borçlanma artışı ile birlikte bono ihraç eden şirketlerin sukuk ihraç eden şirketlerin iki katı kadar maddi duran varlıklarında artış meydana gelmektedir. Bono ihracı firmanın varlık artışına sebep olmaktadır.

Sukukun bonoya göre kat etmesi gereken yollar olduğu, ihracın firmalara etkilerine bakıldığında görülmektedir. Sukukta ihracın bir varlığa dayalı olması ve ihraç için varlık kiralama şirketinin gerekliliği bonoya göre ihracın daha zor olmasına neden olmaktadır. Sukuk bilinirliği çok fazla olmayan bir İslami finansman yöntemidir. Türkiye'ye 2010 yılında girmiş olan bu ürün için yasal ve ekonomik yapının ihraca tam uyum sağlaması zaman alabilecektir. Türkiye'de en çok kullanılan sukuk icara sukukudur ve sabit kira getirisi olan bir yöntemdir. Firmalar sukuk ihraç ederek sadece İslami finansman yöntemlerini kullananlara değil tüm yatırımcılara ulaşarak daha geniş bir hedef kitleye hitap etme şansı yakalayabilirler.

KAYNAKÇA

- Abdel-Khaleq, A. H. ve Richardson, C. F. (2006). "New horizons for Islamic securities: Emerging trends in Sukuk offerings". *Chi. J. Int'l L.*, 7: 409.
- Adam, N. J. ve Thomas, A. S. (2004). *Islamic Bonds: Your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk*. Euromoney Books, Londra.
- Ahmad, W. ve Radzi, R. M. (2011). "Sustainability of sukuk and conventional bonds during financial crisis: Malaysian capital market". *Global Economy and Finance Journal*, 4(2), 33-45.
- Akbulak, Y. ve Özgüç, E. (2004). "Alternatif Finansman Yöntemi Olarak İslami Finansal Araçlar ve Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Düşünceler" *Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi*, (39): 80.
- Akerlof, G., Spence, M., ve Stiglitz, J. (2001). "Markets with Asymmetric information." *Committee, Nobel Prize*.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım, İstanbul.
- Akgüç, Ö. (2011). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Aktepe, E. (2013). *Sorularla Katılım Bankacılığı*. TKBB, İstanbul.
- Altman, E. I., (1984). "A Further Empirica Investigation of The Bankruptcy Cost Questions". *The Journal of Finance*, 39(4): 1067-1085.
- Arnold, G. (1998). *Corporate Financial Management*. Prentice Hall, England.
- Arnold, G. (2002). *Corporate Financial Management*. Prentice Hall, Pearson Education, Amerika Birleşik Devletleri.
- Aydın, N., Başar, M., ve Coşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Azmat, Saad, Michael Skully, ve Kym Brown (2014). "Issuer's Choice of Islamic Bond Type". *Pacific-Basin Finance Journal* 28: 122-135.
- Blundell, R. W. ve Bond, S.R., (1998) "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models". *J. Econ.* 87: 115-143.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., ve Maksimovic, V. (2001). "Capital structures in developing countries". *The journal of finance*, 56(1), 87-130.
- Branch, B. (2002). "The costs of bankruptcy: A review". *International Review of Financial Analysis*, 11(1): 39-57.
- Brealey, A. R. ve Myers C. S., (1991). *Principle of Corporate Finance*. McGraw Hill, Amerika Birleşik Devletleri.

- Brealey, A. R. Myers C. S. ve Marcus J. A. (1999). *İşletme Finansının Temelleri* (Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan, H. Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Brealey, A. R. (2001). "Bank capital requirements and the control of bank failure". In *Financial Stability and Central Banks: A Global Perspective*. Routledge.
- Brealey R. A. ve Myers C. S. (2003). *Financing and Risk Management*. McGraw-Hill, Amerika Birleşik Devletleri.
- Brealey, Richard A. ve Myers C. S., (2009). *Principle of Corporate Finance*. McGraw Hill, Amerika Birleşik Devletleri.
- Brigham, E. F. (1989). *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press, İngiltere.
- Brigham, E. ve Gapenski, L. (1991). *Financial Management Theory and Practice*, The Dryden Pres, Amerika Birleşik Devletleri.
- Brigham, E., ve Houston, J. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. South-Western Cengage Learning, Ohio.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2011). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning. Amerika Birleşik Devletleri.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2012). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning. Amerika Birleşik Devletleri.
- Cakir, S. ve Raei, F. (2007). "Sukuk vs. Eurobonds: Is there a difference in Value-at-Risk?" *IMF Working Papers*: 1-20.
- Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Kitabevi, Bursa.
- Chen, J. J. (2004). "Determinants of capital structure of Chinese-listed Companies". *Journal of Business research*, 57(12): 1341-1351.
- Chen, J., ve Strange, R. (2005). "The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed Companies". *Economic Change and Restructuring*, 38(1): 11-35.
- Copeland, T. E. ve Weston J. F. (1988). "Financial Theory and Corporate Policy". Addison-Wesley, Massachusetts.
- Çağlayan, E. (2006). "Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli". *İktisat İşletme ve Finans*, 21 (248): 66-76
- Colombo, E. (2001), "Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms," *Applied Economics*, 33(13):1689-1701.
- Dang, V. A. (2013). "Testing Capital Structure Theories Using Error Correction Model: Evidence from UK, France and Germany. Appl. Econ" *Applied Economics*, 45:171-190.

- Dechani, T., Karim, R.A.A. ve Murinde, V. (1999). "The capital structure of Islamic banks under the contractual obligation of profit sharing." *Int.J. Theor. Appl. Financ*, 2 (3): 243-283.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., ve Pescetto, G. (2004). "The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region", *Journal of multinational financial management*, 14(4): 387-405.
- DIFC Dubai International Financial Centre (2009). *Sukuk Guide Book*. Dubai Uluslararası Finans Merkezi, Dubai.
- Diyanet İşleri Bakanlığı, (2010) "Canlı Tutulması Gereken Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Karz-ı Hasen" *Diyanet Avrupa Dergisi* 2010(10):10
- Durukan, M. B. (1997). "Hisse Senetleri İmkb'de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma: (1990-1995). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi*, 1(3): 77.
- Ehrhardt, M. C., ve Brigham, E. F. (2006). *Corporate Finance: A Focused Approach*. Cengage Learning, Amerika Birleşik Devletleri.
- Elgari, M. A. (1997). "Short term financial instruments based on salam contracts. Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization". *Islamic Research and Training Institute*, Cidde.
- El Mosaid, F., ve Boutti, R. (2014). "Sukuk and bond performance in Malaysia". *International Journal of Economics and Finance*, 6(2):226.
- Eren, E. (2005). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*. Beta Yayınları, İstanbul.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (2000). "Characteristics, covariances, and average returns: 1929 to 1997". *The Journal of Finance*, 55:389-406.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (2002). "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*". 15(1): 1-33.
- Feidakis, ve Rovolis, A. (2007). "Capital structure choice in European Union: evidence from the construction industry". *Applied Financial Economics*, 17(12):989-1002.
- Flannery, M. ve K. Rangan. (2006). "Partial adjustment toward target capital structures.", *Journal of Financial Economics* 79: 469-506.
- Frank, M.Z. ve V. K. Goyal (2005). *Tradeoff and pecking order theories of debt*. Working Paper, University of British Columbia, Kanada.
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2007). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. North Holland, İngiltere.
- Friend, I. ve Lang L. H. P. (1988). "An empirical test of the impact of managerial self-interest on

- corporate capital structure”. *Journal of Finance*, (43): 271-281.
- Gaud, P., E. Jani, M. Hoesli, ve A. Bender (2005). “The capital structure of Swiss companies: An empirical analysis using dynamic panel data,” *European Financial Management* 11: 51-69.
- Godlewski, C. J., Turk R., ve Weill, L. (2011). “Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments?”.
- Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., ve Weill, L. (2013). “Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective”. *Journal of Comparative Economics*, 41(3): 745-761.
- Gönenç, H., ve Arslan, O. (2003). “Capital structure of the Turkish domestic and international real sector firms”. *Istanbul Stock Exchange Review*, 7(25-26):41-64.
- Greene, W. H. (2002). *Economic Analysis*. Prentice Hall Yayınları, Amerika Birleşik Devletleri
- Ghazouani, T. (2013). “The conceptual figure of Modigliani and Miller Theory”. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3): 625-636.
- Gül, A. R. (2005). “Faizsiz Bankacılığın Dini Temeli Açısından Mudarabe ile Selef Yöntemlerinin Mukayesesi”. *Ankara Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 46(1):48.
- Gülşen, A. Z. (2012). “Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi Ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama”. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(15): 50-51.
- Ha, W., Yi, J., Yuan, Y., ve Zhang, J. (2016). "The dynamic effect of rural-to-urban migration on inequality in source villages: System GMM estimates from rural China." *China Economic Review*, 37: 27-39.
- Haider, J., ve Azhar, M. (2011). “Islamic Capital Market: Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario”: 60.
- Haugen, R. A. ve Senbet, L. W. (1978). “The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure”. *The Journal of Finance*, 33(2): 383-393.
- Hennessy, C. A., ve Whited, T. M. (2006). “Debt Dynamics”. *The Journal of Finance*, 60(3): 1129-1165.
- Huang, R. ve Ritter, J. R. (2005). “Testing the market timing theory of capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*”, 1:221-246.
- Huang, G. ve Song, F.M (2006). “The determinants of capital structure: Evidence from China”. *China economic review*, 17(1): 14-36.

- Huang, R., ve J. Ritter. (2009). "Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44: 271-237.
- Hubbard, R. G. ve Hubbard, R. G. (1994). *Money, The Financial System and The Economy*. Addison-Wesley, Amerika Birleşik Devletleri.
- Hubbard, R. G. (2002) *Money, The Financial System and The Economy*, Addison-Wesley, Amerika Birleşik Devletleri.
- IIFM (International Islamci Finance Market). (2016). *A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market* International Islamci Finance Market (IIFM), Bahreyn.
- IIFM (International Islamci Finance Market). (2017). *A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market* International Islamci Finance Market (IIFM), Bahreyn.
- Jensen, M. C. ve Meckling, W. H. (1976). "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Jong D. A., Verbeek M., ve Verwijmeren P. (2007). "The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of the Pecking Order Theory" *Financial Management, Forthcoming*, 1-39.
- Karacan, A. İ. (2000). *Bankacılık ve Kriz: Bir Yazın Taraması*. Creative Yayıncılık, İstanbul.
- Khan, M. A. (2003). *Islamic Economics and Finance*. Routledge, İngiltere.
- Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ. (2010). Resmi Gazete, 27539, 01/04/2010.
- Lemmon, M., Roberts, M. ve J. Zender. (2008). "Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure." *Journal of Finance* 63:1-37.
- Malezya Uluslararası İslam Finans Merkezi, Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC). (2015). *2015 Sukuk Report.*, Malezya.
- McLarney, C. ve Rhyno, S. R. (2000). "International Joint Venture Negotiations: Using Reciprocating Agency Theory to Examine Behaviour and Relationship Outcomes". *Journal of global business*, 11(21), 37-46.
- Megginson, W. L. (1997). *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley, Amerika Birleşik Devletleri
- Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction". *The American Economic Review*, 53(3): 433-443.

- Mohamed, H. H., Masih, M., ve Bacha, O. I. (2015). "Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models". *Pacific-Basin Finance Journal*, 34: 233-252.
- Moyer, B., McGuigan, J., ve Kretlow, W. (2001). *Contemporary Financial Management*. South-Western College Publishing, Ohio.
- Myers, S. C., ve Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myers, S. C. (2001). "Capital Structure". *The Journal of Economic Perspective*, 15(2): 81-102.
- Miguel, A. ve J. Pindado (2001). "Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data," . *Journal of Corporate Finance*, c.7. S.1. ss. 77-99.
- Nagano, M., (2010). "Islamic Finance and the Theory of Capital Structure", MPRA Paper 24567. University Library of Munich, Germany
- Okka, O. (2009), *Finansal Yönetim*. Nobel Yayın Dağıtım, Konya.
- Okuyan, H. A. ve Taşçı, H. M. (2010) "Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama", *Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 4(1): 277.
- Oruç, E. (2008). *Finansal Hiyerarşi Teorisinin İMKB'de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Test Edilmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya.
- Özdemir, M. (1999) *Finansal Yönetim*, Türkmen Yayınları: İstanbul.
- Padron Y. G., Apolinario C. M. R., Santana M. O., Martel V. C. M. ve Sales J. L. (2005). "Determinants Factors of Leverage: An Empirical Analysis of Spanish Corporations", *Journal of Risk Finance*, (6):160-68.
- Peterson P. P. (1994) *Financial Management and Analysis*. McGraw-Hill, Amerika Birleşik Devletleri.
- Pike, R. ve Neale, B. (2003). *Corporate Finance And Investment: Decisions & Strategies*. Prentice Hall, İngiltere.
- Pike, R. ve Neale, B. (2006). *Corporate Finance And Investment: Decisions & Strategies*. Pearson Education, İngiltere.
- Rajan, R. G. ve Zingales, L. (1995). "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *The Journal of Finance*, 50(5):1421-1460.
- Roodman, D. (2006). "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata". *Center for Global Development Working Paper*, (103): 1-44

- Ross, S. E. (1977) "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach". *Journal of Economics*, 8:23-40.
- Leland, H. E., ve Pyle, D. H. (1977) "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation". *Journal of Finance*, 32:371-378.
- Saeed, A. (2007). *The Determinants of Capital Structure in Energy Sector*. Blekinge Institute of Technology School of Management, Yüksek Lisans Tezi, İsviçre.
- Scherr C. F. (1988) "The Bankruptcy Cost Puzzle". *Quarterly Journal of Business and Economics*, 27(3): 147-179.
- Schwartz, E. (1959). "Theory of the Capital Structure of the Firm". *The Journal of Finance*, 14(1): 18-39.
- Scott Jr, J. H. (1976). "A theory of optimal capital structure". *The Bell Journal of Economics*: 33-54.
- Securities & Investment Institute. (2013). *Islamic Finance Qualification (IFQ): The Official Workbook*. Securities & Investment Institute, İngiltere.
- Shafî, R. M. ve Redzuan, M. A. (2010). "Modelling Sukuk Structures In Indonesia: Economic Development And The Risk Management". *Universiti Teknologi MARA Johor*, :1-19.
- Shaikh, S. ve Saeed, S. (2010). "Sukuk Bond: The Global Islamic Financial Instrument". *Business Islamica*, 1(11):1-12
- Short, H., Keasey, K. ve Duxbury, D. (2002). "Capital Structure, Management Ownership And Large External Shareholders: A UK Analysis". *International Journal of the economics of Business*, 9(3): 375-399.
- Sole, J. (2008). "Prospects And Challenges For Developing Corporate Sukuk And Bond Markets International Monetary Fund. Lessons From A Kuwait Case Study". *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(1): 20-30.
- Strebulaev, I. A. (2007). "Do tests of capital structure theory mean what they say?". *The Journal of Finance*, 62(4):1747-1787.
- Taggart, R. A. (1977). "A Model of Corporate Financing Decisions". *The Journal of Finance*, 32 (5):1467-1484.
- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2005). "Finansal Danışmanlık: İşletme Düzeyindeki Sorunların Çözümüne Doğru Bütüncül Bir Yaklaşım". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 25: 33
- Tariq, A. A. (2004). *Managing financial risks of sukuk structures*. Loughborough University, İngiltere.

- Titman, S. ve Wessels, R. (1988). "The determinants of capital structure choice", *The Journal of Finance*, 43(1):1-19.
- Tok, A. (2009) "İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirme". Ankara
- Türko, M. R. (1994) *Finansal Yönetim*, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum.
- Uğur, A. (2009). *Hisse Senedi Getirilerinin Panel Veri Analizi ile Tahmini: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Malatya.
- Voulgaris, F., D. Asteriou ve G. Agiomirgianakis (2004). "Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector". *International Review of Applied Economics*, 18(2):247-262.
- Wald J., (1999) "How firm characteristics affect capital structure: An international comparison". *Journal of Financial Research*, 22:161-187.
- Wilson, R. (2008). "Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities". *Humanomics*, 24(3): 170-181.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). "An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms". *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3): 371-403.
- Wruck, K. H. (1990). "Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency". *Journal of Financial Economics*. 27(2): 419-444.
- Yener, A. L. (2002). *Türk Firmalarının Sermaye Yapısı Etkileyen Faktörler: Beşyüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Görenler İçin Bir Analiz*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yıldız, M. E., Yalama, A. ve Güven Sevil, G. (2009). "Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Panel Veri Analizi Kullanılarak İmkb İmalat Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Uygulama", *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, 24(278): 27.
- Zeren, Fatma ve Ergun, Suzan, (2010), "AB'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi", *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 1(4):67-83.
- Dubai International Finance Center (DIFC), "Sukuk Guide Book". <http://www.difc.ae/sites/default/files/attached/5712/6707/6429/islamic.pdf> (erişim tarihi 10.08.2015)
- Diyanet İşleri Bakanlığı, "Canlı Tutulması Gereken Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Karz Hasen" <http://www.diyanet.gov.tr/tr/icerik/canli-tutulmasi-gereken-sosyal-yardimlasma-ve-dayanisma-karz-i-hasen/6606> (erişim tarihi: 09.09.2015)

Institute of Islamic Banking and Insurance (IIBI), “Glossary of Financial Terms”.

http://www.islamic-banking.com/glossary_r.aspx (erişim tarihi 03.09.2015)

Nobel Prize, “The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel

2001”. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001

(erişim Tarihi: 20.05.2016).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “Kira Sertifikalarına Ve Varlık Kiralama şirketlerine İlişkin

Esaslar

Hakkında

Tebliğ”

[http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=393&ct=f&action=displayfil](http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=393&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf&submenuheader=null)

[e&ext=.pdf&submenuheader=null](http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=393&ct=f&action=displayfile&ext=.pdf&submenuheader=null) (erişim tarihi: 29.07.2015)



ÖZGEÇMİŞ

Adı ve SOYADI : Duran ÖZEN
Doğum Yeri - Tarihi : Antalya 25/08/1983

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise :N. B. S. Anadolu Dış Ticaret Meslek Lisesi, Antalya, 2003

Lisans Diploması :Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İngilizce İşletme Bölümü, İzmir, 2009

Yüksek Lisans

Diploması :Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, , Antalya, 2017

Tez Konusu : Firmaların Kira Sertifikası (Sukuk) veya Klasik Bono İhraç Etme Nedenlerinin Kısmi Ayarlamalar Metodu ile İncelenmesi

Yabancı Dil :İngilizce

İş Denevimi

Stajlar : Ral Tekstil Dış Ticaret, 2004

Çalıştığı Kurumlar : İş Bankası, Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.
Pazarlama Uzmanı, (2017- Devam Ediyor)
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.
Bireysel Pazarlama Uzman Yardımcısı, (2010 – 2013)

E-Posta : duranozen@yahooo.com