



**MALİ ve İKTİSADİ DEĞİŞKENLERİN BİST’TE
İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN SERMAYE
YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Khadijeh AGHAPOUR

**Yüksek Lisans Tezi
İşletme Anabilim Dalı
Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN
2016
Her Hakkı Saklıdır**

**T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

Khadijeh AGHAPOUR

**MALİ ve İKTİSADİ DEĞİŞKENLERİN BİST’TE İŞLEM GÖREN
ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TEZ YÖNETİCİSİ
Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN**

ERZURUM-2016



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ



TEZ BEYAN FORMU

25.05.2016

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum “**MALİ ve İKTİSADİ DEĞİŞKENLERİN BİST’TE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**” adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

☐ Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

☐ Tezim/Raporum sadece Atatürk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

☐ Tezimin/Raporumun yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

Khadijeh AGHAPOUR



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Yard.Doç.Dr. O. Berna İPEKTEN danışmanlığında, **Khadijeh AGHAPOUR** tarafından hazırlanan bu çalışma **25 / 05 / 2016** tarihinde aşağıdaki jüri tarafından. **İŞLETME** Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Yard.Doç.Dr. O. Berna İPEKTEN

İmza: 

Jüri Üyesi : Yard.Doç.Dr. Ensar AĞIRMAN

İmza: 

Jüri Üyesi : Yard.Doç.Dr. Şakir DİZMAN

İmza: 

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. / /

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM

Enstitü Müdürü

F-85/00/22.02.2012

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	VI
ABSTRACT	VII
KISALTMALAR DİZİNİ	VIII
TABLolar DİZİNİ	IIx
GRAFİK DİZİNİ.....	x
ÖNSÖZ.....	xI
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI ve SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

1.1. SERMAYE KAVRAMI	3
1.1.1. Borç ve Özsermaye Arasındaki Farklar	5
1.1.1.1. Vade	5
1.1.1.2. Firma Geliri Üzerindeki Talep Hakkı	5
1.1.1.3. Firmanın Varlıkları Üzerindeki Talep Hakkı	6
1.1.1.4. Yönetime Katılma Hakkı	6
1.2. SERMAYE MALİYETİ	7
1.2.1. Borcun Maliyeti	8
1.2.2. Özsermaye Maliyeti	9
1.2.2.1. Kâr Payının Değerlendirilmesi Modeli	10
1.2.2.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM).....	11
1.2.2.3. Borcun Vergi Öncesi Maliyeti ve Risk Primi Yaklaşımı.....	11
1.2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	12
1.3. SARMAYE YAPISI	13
1.3.1. Sermaye Yapısı Yaklaşımları	15
1.3.1.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri	16
1.3.1.1.1. Net Gelir Teorisi.....	16
1.3.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi.....	18
1.3.1.1.3. Geleneksel Teori.....	20

1.3.1.1.4. Modigliani ve Miller Teorisi	23
1.3.1.1.5. Miller Teorisi.....	26
1.3.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri	27
1.3.2.1. Dengeleme Teorisi	27
1.3.2.2. Finansman Hiyerar Çisi Teorisi	29
1.3.2.3. İşaret Etkisi Teorisi	32
1.3.2.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisi.....	35

İKİNCİ BÖLÜM

BİLANÇONUN BİÇİMSEL YAPISI ve SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. BİLANÇONUN BİÇİMSEL YAPISI	39
2.1.1. Dönen Varlıklar ve Envanter İşlemleri	41
2.1.1.1. Hazır değerler	41
2.1.1.2. Menkul Kıymetler	42
2.1.1.3. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (K.V.T.A).....	43
2.1.1.4. Ticari Alacaklar (TA).....	43
2.1.1.5. Verilen Depozito ve Teminatlar	44
2.1.1.6. Şüpheli Ticari Alacaklar	44
2.1.1.7. Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı	44
2.1.1.8. Stoklar	44
2.1.1.9. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	45
2.1.1.10. Diğer Dönen Varlıklar	45
2.1.2. Duran Varlıklar ve Envanter İşlemleri.....	46
2.1.2.1. Ticari Alacaklar.....	46
2.1.2.2. Diğer Alacaklar	46
2.1.3. Mali Duran Varlıklar	46
2.1.2.4. Maddi Duran Varlıklar	47
2.1.2.5. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	47
2.1.2.6. Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar.....	48
2.1.2.7. Gelecek Yıllara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları.....	48
2.1.2.8. Diğer Duran Varlıklar	48

2.1.3. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	48
2.1.3.1. Finansal Borçlar	48
2.1.3.2. Ticari Borçlar	49
2.1.3.2.1. Ticari Borçtan Borç Senetleri (Net)	49
2.1.3.2.2. Satıcılar	49
2.1.3.2.3. Verilen Çekler	49
2.1.3.2.4. Alınan Depozito ve Teminatlar:	49
2.1.3.2.5. Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları :	50
2.1.3.3. Diğer borçlar	50
2.1.3.4. Alınan Avanslar	50
2.1.3.5. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	51
2.1.3.6. Borç ve Gider Karşılıkları	51
2.1.3.7. Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	51
2.1.3.8. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	52
2.1.4. Uzun Vadeli Borçlar	52
2.1.4.1. Finansal Borçlar	52
2.1.4.2. Ticari Borçlar	53
2.1.4.3. Diğer Borçlar	53
2.1.4.4. Alınan Avanslar	53
2.1.4.5. Borç ve Gider Karşılıkları	54
2.1.4.6. Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	54
2.1.4.7. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	54
2.1.5. Öz kaynaklar	54
2.1.5.1. Ödenmiş Sermaye	55
2.1.5.2. Sermaye Yedekleri Hesabı	55
2.1.5.2.1. Hisse Senedi İhraç Primleri	55
2.1.5.2.2. Hisse Senedi İptal Kârları	55
2.1.5.2.3. M.D.V. Yeniden Değerleme Artışları	56
2.1.5.2.4. İştirakler Yeniden Değerleme Artışları	56
2.1.5.2.5. Diğer Sermaye Yedekleri	56
2.1.5.3. Kâr Yedekleri	56
2.1.5.3.1. Yasal Yedekler	56

2.1.5.3.2. Statü Yedekleri	56
2.1.5.3.3. Olağanüstü Yedekler	57
2.1.5.3.4. Diğer Kâr Yedekleri	57
2.1.5.3.5. Özel Fonlar	57
2.1.5.4. Geçmiş Yıl Kârları	57
2.1.5.5. Geçmiş Yıl Zararları	58
2.1.5.6. Dönem Net Kârı veya Zararı	58
2.2. İŞLETMENİN SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN KAYNAKLAR	58
2.3. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	60
2.3.1. Firmanın Varlık Yapısı	62
2.3.2. Firma Büyüklüğü	62
2.3.3. Kârlılık	63
2.3.4. Firma Riski	63
2.3.5. Vergi	64
2.3.6. Borç Dışı Vergi Kalkanları	64
2.3.7. Büyüme Oranı	64
2.3.8. Firmanın Likiditesi	65
2.3.9. Borçlanmanın Maliyeti	65
2.4. SERMAYE YAPISININ ÖLÇÜLMESİ	65
2.5. SERMAYE BİLEŞENLERİNİN MALİYETİ	66

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MUHASEBE ve EKONOMİ DEĞİŞKENLERİNİN SERMAYE YAPISI ve KÂRARLARI ÜZERİNDE ETKİSİ

3.1. SERMAYE YAPISI KÂRARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	68
3.1.1. Genel Ekonomik Durumu	68
3.1.2. Endüstrinin Özellikleri	69
3.1.3. İşletmenin Özellikleri	69
3.2. İŞLETMELERİN GENEL EKONOMİK RİSKTEN ETKİLENME KANALLARI	70
3.2.1. Döviz Kuru Kanalı	71
3.2.2. Faiz Oranı Kanalı	72
3.2.3. Banka Kredisi ve Bilanço Kanalları	72

3.2.3.1. Banka Kredi Kanalı.....	72
3.2.3.2. Bilanço Kanalları	73
3.3. MUHASEBE ve EKONOMİ DEĞİŞKENLERİ	73
3.3.1. İşletmede Faiz Oran	73
3.3.2. Gayri Safi Milli Hasıla.....	74
3.3.3. Kredi Kavramı ve İşletmelerin Kredi İhtiyacı	74
3.3.4. Enflasyonun Tanımı.....	75
3.3.5. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı.....	76
3.3.6. Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (U.V.Y.K)	76
3.3.7. Temettü Verimi.....	76
3.3.8. Toplam Borç / Özsermaye Oranı	76
3.4. LİTRATÖR ÖZETİ	77
3.4.1. Dünyada Yapılan Araştırmaların Özeti	77
3.4.2. Türkiyede Yapılan Araştırmaların Özeti	79
3.5. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ, VERİ SETİ ve MODEL	82
3.5.1. Birimkök Testleri.....	86
3.5.2. Tahmin Sonuçları.....	87
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	92
KAYNAKÇA	95
ÖZGEÇMİŞ.....	101

ÖZET**YÜKSEK LİSANS TEZİ****MALİ ve İKTİSADİ DEĞİŞKENLERİN BİST’TE İŞLEM GÖREN
ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ****Khadijeh AGHAPOUR****Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN****2016, 101 sayfa****Jüri: Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN (Danışman)****Yrd. Doç. Dr. Ensar AĞIRMAN****Yrd. Doç. Dr. Şakir DİZMAN**

Çalışmanın amacı, BİST’te işlem gören 40 adet banka, finansman, sigorta, finansal kiralama ve holding şirketlerine ait 2008-2014 yılları arasında yıllık veriler kullanılarak mali ve ekonomik değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu doğrultuda panel veri analizi yöntemi kullanılarak, açıklayıcı değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi tahmin edilmiştir. İşletmelerin kurulabilmesi, faaliyetlerini sürdürebilmesi için uygun tutarlarda ve yapıda sermayeye ihtiyaçları vardır. İşletmelerin sermaye yapısı, temelde yabancı kaynak ve öz kaynak olarak ikiye ayrılır. Araştırma sonuçlarına göre, bir mali değişken olan net kâr sermaye yapısı üzerinde etkili bulunmamıştır. Sermaye üzerinde Borç-Aktif oranının etkisi pozitif olarak elde edilmiştir. İktisadi değişkenler olarak enflasyon ve faiz oranlarının sermaye yapısı üzerinde negatif ve anlamlı ilişkiye sahip oldukları tespit edilmiştir. Ayrıca, döviz kuru ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) değişkenlerinin etkisi bağımlı değişken üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçlarına göre, sermaye yapısı üzerinde enflasyon oranı ve faiz oranı etkisi negatif, döviz kuru ve GSYH’nın etkisi ise pozitif olarak bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: BİST, Sermaye Yapısı, Mali Değişkenler, İktisadi Değişkenler.

ABSTRACT

MASTER THESIS

**FINANCIAL AND ECONOMIC VARIABLES EFFECT ON CAPITAL
STRUCTURE of COMPANIES TRADED IN THE ISTANBUL STOCK
EXCHANGE**

Khadijeh AGHAPOUR

Advisor: Assist. Prof. Dr. O. Berna İPEKTEN

2016, 116 pages

Jury: Assist. Prof. Dr. O. Berna İPEKTEN (Advisor)

Assist. Prof. Dr. Ensar AĞIRMAN

Assist. Prof. Dr. Şakir DİZMAN

The purpose of the study, evaluating the impact of financial and economic variables on capital structure of 40 banks, finance, insurance and leasing of the holding companies traded on Istanbul Stock Exchange (BIST) by using annual data between 2008-2014. In this direction, by using panel data analysis method, the impact of explanatory variables on the capital structure of companies was estimated. In order to establish and maintain of firms capital is necessary. the capital structure of the business, basically divided into liabilities and equity. According to the survey, there was no effect of net profit as fiscal variable, for the capital structure. the effect of the debt-assets ratio was obtained positive on capital structure. Economic variables of inflation and interest rates effecting capital structure sinificantly negative. In addition, the impact of the variable exchange rate and Gross Domestic Product (GDP), on dependent variable was estimated positive and statistically significant. According to the results, the impact of inflation and interest rates on the capital structure are negative and the impact of exchange rate and GDP has been positive on capital structure.

Key Words: Istanbul Stock Exchange, Capital Structure, Accounting Variables, Economic Variables.

KISALTMALAR DİZİNİ

MM	: Modigliani ve Miller
SVFM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
YK/ ÖZ	: yabancı kaynaklar/Öz kaynaklar
OSM	: Optimal Sermaye Maliyeti
AD ₁	: Hisse Senetlerinin Olması Gereken Değeri
NBD	: Projenin Net Bugünkü Değeri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurumu
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
K.V.Y.K	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak
U.V.Y.K	: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak
T.V	: Temettü Verimi
TB - ÖV	: Toplam Borç – Öz Varlık
TÜFE	: Enflasyon
S	: Sermaye Yapısı
DK	: Döviz Kuru
F	: Faiz Oranı
BK	: Banka Kredisi
TÖ	: Temettü Ödemesi
K.V.B	: Kısa Vadeli Borç
U.V.B	: Uzun Vade Borç
K.V.B / TB	: Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç
TB / ÖS	: Toplam Borç / Özsermaye
K.V.T.A	: Kısa Vadeli Ticari Alacaklar
TA	: Ticari Alacaklar
DV	: Duran Varlıklar

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1. Özsermaye İle Borçlar (Yabancı Kaynak) Arasındaki Fark	6
Tablo 1.2. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımlarının Özet Tablosu.....	26
Tablo 1.3. İşaret Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler	34
Tablo 1.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler	38
Tablo 2.1. Bilançonun Yapısı.....	40
Tablo 2.2. Uygulamada Rapor Tipi Bilançonun Şekli	41
Tablo 3.1. Çalışmanın Değişkenleri ve Hesaplama Yöntemi.....	85
Tablo 3.2. Modeldeki Değişkenlerin Ortak Birim Kök Süreci Levin, Lin & Chu T, Test Sonuçları.....	86
Tablo 3.3. Hesaplanan F Değeri, F- Prob Değeri ve Kullanılabilecek Olan Uygun Yöntem	87
Tablo 3.4. Hasman Test İstatistik Değerleri.....	88
Tablo 3.5. Yatay Kesit Bağımlılığının Breusch-Pagan LM Testi ve Pesaran'ın CD Test Sonuçları.....	89
Tablo 3.6. Sermaye Yapısı (LSY) Bağımsız Değişken Olarak Modelin Panel Regresyonu Sabit Etkiler Yöntemi İle Tahmin Sonuçları.....	89

GRAFİK DİZİNİ

Grafik 1.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	18
Grafik 1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Kaldıraç Oranı	20
Grafik 1.3. Geleneksel Yaklaşımına Göre Kaldıraç Oranı	22



ÖNSÖZ

İşletmelerin varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri için sermaye yapısı kavramı önem taşımaktadır. Banka finans, sigorta ve finans kiralama ve holding işletmelerinin kuruluş ve işletme aşamalarında sermaye yoğun özellik gösteren işletmeler olması bununla birlikte işletme kontrolü dışındaki sistematik risklere duyarlı olmaları bu işletmeler açısından sermaye yapısının bileşimini ve borçlanma kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesini önemli hale getirmektedir. Bu çalışmanın temel amacı; BIST’te işlem gören şirketlerin borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen bazı muhasebe ve iktisadi değişkenleri tespit etmektir. Çalışma sonucunda elde edilen bilgiler ışığında işletmelerin sermaye ve finansal yapılarını etkileyen faktörler belirlenmiştir.

Bu çalışmanın gerçekleşmesinde başta önemli rol sahibi olan tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN’nin yanı sıra, yüksek lisans eğitimimin süresince kendilerinden ders aldığım ve bana emeği geçen tüm hocalarıma teşekkür ederim. Öte yandan bu çalışmalarım sırasında bilgisine başvurduğum ve kendisinin bilgi ve deneyimlerinden yararlandığım değerli hocam Dr. Ali SHAHİNPOUR’a ayrıca teşekkür ediyorum.

Manevi desteğiyle ve sürekli yanımda olan, beni yalnız bırakmayan ve fedakarlık eden değerli kızım Shagayeg’e sonsuz teşekkürü bir borç bilirim.

GİRİŞ

İşletmelerin varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri açısından sermaye yapısı kavramı oldukça önemlidir. Ayrıca işletmelerin kurulabilmesi, faaliyetlerini sürdürebilmesi için sermayeye ihtiyaçları vardır. İşletmelerin sermaye yapısı, temelde yabancı kaynak ve öz kaynak olarak ikiye ayrılır. Öz kaynak, işletme sahiplerinin işletmeye tahsis ettikleri değerleri ifade eder. Yabancı kaynaklar ise, işletmeye dışarıdan sağlanan kısa, orta ve uzun vadeli borç niteliğindeki fonlardan oluşur. Dolayısıyla, mevcut kaynakların verimli olarak değerlendirilmesi ekonominin itici gücü ve ekonomik hareketliliğin kaynağı olan işletmelerin sermaye yapısı ile bağlantılıdır.

Finansal piyasalardaki gelişmeler ve finansal araçlardaki nitelik ve çeşitlilik artışına rağmen, mevcut fonların sınırlı olması ve fırsat maliyetleri paranın zaman değeri kavramını daha da önemli hale getirmektedir. Kaynakların verimli değerlendirilmesi, bu kaynakların hangi araçlar vasıtasıyla ve hangi koşullar altında elde edildiğiyle de yakından ilgilidir. Bir işletmenin sermaye yapısıyla ilgili kararlar, yabancı kaynak ve öz kaynakların dağılımına ilişkin kararlardan oluşmaktadır.

Sermaye yapısı ve yönetimi, dünyada uluslararası rekabetin artması ve piyasalarının globalleşme süreci dahilinde son yıllarda sıkça gündeme gelen bir kavram olmuştur. Sermaye yapısı finans literatüründe üzerinde en çok tartışılan konulardan birisidir. Sermaye bileşenleri ve bu bileşenleri etkileyen faktörler ile ilgili olarak bir çok kuramsal ve ampirik araştırma yapılmıştır.

Sermaye yapısı kararları, işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli olan yatırım fırsatlarının finanse edilmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Ayrıca sermaye yapısında meydana gelen değişiklikler sayesinde işletmenin sermaye maliyetinin minimum, dolayısıyla işletmenin piyasa değerinin maksimum kılınmasının mümkün olup olmadığının belirlenmesi amacıyla da bir çok çalışma yapılmıştır.

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarını açıklamaya yönelik olarak net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımı esas alınarak, finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi gibi güncel yaklaşımlar ve teoriler geliştirilmiştir. Ancak, bu yaklaşım ve teorilerden hangisinin sermaye yapısı kararlarını

tam anlamıyla açıkladığı üzerinde bir fikir birliğine varılamamıştır. Bunun nedeni ise, sermaye yapısı kararlarının ülkelere, sektörlere, zamana ve firmaların özelliklerine göre değişiklik gösteriyor olmasıdır.

İşletmenin borç ve özsermaye kullanım oranının piyasa değeri üzerinde etkisinin olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Borcun yabancı kaynak olarak işletme dışından sağlanması ve işletmeye çeşitli yükümlülükler getirmesi dolayısı ile bir risk taşıdığı söylenebilir. Bu nedenle, risk almak istemeyen işletmeler özsermaye ile finansmana ağırlık vermektedirler. Buradan hareketle işletmelerin risk ve getiri oranları arasında denge kuran optimal bir sermaye yapısının varlığı belirlenmeye çalışılmaktadır. Ancak, sermaye yapısı sorununa halen kesin bir çözüm getirilememiştir. Bu çalışmanın amacı BIST’te işlem gören 40 adet banka, finansman, sigorta, finansal kiralama ve holding şirketlerine ait 2008-2014 yılları arasında yıllık veriler kullanılarak mali ve iktisadi değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu doğrultuda panel veri analizi yöntemi kullanılarak açıklayıcı değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi tahmin edilmektedir.

Bu bağlamda çalışma üç ana bölümden oluşturulmuştur. İlk bölümde, sermaye yapısı, maliyeti, kavramları ve sermaye yapısı teorileri hakkında bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde, bilançonun biçimsel yapısı, özellikle işletmenin sermaye yapısını oluşturan kaynaklar, etkileyen faktörler, bileşenlerin maliyeti ve sermaye yapısının ölçülmesi için gerekli açıklamalar yapılmıştır.

Üçüncü bölümde, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri, işletmelerin genel ekonomik riskten etkilenme kanalları ve mali ve iktisadi değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisine kapsamlı olarak yer verilmiştir. Bu bağlamda BIST’te işlem gören 40 adet banka, finansman, sigorta, finansal kiralama ve holding şirketlerine ait 2008-2014 yılları arasında yıllık veriler kullanılarak mali ve iktisadi değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Bu çalışmanın temel amacı; BIST’te işlem gören şirketlerin borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen bazı mali ve iktisadi değişkenleri tespit etmektir. Çalışmanın sonuç bölümünde ise gerçekleştirilen uygulamalarla ulaşılan sonuç ve değerlendirmelere yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

İşletmeler varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri açısından sermaye yapısı kavramı önemi olmaktadır. Özellikle işletme değeri maksimizasyonunun işletmeler açısından nihai amaç olarak kabul edilmesinden sonra işletmelerin sermaye yapılarının piyasa değerlerine olan etkileri ve sermaye yapılarını etkileyen faktörler birçok akademisyen ve uygulamacı tarafından araştırılmıştır. Yapılan araştırmalarda sermaye yapısı kararlarının işletmelerin sermaye maliyeti ile piyasa değerine olan etkileri incelenmiştir. Yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalar sonucunda sermaye yapısıyla ilgili birbirine alternatif teoriler geliştirilmiş ancak bu teorilerden hangisinin işletme sermaye yapısını en iyi açıklayan teori olduğu hala tam olarak belirlenememiştir. Bu teorilerin günümüzde hala tartışılıyor olmasının en önemli nedeni ise sermaye yapısını etkileyen faktörlerin ve işletmelerin sermaye yapısı kararlarının sektörden sektöre, ülkeden ülkeye, zamana ve işletmelerin özelliklerine göre değişiklikler göstermesidir. Buna rağmen özellikle son yıllarda birçok işletmede artan bir şekilde finansal sıkıntıyla karşı karşıya kalması, yöneticilerin sermaye yapısını etkileyen kararlara daha fazla önem vermeleri sonucunu doğurmuştur. Çalışmanın bu bölümünde sermaye yapısı kavramları üzerinde durulmuştur. Bu bağlamda işletmelerin sermaye yapısının önemi, sermaye yapısının yaklaşımı ve maliyeti açıklanmıştır. Ayrıca işletmelerin sermaye yapılarını açıklamaya yönelik finans literatüründe oluşturulmuş klasik teoriler olan net gelir, net faaliyet geliri, geleneksel ve Modigliani ve Miller'in optimal sermaye yapısı teorileri ile modern teoriler (yeni teoriler) olan dengeleme, finansal hiyerarşi, işaret etkisi ve temsilcilik maliyeti teorisi açıklanmaya çalışılmıştır.

1.1. SERMAYE KAVRAMI

Finans bilimindeki sermaye kavramı, bir hizmet veya fayda üretebilmek amacıyla ihtiyaç duyulan gerçek varlıkların edinilmesi için, ödünç veren kişiler yada yatırımcılar tarafından işletmelere sağlanan kaynaktır (Boldizzoni, 2008: 1).

Bir işletmede sermaye, sahiplik durumuna göre özsermaye ve yabancı sermaye olmak üzere ikiye ayrılır. Sermaye, işletme sahiplerinin tasarrufları ile gerçekleştirilmişse özsermaye adlanır. Eğer sermaye işletme dışından borç alınarak gerçekleştirildiyse yabancı sermaye adını alır (Tunca, 1984: 22).

Muhasebesel açıdan özsermaye; sermaye yedekleri, ödenmiş sermaye, kâr yedekleri, geçmiş yıllar karları, geçmiş yıllar zararları ve net dönem kârı/zararı olarak bölümlenmiştir. Özsermaye vadesi sonsuz bir kaynakken, yabancı kaynak bir vadeye göre işlem görüp, işletmenin girdiği bir yükümlülüğü gösterir. Özsermaye, aktif toplamlarından borçların ayrılmış kısmı olarak da tanımlanabilir. Yabancı sermaye, işletme ortaklığı bulunmayan borç verenler tarafından ödünç verilen kaynağıdır, kendi içinde kısa ve uzun vadeli olmak üzere ikiye bölünür. Uzun vadeli yabancı kaynaklarla özsermaye, devamlı sermayeyi oluşturur (Sevilengül, 2009: 379).

Finansman planları proforma bilanço, fon akış tablosu, gelir tablosu, nakit bütçeleri gelecek dönem yada dönemlerde işletmenin ihtiyaç duyabileceği fonların tutarı ile ihtiyaç süresini göstermektedir. Fon gereksinim süresi ve tutarının saptanması finans yöneticisinin görevi olduğu gibi bu gereksinimin hangi tür finansman kaynakları ile sağlanacağını kararlaştırılması da yine finans yöneticisinin görevi sayılır. (Erdogan, 1990: 210).

İşletmeler fon ihtiyaçlarını genellikle iki kaynaktan karşılamaktadırlar. Fon ihtiyaçlarının birincisi borç diğeri ise özsermayedir. Borç; işletme dışından sağlanır. Özsermaye firma tarafından (yedek akçeler, dağıtılmamış kârlar vb.) ve firma dışından da (yeni ortaklar alışı, sermaye artışı, katılma intifa senedi satışı, birikim sahiplerine pay senedi) sağlanabilir (Erdogan, 1990:210).

Sermaye yapısı terimi, firmalar tarafından kullanılan, rüçhanlı hisse senetleri (preferred stock), tahviller ve adi hisse senetleri (common equity) gibi çeşitli sermaye kalemlerinin değişik oranda birleşmesinden oluşur (Yanık ve Senel, 2004:26). Sermaye yapısı kararların temel amacı uzun süreli fon kaynaklarının uygun bir bileşimini yaparak firmanın pazar değerini maksimum etmektir (Berk, 1990: 245).

Uzun vadeli finansman önemli oranda hisse sahipleri ile özsermaye tarafından sağlanmaktadır. firmaların sahibi olarak hissedarlar en büyük riski üstlenirler, ancak kâr payı ve sermaye kazancı şeklinde firmanın başarısından en çok geliri sağlar. Üçüncü

şahıslar tarafından firmaya ödünç verilen para yabancı kaynak olarak adlanır. Bu finansman kaynakların orta, uzun veya kısa vadeli olmasına göre maliyetleri de değişir. Devlet tarafından firmalara verilen hibeler ve teşvikler ile vergi indirimleri işletmeye nakit sağlayan diğer önemli kaynaklardır. İşletmeler kaynak sağlamak amacıyla borç ve özsermaye özelliklerini içinde barındıran ve yatırımcıların isteğine göre kullanılma opsiyonu tanıyan hisse senedine çevrilebilir tahvil, kâr-zarar ortaklığı belgesi gibi melez finansal araçlar da kullanabilirler. (Keown, 2002:722-723)

1.1.1.Borç ve Özsermaye Arasındaki Farklar

Firmanın sermaye yapısını oluşturan iki ana kaynak borç ve özsermaye temel özellikleri ve birbirinden ayrıldıkları noktaları kısaca belirtmek faydalı olacaktır (Akgüç, 1998:481). Bu noktalar vade, işletmenin geliri üzerindeki talep hakkı, işletmenin varlıkları üzerindeki talep hakkı ve yönetime katılma hakkı olmak üzere dört ana başlık altında toplanabilir.

1.1.1.1. Vade

Vade bir işletme borcu ile kredi verenler arasında belirlenen tarihte ödenmesi zorunludur. Özsermayenin ise belirli bir vadesi yoktur, firma açısından sürekli bir kaynak niteliği taşır. Hisse sahiplerinin işletmeye yaptıkları yatırımı geri alabilmeleri için, işletmedeki haklarını ya üçüncü bir kişiye devretmeleri yada firmayı tasfiye yoluna gitmeleri veya yasal koşullara uyarak sermayeyi azaltmaları gerekir.

1.1.1.2. Firma Geliri Üzerindeki Talep Hakkı

İşletmenin geliri üzerindeki talep hakkı açısından borç özsermayeden üç noktada ayrılmaktadır; birincisi öncelik hakkı, ikincisi; hakkın kesinliği ve diğeri talep miktarıdır. Öncelik hakkı; alacaklıların işletme geliri üzerinde hisse sahiplerine kıyasla öncelik hakkı vardır. İşletmeye borç verenlere karşı tüm yükümlülükler yerine getirildikten sonra imtiyazlı pay sahiplerine de kâr dağıtımı yapıldıktan sonra, ancak kârdan pay verilebilir. Hakkın kesinliği; işletme kâr etmese de, kullandığı yabancı kaynaklara karşılık olarak belirlenmiş oranda faiz ödemek zorunda olup, ödenecek faiz kâr/zarar ortaklığı belgesi, kâra iştirakli tahviller gibi finansal varlıklar dışında,

işletmenin gelirine göre bir değişme göstermez. Halbuki, ortaklara kâr payı ödenip ödenmemesi ve ödenecekse ne biçimde bir ödeme yapılacağı yönetim kurulu kararına bağlı olmalıdır (Türko, 2002: 490-491).

Talep miktarı; işletmenin borç verenlerin talep tutarı belirlidir, anapara ve faiz ödemeleri vadesinde yerine getirilmediğinde yasal yollara başvurma hakları vardır. İşletme sahiplerinin kardan alacakları pay yıllara göre dalgalanma gösterebilir. Kâr edilmemesi veya yetkili organlarca kâr payı dağıtılmamasına karar verilmesi durumunda ortakların yasal yollara başvurma mümkün değil yani başvurma hakları yoktur.

1.1.1.3. Firmanın Varlıkları Üzerindeki Talep Hakkı

Firmanın varlıklar üzerindeki talep hakkı daha çok firmanın tasfiyesi halinde gündeme gelmektedir. Tasfiye durumunda aktifler nakde çevrilir ve öncelikle firmanın borçların ödenmesi gerekir. Borçlar ödendikten sonra kalan bakiye firma ortakları arasında paylaştırılır (Türko, 2002: 481-482).

1.1.1.4. Yönetime Katılma Hakkı

İşletme yönetimi, ilke olarak özsermaye sağlamış hissedarlara aittir. Kredi verenlerin firma yönetiminde doğrudan hakları yoktur. Ancak, kredi sözleşmesine konulacak özel koşullarla, kredi verenler belli faaliyetlere müdahale etme hakkına sahip olabilirler. Benzer şekilde katılma intifa senedi ve oy hakkından yoksun pay senedi sahipleri özsermaye sağlamalarına rağmen yönetime katılma hakkına sahip olmayabilirler.

Tablo 1.1. Özsermaye ile Borçlar (yabancı kaynak) Arasındaki Fark

	Borç (yabancı kaynak)	Özsermaye
Süre	Belirli bir süresi var. Süre sonunda ödenmek zorunda	Belirli bir süresi yok Sürekli kaynak
Firmanın varlıkları üzerinde talep hakkı	Öncelik hakkı var Tutar belirli Kesinlik var	Öncelik hakkı yok Tutar belirli değil Kesinlik yok
Firma geliri üzerinde talep hakkı	Öncelik hakkı var Tutar belirli Kesinlik var	Öncelik hakkı yok Tutar belirli değil Kesinlik yok
Yönetime katılma hakkı	Yok	Var

Kaynak: (Akgüç, 1998: 481-482).

Yabancı kaynaklarla finansman sağlamanın firmalara bazı avantaj ve dezavantajları vardır. Borçlanmanın avantajları arasında borcun vergi tasarrufu sağlaması ve yönetimin paylaşılmaması yer almaktadır. Borçlanmanın firmaların finansal riskini arttırması ve buna bağlı olarak firmaların likidite yaratma zorunluluğu borçla finansmanın dezavantajları arasında bulunmaktadır. Sermaye yapısı seçiminde bu iki fon kaynağının temel özelliklerinin ve birbirlerinden ayrılan yönlerinin tanılması bu iki fon kaynağının sermaye yapısı seçiminde firmalara ne gibi avantaj ve dezavantajının olacağının iyi analiz edilmesi, işletmelerin gelecekte Karşı karşıya kaldığı finansal sıkıntılarını minimuma indirilmesine yardımcı olur.

1.2. SERMAYE MALİYETİ

İşletmenin kaynaklarını oluşturan değerlerin işletme maliyeti genel olarak sermaye maliyetini oluşturur (Babuşçu ve Hazar, 2008: 534). Sermaye bir üretim etkenidir. Üretim etkenlerinin maliyetini düşürmek, üretim maliyetlerini düşürür ve işletmeye rekabet avantajı kazandırır. Sermaye maliyeti firma değerinin belirlenmesinde önem taşır. Diğer koşulların sabit kaldığı varsayımı altında, sermaye maliyeti düştükçe işletme değeri yükselir (Sayılğan, 2008: 255-280).

Kaynak maliyeti, işletmenin sermaye yapısının optimal olup olmadığını belirleme konusunda bir ölçü olarak kabul edilmektedir. Bir işletme belirli bir sürede farklı sermaye yapılarına sahip olma imkanına sahiptir. Hangi sermaye yapısının diğerine kıyasla daha avantajlı olacağını belirleyen sermaye maliyeti önemli bir unsur olarak karşımıza çıkar (Akgüç, 1998: 438).

Sermaye maliyeti işletmenin fon sağlama ve yatırım kararlarında belirleyici bir etkidir. Sermaye maliyeti, işletmenin sağlaması gereken minimum getiri oranı, yeni bir yatırımı değerlerken kullanılan iskonto oranı ve işletmenin fonlarının fırsat maliyeti kavramlarıyla eş anlamlı olarak kullanılır (Keown, 2002: 382).

Sermaye maliyeti kavramının teorik temelleri Modigliani ve Miller (MM) önermeleridir. MM serbest piyasa ekonomisinde sermaye maliyetinin firmanın benimseyeceği borçluluk oranlarından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. MM benzer gelir sağlayan işletmelerden düşük borçluluk oranına sahip işletmeye yatırım yapan ile yüksek borçluluk oranına sahip işletmeye yatırım yapan yatırımcıların

getirilerinin aynı olduğunu gösterir. Yatırımcılar aynı işletmeye borç vererek ve ortak olarak bu dengeyi sağlarlar. Eğer borçluluk oranı hisse sahipleri tarafından işletme yönetiminden bağımsız olarak değişimi mümkün olursa borçluluk oranı işletmenin piyasa değeri üzerinde etkiye sahip değildir. Borçluluk oranı ile işletme değeri arasında bir ilişki yoktur. Borçluluk oranını değiştirmek sermaye maliyetini ve nakit akışını etkilemiyorsa işletmenin değerini etkileme anlamındadır (Vernimmen, 2009: 660).

Sermaye maliyetinin doğru veya doğruya en yakın bir şekilde hesaplanması işletme için olduğu kadar ulusal ekonomi için büyük önem arz etmektedir. Olduğundan yüksek saptanmış bir sermaye maliyeti yatırım projesinin kabul edilmemesine ve büyüme hızının düşmesine neden olur. Düşük saptanmış sermaye maliyeti ise kaynakların yanlış dağılmasına ve verimsizliğe ekisi olur (Türko, 2002: 458).

Genel olarak, işletme açısından bir finansman kaynağının maliyeti söz konusu kaynağın işletmeye sağladığı para girişinin bugünkü değerini gelecekte gerektireceği para çıkışlarının bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranı adlanır. Bir işletmenin kaynağının gerektireceği para çıkışları kaynağın niteliğine göre faiz ve anapara ödemeleri ya da kâr payı olabilir. Bir finans kaynağının maliyeti aşağıdaki formül ile belirlenebilir (Akgüç, 1998:438-440):

$$NG_0 = NÇ_0 + \frac{NÇ_1}{1+r^1} + \frac{NÇ_2}{1+r^2} + \dots + \frac{NÇ_n}{1+r^n}$$

$$NG_0 = \sum_{n=0}^n \frac{NÇ_n}{1+r^n}$$

o NG = Finansman kaynağının n döneminde işletmeye sağladığı para girişi

NÇ = Finansman kaynağının n döneminde gerektirdiği para çıkışı

r = Finansman kaynağının maliyeti

1.2.1. Borcun Maliyeti

Yatırımcının borçtan sağlaması gereken minimum getiri oranı, kredi verenlerin işletmeye borç verdiklerinde talep ettikleri iskonto oranıdır (Keown, 2002: 384). Diğer bir deyişle borç maliyeti kaynağın işletme sağladığı para girişi ile bunun gelecek dönemlerde faiz ve anapara taksidi olarak işletmeden gerektireceği para çıkışını eşitleyen iskonto oranıdır. Finansman ile ilgili kararlar alınırken yabancı kaynağın

vergiden sonraki maliyeti dikkate alınması gereklidir. Borçlara ödenen faizler gider yazılarak vergi matrahından düşülebildiğinden vergi tasarrufu etkisi önem taşır. Bir borcun görünür maliyeti ile vergiden sonraki maliyeti arasında vergi oranına göre büyük fark olması mümkündür. Borçların vergiden sonraki maliyetini iile gösterirsek (Akgüç, 1998: 441):

$$i_i = i_d (1 - t) \text{ 'dir}$$

i_d = Vergiden önceki yabancı kaynak maliyeti.

t = Vergi oranı

1.2.2. Özsermaye Maliyeti

Bir işletmede dış kaynaktan sağlanan fonların faiz maliyeti gibi öz kaynağın da işletmeye bir maliyeti vardır. Sadece bu maliyet daha fazla risk yüklenilmesi nedeniyle genellikle dış kaynak maliyetinden daha büyüktür. Çünkü girişimci elindeki fonları bir bankaya vadeli olarak veya tahvile yatırarak riske girmeden veya daha az bir riskle gelir elde edebilmesi mümkündür. Risk faktörü nedeniyle girişimcinin kazanamama olasılığı öz kaynak maliyetini artıracaktır. Ama tasfiye durumunda önce borçların ödenmesi özsermaye maliyetini artıran başka bir etkidir. Bu bakışla özsermaye maliyeti için riske girmeden elde edilebilen faiz haddi uygun bir boyut değil. Girişimcinin riski göze alarak yatırım yapmasının nedeni faiz gelirinden fazla gelir istemesidir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 231).

Öz kaynak maliyetini etkileyen diğer bir etken de sermaye yapısıdır. Yüksek borçlanma oranı borçların ödenememesi gibi bir riski doğurabileceğinden, özsermayenin riskini dolayısıyla da maliyetini artırmasıdır (Dean, 1969:50).

Öz kaynak maliyeti hesaplaması yapılırken maliyetin yatırımcı ve işletme açısından değerlendirilmesi ile bir sonuca ulaşmak mümkündür. Yatırımcı açısından beklenti ya da arzu edilen ortalama getiri işletme açısından ortalama fon maliyetini oluşturur ve bu maliyet özsermaye maliyeti olarak adlanır. İşletmenin kayıtlarında özsermaye maliyeti kalemine ancak kâr payı ödemelerinde rastlanabilir. Ancak öz kaynak maliyeti hesaplamalarında hissedarın toplam getirisi dikkate alınmalı ve

sermaye kazancı da kâr payı ödemelerine ilave edilmelidir (Babuşçu ve Hazar, 2008: 535).

Öz kaynak maliyetinin hesaplanmasında başlıca üç yaklaşımdan bahsedilebilir. Şunlar; sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, kâr payının değerlendirilmesi modeli, borcun vergi öncesi maliyeti ve risk primi yaklaşımı olarak tanınmaktadır.

1.2.2.1. Kâr Payının Değerlendirilmesi Modeli

Bu modelde adi pay senetlerine yatırım yapan kişiler gelecekte kâr payı almayı beklemektedirler. Söz konusu kâr paylarının belli bir iskonto oranından bugüne indirgenmesi pay senedinin cari fiyatını verirler. Burada kullanılan iskonto oranı özsermayenin maliyetidir. Buna göre t_0 zamanında adi pay senedinin değeri şu şekilde gösterilir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:231):

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k_e^1} + \frac{D_2}{1+k_e^2} + \dots + \frac{D_n}{1+k_e^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{1+k_e^t}$$

P_0 = Adi pay senedinin sıfır zamanındaki piyasa değerini

D_t = t zamanında ödeneceği umulan kâr payını

K_e = Adi pay senedi maliyeti.

İşletmenin dağıtacağı kâr payı her yıl belli bir oranda artıyorsa, özsermaye maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

P_0 = Adi pay senedinin piyasa fiyatı

D_1 = Yıl sonunda ödenmesi beklenen kar payını

g = İşletmenin kâr payı dağıtımındaki artış yüzdesini göstermektedir.

Bu bakışla beklenen kâr payı ve kar payı artış oranı belli değilse, özsermaye maliyetinin belirlenmesi zorlaşır ve tahmin yapmak gerekir. Geçmiş verilerden elde edilen eğilim ve cari piyasadaki verilerden yararlanılarak gelecek yılların kar payı oranları tahmin ediliyor (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 234).

1.2.2.2. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM)

SVFM, herhangi bir hisse senedinden yatırımcıların beklediği getiri oranının risksiz faiz oranına ve riskin çeşitlendirmeyi yansıttığı durumundaki risk primine eşit olacağını savunan bir önermeye göre geliştirilmiştir (Babuşcu ve Hazar, 2008:535-536).

SVFM'ye göre hisse senedinin istenen getiri oranı risksiz piyasa getiri oranı, faiz oranı ve hisse senedinin betasının pozitif bir işlevidir (Madura ve Fox, 2007:587-589):

$$k_j = R_f + B_j R_m - R_f$$

R_f = Risksiz faiz oranı

k_j = Hisse senedinin istenen getiri oranı

B = Hisse senedinin betası

R_m = Piyasa riski oranı

Beta katsayısı hisse senedi getirisinin, piyasa portföyünün getirisine olan duyarlılığını gösterir. Beta katsayısının hesaba katılmasıyla, sermaye varlıklarını fiyatlandırmasında istenen getiri oranını piyasa getiri oranına bağlı olarak bilinmektedir (Welch, 2006: 329).

1.2.2.3. Borcun Vergi Öncesi Maliyeti ve Risk Primi Yaklaşımı

Öz kaynak maliyetinin hesaplanmasında daha kolay bir yöntem olarak, vergi öncesi borç maliyetine işletme risk priminin eklenmesiyle özsermaye maliyetinin tahmini olarak hesaplandığı yöntemidir. işletmenin risk primi arttıkça, borçlanma maliyetleri ve yatırımcıların bekledikleri getiri oranının artması gerekmektedir (Van Horne ve Wachowics, 2001: 383-384).

$$K_e = k_d + r_p$$

k_d = Vergi Öncesi Borç Maliyeti

k_e = Özsermaye Maliyeti

r_p = Beklenen Getirinin Risk Primi

1.2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti işletmenin menkul kıymetlerini elinde tutan yatırımcılara uygun bir beklenen getiri sağlamak amacıyla yatırımlarından kazanmayı beklediği minimum getiri oranıdır. Bu getiri oranının ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değerlendirilmesinde referans noktası olarak şirket veya sektör çapında ortalama olarak oluşturduğu oran alınır (Brealey vd. 2001: 304-307).

AOSM şirket görüşünden maliyet, kreditorler ve hissedarlar görüşünden getiri demektir. Dolayısıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aynı zamanda şirketin kendisine fon sağlayan bu kesimlere sağladığı getiridir (Yülek, 2011: 69). Diğer bakışla AOSM işletmenin belli bir tarihte bilanço pasifinde mevcut kaynaklarının maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasıdır (Sayılğan, 2008: 258-259).

Sermaye yapısını kaynaklayan unsurların maliyetleri ayrı ayrı hesaplandıktan sonra maliyetler bir standarda göre ağırlıkları alınıp ve sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti belirlenir. Burada iki durum önem taşımaktadır. Birisi mevcut sermayenin maliyeti, diğeri ise ilave sermayenin yani marjinal sermaye maliyetidir. Mevcut sermaye maliyetinin hesaplanması, daha önceki finanslama ile yapıldığından geçmişe dönük olup tarihi sermaye maliyeti olarak adlanır. İlave sermayenin hesaplanması ise ele alınacak yeni bir proje vb. için tedarik edilecek yeni fonların maliyeti olup finans yöneticisi açısından tarihi maliyete göre çok önem taşımaktadır (Erdoğan, 2009: 235-237).

İmtiyazlı hisse senetleri, borçlar ve özsermaye en önemli finans kaynakları olduğu için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şöyle dir (Van Horne ve Wachowicz, 2001: 384):

$$AOSM = k_i(W_i) + k_p(W_p) + k_e(W_e) \quad (1.8)$$

formülüyle hesaplanabilir.

W_i = Borcun tüm kaynaklar içindeki ağırlığı

k_i = Borcun maliyeti

W_p = İmtiyazlı hisse senedinin tüm kaynaklar içindeki ağırlığı

k_p = İmtiyazlı hisse senedi maliyeti

k_e = Özsermaye maliyeti

W_e = Özsermayenin tüm kaynaklar içindeki ağırlığı

Leasing, melez menkul kıymetler gibi diğer finans kaynakları da hesaba katıldığında AOSM:

$$AOSM = \sum_{x=1}^n k_x W_x$$

k_x = Finans kaynağının vergi sonrası maliyeti,

W_x = Finans kaynağının toplam kaynaklar içindeki ağırlığı, şeklinde hesaplanabilir.

Finans kaynaklarının maliyetlerinin hesaplanmasında bu kaynakların defter değeri yerine piyasa değerleri önem taşır. Bu bakışta hesaplanan AOSM'nin firmanın gerçek sermaye maliyetini gösterip göstermemesi ağırlıklandırma metodunun doğru seçilmesine bağlı olmaktadır (Van Horne ve Wachowicz, 2001).

Sermaye yapısı içindeki finansal araçların oranlarında yaşanan geçici değişiklikler ihmal edilerek, hesaplamalar için hedeflenen veya beklenen sermaye yapısı oranları kullanılmaktadır (Van Horne, 2002; Horne, 2002: 211-212). Hisse senedi, tahvil, imtiyazlı hisse senedi ihraç maliyetleri ve diğer işlem maliyetlerinin de dikkate alınması AOSM'nin daha gerçekçi hesaplanmasında önem taşır (Ezzell ve Burr, 1976: 403-413). Özellikle küçük ölçekli işletmeler için işlem maliyetleri AOSM içinde daha yüksek ağırlığa sahip olabilir.

1.3. SARMAYE YAPISI

İşletmeler 1900'lü yıllarda finans fonksiyonunun temel rolü fon sağlamak ve nakit yönetimi olarak algılanıyordu. Ancak 1950'lere gelindiğinde bu rol şirketin piyasa değerini artırmak olarak kabul edilmeye başlanmıştı. Şirketin piyasa değerinin ortaya çıkmasında Porter'in elmasında bir bahsettiği rekabet gücü faktörleri önem taşır. Bu etkenlerin üretim maliyetlerinin satış miktarı ve fiyatlarının gerekli olduğu yatırımların ve risklerin oluşmasında büyük etkisi vardır (Pike ve Neale, 2003: 20-21).

Günümüzde artan rekabet, teknolojik değişim, enflasyon, döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar, global ekonomik belirsizlik, vergi yasalarındaki değişiklikler gibi dış etkenler de piyasa değerinin artırılmasında finans işlevlerinin önemini arttıran unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal yönetimin karar

vermesi gereken mevzular şirket için hayati sayılabilecek üç ana alanda, yatırım kararları, yatırım için gerekli kaynakların belirlenerek tedarik edilmesi ve varlıkların yönetimi olarak özetlenebilir (Van Horne ve Wachowichz, 2001: 2-3).

Diğer açıklamayla firmaların yönetim stratejileri uzun vadede rakiplerinden çok daha başarılı finansal performans göstermesini sağlayabilirler. Bir firmanın pazar payı, servis ve ürün kalitesi, kapasite kullanım oranı ve sabit kıymet yatırım projelerinin başarısı şirketin piyasa değerinin dolayısıyla da hissedarların servetlerinin artmasında rol oynayan en önemli etkidir (Day ve Fahey 1988: 45-52).

Bilançosunu çıkaran her işletme sermaye yapısını hesaplamak mümkündür. Akademik araştırmalar sermaye yapısının yani borç ve özsermaye oranının değiştirilmesinin işletmenin piyasa değerini etkileyip etkilemediği ve eğer etkiliyorsa optimum bir yapıdan bahsedilip bahsedilemeyeceği veya bu yapının oluşturulmasında etkili olan etkenlerin neler olduğu üzerinde odaklanmıştır (Megginson, 1997: 305-306).

İşletme öz kaynak/yabancı kaynak oranına karar verdikten sonra finans yöneticisi kullanacağı menkul kıymetleri belirleyerek sermaye yapısını tasarlar (Vernimmen, 2009). Bu tasarım işletmenin sahiplik yapısı, finansal bir mimarlıktır, yasal tipi, riski ve teşvikleri, finansman kararlarını yer alır (Myers, 1999: 767).

Bir işletmenin sermaye yapısı uzun süreli finansal yabancı kaynaktan ve öz kaynaktan oluşan sürekli fonlama olarak tanımlanabilir. Eğer kısa süreli finansal borçlar, sürekli bir fon olarak kullanılıyorsa, bu kaynağın da sermaye yapısı içinde algılanması gerekmektedir (Tevfik, 2005: 1).

Sermaye yapısına verilen önem, finansal problemler yaşayan firmaların sayısına bağlı olarak artmıştır. Sermaye yapısının oluşturulması ve yönetimi bir işletmenin değerinin artırılmasından çok, işletmenin mevcut durumunun devamı ve değer kaybının önlenmesi açısından önem taşır (Koller vd., 2005: 475).

Türkiye’de sermaye yapısı ve işletme değeri ile ilgili yapılan bir çalışmada bu iki etken arasında herhangi bir ilişki olmadığı ortaya konulmuştur (Özaltın, 2006: 35).

Ancak, hissedar değerini en iyi açıklayan performans ölçütleri ile ilgili bir çalışmada, özellikle 2003 sonrası dönemde sermaye maliyetlerinin etkisini de içeren ölçütlerin hissedar değerindeki değişimi en iyi açıklayan ölçütler olduğu gösterilmiştir (Gökbulut,

2009: 219-223). Sermaye yapısı ve işletme değeri arasındaki ilişki ile ilgili kesin bir yargıya varılmasa da hissedarların işletmelerin sermaye maliyeti ve sermaye yapısı ile yakından ilgilendikleri söylenebilir.

1.3.1. Sermaye Yapısı Yaklaşımları

Gerekse teorik çalışmalarda gerek uygulamada sermaye yapısının ortalama sermaye maliyeti ve firmanın piyasa değerine etkileri üzerinde odaklanmıştır. Sermaye maliyeti ve firmanın piyasa değeri iki anahtar kavramı olmasını, işletmelerin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla sermaye yapısı teorileri, işletmelerin optimal bir sermaye yapısı hedefi olduğunu ve tüm faaliyetlerin motivasyon kaynağının bu hedefe ulaşmak olduğunu kabul eden statik yaklaşımlar ve böyle bir hedef gözetmeksizin konjoktürel koşullara göre değişebilen dinamik yaklaşımlar olarak iki ana grupta ele alınır.

Halbuki günümüzde borcun sağladığı avantajlar ile borç kullanmanın getirdiği problemler arasında bir denge kurularak işletmenin piyasa değerinin en çoklanabileceği varsayımını kabul eden dengeleme teorisinin daha yaygın kabul gördüğü söylenir. Bunun yanında, bir işletmenin borçluluk oranı için sadece dengeleme teorisinde bahsedilen kriterler değil, işletme koşulları, piyasa koşulları ve bu iki yapı arasındaki iletişimin öneminden kaynaklanan daha fazla sayıda değişkenin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğunu savunan dinamik modeller de önemli bir yer alır. Dinamik modellerde işletme değerini en yüksek seviyeye ulaştıracak bir borçluluk oranı yerine koşullara göre değişen bir borçluluk oranının geçerli olduğu vurgulanması yapılır (Teplova, 2000: 152-153).

Bu bakımdan işletmelerde sermaye yapısı davranışlarını açıklayan teorileri klasik sermaye yapısı teorileri ve yeni (modern) sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki grupta incelenmesi mümkündür. Bu teorilerin dışında son yıllarda gerçekleştirilen uygulamalı çalışmalar sonucunda ortaya çıkarılan ancak henüz sermaye yapısı teorisi olarak kabul edilmeyen yeni yöntemlerde mevcuttur.

1.3.1.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

Bu teorilerde sermaye yapısı ile sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkileri açıklamaya çalışan teorilerdir. Sermaye yapısıyla ilgili bu teorilere geçmeden önce kuramsal açıklamaların ve yapılacak incelemelerin dayandığı temel varsayımları şu şekilde özetlenebilir(Van Horne,1971: 201)

a. Yapılacak inceleme ve kuramsal açıklamalarda gelir vergisinin olmadığı varsayılmaktadır.

b. Bir işletmenin yabancı kaynak /öz kaynak oranı, özsermayeyi azaltmak için borçlanarak, ya da borcu azaltmak için öz kaynağı artırarak değiştirilmektedir. Sermaye yapısındaki bu değişimler zaman almamakta ve işletmeye ilave masraf yüklememektedir.

c. işletme gelirlerinin tamamını karpayı olarak dağıtmaktadır. Böylelikle karpayı politikasını analize dahil etmeye gerek kalmamaktadır.

d. işletmenin aktivite gelirinin büyüemeyeceği beklenmektedir. Bütün gelecekteki dönemler için beklenen gelirlerin olasılık dağılımlarının beklenen değerleri şimdiki aktivite gelirleri ile aynıdır.

e. Pazardaki bütün yatırımcılar için, her işletmenin gelecekte beklenen faaliyet gelirlerinin subjektif olasılık dağılımlarının beklenen değerleri aynıdır.

f. Bir ya da daha fazla yatırım tekliflerinin kabul edilmesi işletmenin toplam işletme risk bileşimini değiştirip sabit kalmasına neden olmaktadır. Yani riskinin sabit kaldığı kabul edilir.

1.3.1.1.1. Net Gelir Teorisi

David Durand, bir işletmenin kazançlarının değerlemesinde net gelir ve net faaliyet geliri teorilerini geliştirmiştir. Net gelir teorisinde kaldıraç düzeylerine göre işletmenin değerlemesini yapmaya çalışmaktadır. Net gelir teorisine göre bir firma, kaldıraç düzeyini artırarak sermaye maliyetini azaltmakta ve firma değerini arttırabilmekte dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa değerini yükselmesine neden olur (Van Horne, 1971: 202-204).

İşletme kaldıraç düzeyini yükseltse de yatırımcıların ve kredi veren kurumların gözünde riskli hale gelmemektedir. Bu bakımdan borç maliyeti ile özsermaye maliyeti arasındaki fark ne kadar büyük ve borç oranı toplam kaynaklar içinde ne kadar fazla olursa işletmenin değeri de o kadar daha fazla olacaktır. Çünkü bu teörde bir işletmenin sermaye maliyetinin belirlenmesinde borcun kaldıraç derecesini en fazla dikkate alan bir teori sayılır. Bu teörde geçerliliği tartışabilir iki kritik varsayıma dayanmaktadır. (Akgüç, 1998: 488) Birincisi borçlanma maliyeti, öz kaynak maliyetinden daha düşük olması ve diğeri borçlanma maliyeti ile öz kaynak maliyeti, firmanın farklı sermaye yapıları için sabittir. Bir işletme sermaye yapısı içerisinde daha az maliyetli olan yabancı kaynağa daha fazla yer vererek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmesi mümkündür. Optimal sermaye yapısı işletmenin sermaye maliyetini en düşük düzeye indiren bunun karşılığında toplam değerini en yükseğe çıkaracak sermaye yapısıdır. Sermaye yapısında her bir hisse senedinin piyasa değeri maksimum olacaktır. Net gelir teorisinde borçlanmanın işletme finansal riskini arttıracığı ve bunun sonucunda yeni borçlanmaların maliyetinin yükseleceği ve dolayısıyla özsermaye sahiplerinin de daha yüksek bir getiri isteyecekleri gözardı edilmektedir (Aydın ve diğerleri, 2004: 277).

Net gelir yaklaşımına göre işletme mümkün olan en yüksek kaldıraç derecesini kullanarak optimal sermaye yapısına ulaşmaktadır. Ulaşılan bu optimal sermaye yapısı işletmenin piyasa değerini yükseltirken ortalama sermaye maliyetini de düşürmektedir. işletmenin piyasa değeri borcun piyasa değeri ile özsermayenin piyasa değerinin toplamından oluşmaktadır (Akgüç, 1998: 487).

İşletme değerini ve ortalama sermaye maliyetini aşağıda yer alan formül aracılığıyla açıklamak mümkündür;

$$V = \frac{E}{i_e} + \frac{F}{i_b}$$

V = Firmanın piyasa değeri

i_b = Borcun maliyeti

i_e = Özsermaye maliyeti

F = Faiz

E = Ortaklarca kullanılabilir gelir

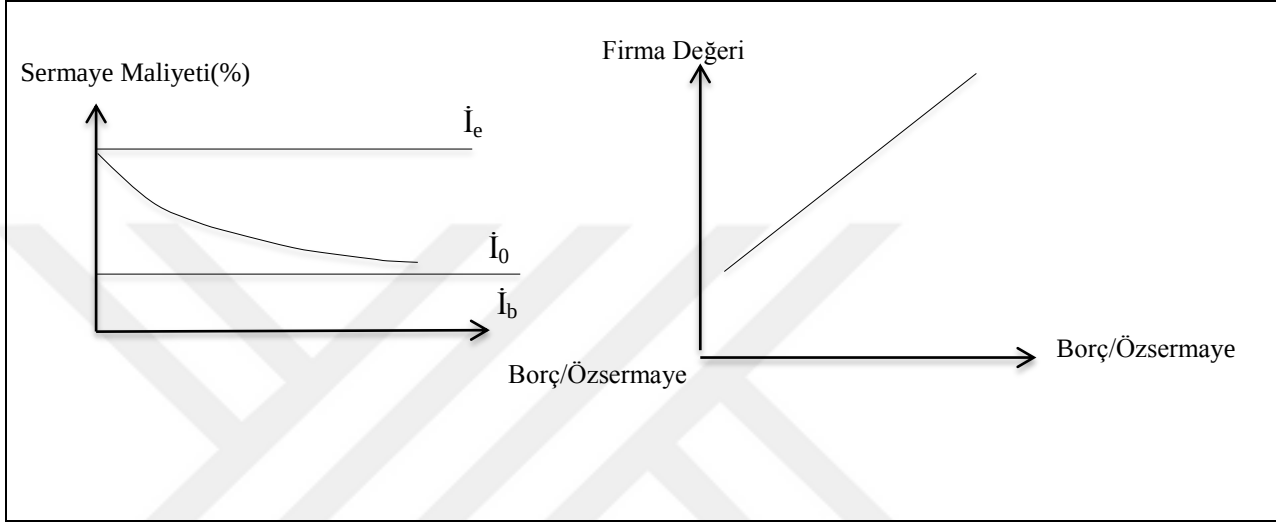
$$i_0 = \frac{0}{V}$$

i_0 = Ortalama sermaye maliyeti

O = Net faaliyet geliri

$\dot{I}_e > \dot{I}_b$ olduğu sürece işletme yabancı kaynak miktarını artırdıkça sermaye maliyeti düşecek ve firma değeri artacaktır. İşletmenin Borç/Öz kaynak oranını yani kaldıraç oranını artırmasının ortalama sermaye maliyeti ve işletme değeri üzerindeki etkisi Grafik 1.1. de gösterilmektedir.

Grafik 1.1. Net Gelir Yaklaşımına Göre, Kaldıraç Oranındaki (Borç/Öz Kaynak) Değişimin İşletme Değeri ve Ortalama Sermaye Maliyetine Etkisi



Kaynak: (Akgüç, 1998: 487-488).

Grafik 1.1. Borçla finansmanın özsermaye ile finansmandan daha ucuz olduğu sürece ($\dot{I}_b < \dot{I}_e$) borçlanma oranındaki artışın ortalama sermaye maliyetini düşürmekte ve firma değerini yükseltmekte olduğunu göstermektedir. Net gelir yaklaşımı belirli bir borçlanma oranından sonra işletmenin finansal riskinin artacağı ve bu nedenle borcun maliyetinin her zaman aynı kalmayacağı artan riske bağlı olarak borcun maliyetinin de artacağını dikkate almaması yönünden eleştirilmektedir. İşletmenin yabancı kaynak yükü arttıkça yeni borç bulmada zorluk yaşacağı ve bulduğu yeni borçların maliyetlerinin artan finansal riskine paralel olarak artacağı öngörülmektedir.

1.3.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi

Net faaliyet teorisine göre bir işletme değeri, net faaliyet gelirlerinin sabit bir ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugüne indirgenmesi ile bulunur. Bu yaklaşımın temel varsayımı, farklı sermaye yapıları için ortalama sermaye maliyetinin sabit kalmasıdır. Dolayısıyla sermaye yapısının işletme değeri üzerine etkisi yoktur. Başka

bir anlatımla işletme finansmanda borçlanma yoluna ne ölçüde başvurursa vursun hisse senetlerinin değeri bundan etkilenmeyecektir (Türko, 1999: 498).

Net faaliyet teorisine göre öz kaynak maliyeti kaldıraç düzeyi arttıkça yükselmesine rağmen daha ucuz olan yabancı kaynak kullanımı sonucunda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bütün kaldıraç düzeylerinde sabit kalmaktadır. Firma kaldıraç düzeyini arttırdığında daha riskli konuma gelmekte ve yatırımcılar hisse senetlerinde kapitalizasyon oranını yükselterek firmayı cezalandırmaktadır. Dolayısıyla öz kaynak maliyeti kaldıraç oranının doğrusal bir fonksiyonudur. İlaveten bu teoride işletmenin sermaye maliyeti kaldıraç düzeyine göre değişmediği için işletme bakış açısından optimal sermaye yapısı yoktur. Bir hisse senedinin piyasa fiyatı kaldıraca bağlı olarak değişmediği için bütün sermaye yapıları optimaldir (Van Horne, 1971: 206).

Anatınan teoriye göre geliri yaklaşımında işletme değerine, net faaliyet gelirinin ortalama sermaye maliyet oranı ile iskonto edilmesi neticesine ulaşılmaktadır (Ceylan, 1995: 183).

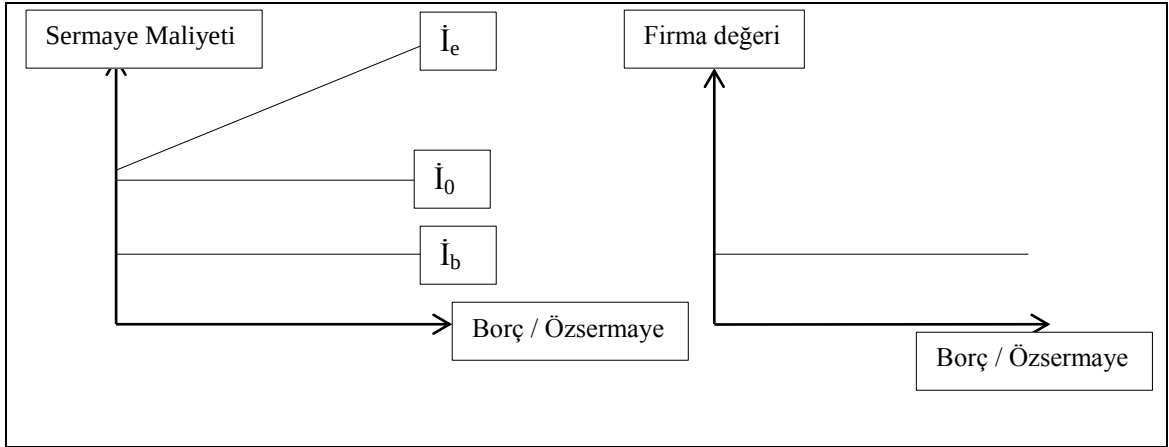
$$V = \frac{O}{\dot{I}_0}$$

V = Firmanın piyasa değeri

O = Net faaliyet geliri

$\dot{I}_0$ = Ortalama sermaye maliyeti

İşletmelerin borçları arttıkça finansal riski de artmakta ve artan riske karşı ortaklar daha yüksek bir getiri beklentisi içine girmektedirler. Bu sebepten borç maliyeti düşük olsa bile daha yüksek oranda bir borç düzeyinin öz kaynak maliyetini yükseltmesi sonucunda ne ortalama sermaye maliyetini azaltmak ne de işletme değerini yükseltmek mümkün olması gerekmektedir. Grafik 1.2.'de net faaliyet geliri yaklaşımına göre kaldıraç oranı (yabancı kaynaklar/Öz kaynaklar) ile öz kaynak maliyeti ve işletme değeri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafik 1.2.'de net faaliyet geliri yaklaşımı:

Grafik 1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşısı

Kaynak: (Akgüç, 1998: 490).

Grafik 1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Kaldıraç Oranı (yabancı kaynak/Öz kaynak), Ortalama Sermaye Maliyet ve işletme Değeri İlişkisi Net faaliyet geliri yaklaşımı iki bakışından eleştirilmektedir. Birincisi borçlanma düzeyinin yükselmesi sonucunda borçlanma maliyetinin aynı kaldığı yani finansal riski dikkate almaması konusunda eleştirilir. İkincisi ise öz kaynak maliyetinin, borçlanma miktarının artması sonucunda finansal riskin artışına paralel olarak aynı oranda yükseleceği beklentisinin geçerliği bakımından eleştirilmektedir.

1.3.1.1.3. Geleneksel Teori

Bu teoriye göre bir işletme için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. geleneksel teorisi, öz kaynak maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğunu kabul eder. Çünkü ortak işletme koyduğu sermayeyi daha riskli gördüğünden, normal faiz oranının üzerinde sermayesine bir verim yani kâr payı isteyecektir. İlaveten borç faizleri vergi matrahından düşüldüğünden firma bir vergi tasarrufu sağlamakta, böylece borcun net maliyeti işletme için daha da düşmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşım, borç / özsermaye oranını artırmanın, özsermaye maliyetini yükseltmesine rağmen kaldıraç etkisini artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebileceğini ve piyasa değerini yükseltebileceğini kabul etmektedir. Optimal sermaye yapısında işletmenin kullandığı yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti ile öz kaynakların reel marjinal maliyeti birbirine eşittir. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu sermaye yapısı işletmenin optimal sermaye yapısı olmaktadır işletme optimal sermaye yapısına

ulaşmadan önce yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşmesi mümkün olabilir. Bunun yanında sonra borçlanmaya devam edilirse hem borçlanma maliyeti hem de öz kaynak maliyeti yükseleceğinden, işletmenin ortalama sermaye maliyeti de yükselmeye başlayacak ve işletmenin değerinin düşmesine yol açacaktır. Çünkü borç artışından sonra işletmenin sermaye yapısı riskli hale gelmekte ortaklar artan bu finansal riski karşılayabilecek şekilde yatırımlarından daha yüksek bir kâr payı istemeye başlayacaklar. İlaveten işletmeler sermaye yapısına daha fazla borcun eklenmesi borç/öz kaynak oranını kritik bir noktaya getirecek ve işletmeye borç verenler, borç yükünün yarattığı risklerini karşılamak üzere, dolaylı ve dolaysız bir şekilde faiz oranını yükselmesine yol açarlar. Dolayısıyla borç verenlerin bu tutumu borç maliyetinin de yükselmesine neden olur (Türko, 1999: 507).

Bu teoride sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkiler konusunda farklı çeşitlemeler bulunmaktadır. Bu çeşitlemelerden bir tanesine göre öz kaynak maliyeti, eğimi gittikçe artan bir eğri şeklindedir. Borçların maliyeti ise belirli bir kaldıraç oranına kadar sabittir, ancak bu belirli nokta aşıldığında borçların maliyeti de yükselmeye başlayacaktır. Borçların maliyeti, öz kaynak maliyetinden genellikle daha düşük olduğundan, işletme belirli bir noktaya kadar ucuz borçlar kullanmak yoluyla ortalama sermaye maliyetini azaltabilir. dolayısıyla bir işletme sınırsız bir şekilde borçlanarak ortalama sermaye maliyetini azaltamaz. Kaldıraç oranı belirli bir düzeyi aştıktan sonra yabancı kaynak maliyeti yükselecek ve bu nedenle ortalama sermaye maliyetinin artışı olacaktır (Akgüç, 1998: 494).

Bu teorinin ikinci çeşitlemesine göre, işletme borçlanmaya başlayınca öz kaynak maliyeti hemen yükselmez, ancak işletmenin finansman riski belli bir düzeye ulaştıktan sonra artar. Bu kritik noktaya kadar öz kaynak maliyeti de sabittir. Kritik nokta aşıldıktan sonra firmanın finansman riskinin artması, hisse senedi sahiplerinin beklentilerini arttırır ve öz kaynak maliyeti yükselir. Bu teorinin ikinci çeşitlemesi bir işletmenin borç kullanması yoluyla ortalama sermaye maliyetini önemli ölçüde düşüreceğini ileri sürmektedir (Akgüç, 1998: 491).

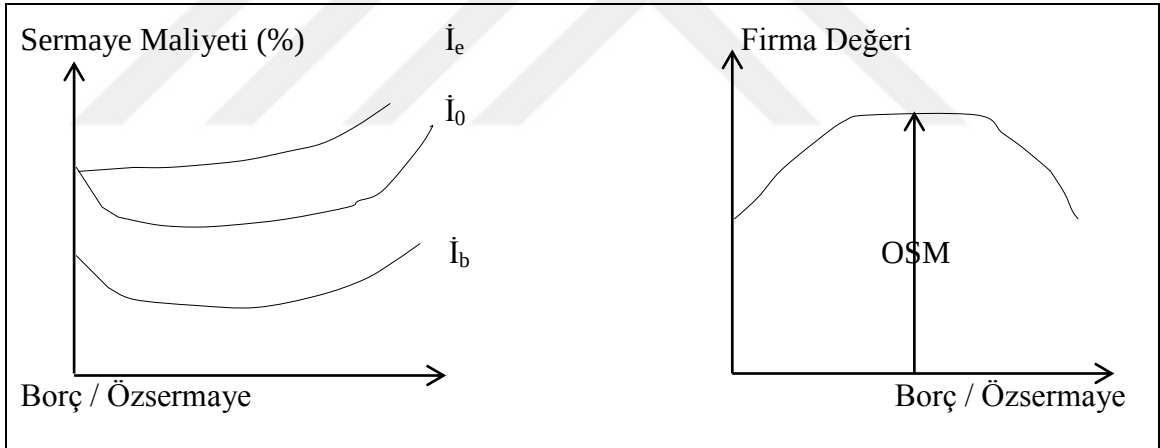
Bu teorinin üçüncü çeşitlemesine göre işletme belirli bir sınır içinde kalmak koşuluyla farklı sermaye yapıları ile sermaye maliyetini en düşük düzeye indirebileceği gibi piyasa değerini en yüksek seviyede çıkarabilir. Burada işletmenin tek bir optimal

sermaye yapısı yoktur. Ancak geleneksel teoriye göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti önce azalmakta ve daha sonra artmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti en düşük olduğu nokta geleneksel teoriye göre optimal sermaye yapısıdır.

Geleneksel yaklaşımda işletme açısından özsermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetinden daha yüksektir. İşletme sermayesine katılımın, borç vermeye kıyasla daha riskli olması nedeniyle ortakların bu riski de karşılayacak şekilde normal faiz oranının üstünde kâr beklentileri ve borç faizlerinin gider yazılarak vergi matrahından düşülmesi dolayısıyla vergi tasarrufu sağlanmasına karşılık dağıtılan kâr payı için böyle bir olanağın mevcut olmaması, öz kaynak maliyetinin, genellikle borçların maliyetinden daha yüksek olmasına neden olur (Akgüç, 1998: 494).

Bu nedenle işletmeler görece olarak daha fazla yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetlerini düşürebilirler. Grafik 1.3. Geleneksel Yaklaşım Göre Kaldıraç Oranı (Borç/Öz kaynak), Ortalama Sermaye Maliyet ve İşletme Değeri İlişkisi

Grafik 1.3. Geleneksel Yaklaşımı



Kaynak: (Akgüç, 1998: 496).

Grafik 1.3.'de görüldüğü gibi her işletmenin bir tane optimal sermaye maliyeti (OSM) vardır. Optimal sermaye maliyetinde borçların real marjinal maliyeti ile öz kaynağın real marjinal maliyeti eşit olmasıdır. (OSM) de ulaşıldıktan sonra işletme borçların kullanmaya devam ederse yabancı kaynak ve öz kaynak maliyetindeki yükseliş nedeniyle ortalama sermaye maliyeti yükselecek, işletmelerin piyasa değerinin düşmesine neden olacaktır (Yazıcı, 1997: 21).

1.3.1.1.4. Modigliani ve Miller Teorisi

İşletmelerin sermaye yapısı kararları finansal iktisatçılar olan Modigliani ve Miller'in (MM) 1958 ve daha sonra 1963 yılında gerçekleştirdikleri çalışmalar ile ilk defa ciddi bir teorik tahlil yapılarak incelenmiştir (Arnold, 1998: 791).

Modigliani ve Miller'in oldukça sınırlayıcı varsayımlar altında işletme değerinin işletmenin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bir başka ifadeyle işletmelerin aktiviteleri nasıl finanse edildiği önemli değildir, çünkü sermaye yapısı işletme değeriyle ilgisizdir (Brigham ve Houston, 2004: 617).

İşletmelerde borçlanma kararları sonucunda borcun payının yükselmesi öz kaynak maliyetinin yükselmesine neden olacak ve bu durum ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sabit olmasını sağlayacaktır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti sabit ise işletmenin değerini etkileyecek tek etken işletmenin faaliyetlerinden yaratılan nakit akımları olacaktır. Ancak MM'e göre sermaye yapısı işletmenin değeriyle ilgisizdir. İşletmeler sadece iyi yatırım kararları verdikleri zaman hissedarlarının refahını arttırabilirler (Arnold, 1998: 617). Modigliani ve Miller sözkonusu modellerini oluştururken kabul ettikleri varsayımlar ise aşağıda sıralanmaktadır (Moyer ve diğerleri, 1995: 446-447)

- a. Menkul kıymetlerin işlem maliyetleri, alım ve satımında komisyonu yoktur,
- b. Vergi yoktur,
- c. İflas maliyetleri bulunmamaktadır,
- d. Bütün yatırımcılar aynı orandan borç alıp ve borç verebilirler,
- e. Bütün yatırımcılar işletmenin gelecekteki yatırım fırsatları hakkında aynı bilgiye herhangi bir maliyete katlanmadan sahip olurlar,
- f. FVÖK, borç kullanımından etkilenmez,
- g. Piyasada yeterli düzeyde alıcı ve satıcı bulunmaktadır. Dolayısıyla tek başına bir yatırımcı menkul kıymetin fiyatını etkilemez.
- h. İşletmeler eş risk düzeylerine göre gruplara ayrılabilir. Aynı risk grubuna giren firmaların işletme riski aynı olur.

Bu yaklaşıma göre: işletmenin nakit girişlerinin, piyasa değeri, riski de dikkate alan bir iskonto oranıyla indirgenmiş net bugünkü değeridir. Yatırımların finanse edilme şeklinin yatırım kararlarına etkisi bulunmamaktadır. Ucuz borçların maliyeti öz kaynak maliyetinin artması ile ortadan kalkacaktır. Sermaye yapısıyla bağlantılı bir teori olan Modigliani ve Miller'in teorisi ve iki temel prensipten hareket etmektedir (Cohen, 2004: 1-3);

İlk olarak vergiler dikkate alınmadığında kâr, işletme değerinde kaldıraç etkisi yapmamaktadır ve diğeri vergili durumda kaldıraç çalışmaktadır. İşletme değerine borçlanmanın vergi avantajı eklenirse,

$$\Delta V = D.T \quad (1)$$

olur. Burada; ΔV ; işletmenin değerindeki artmayı, T ; vergiyi, D ; borcu göstermektedir.

Bu durumda kaldıraç kullanan bir işletmenin değeri aşağıdaki denkleme uygun olur (Can, 2006);

$$V_L = V_u + D.T \quad (2)$$

Buradaki V_u işletmenin kaldıraçsız değeridir. Anlaşılacağı gibi bir işletmenin kaldıraçlı değeri V_L , işletmenin kaldıraçsız değeri V_u ile faiz vergi çarpımının toplamına eşittir. Her işletme kendi yabancı kaynak ve özsermaye yapısı üzerine karar vermek zorundadır (Pagano, 2005: 139)

Modigliani ve Miller'in yaklaşımında işletme değeri şu şekilde hesaplanmaktadır;

$$V = \frac{O}{i_k}$$

V = Firma değeri

i_k = Öz kaynak kapitalizasyon oran

O = Net faaliyet kârı

Modigliani ve Miller'in yaklaşımında, piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı bir durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisinin, riskteki artışın kapitalizasyon oranını arttırması sonucunda ortadan kalkacağı ve işletme değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. Modigliani ve Miller'in yaklaşımının, finansal

kaldıraç oranları ve piyasanın tepkileri konusunda gözlemlenen olayları açıklamada yetersiz kaldığı düşünülmektedir (Ryen ve diğerleri, 1997: 41). Modigliani ve Miller'in sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve işletme değerine yönelik çıkarımları, dayandığı varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle aşağıda belirtildiği şekilde eleştirilmiştir (Diacogiannis, 1994: 584)

a. Modigliani ve Miller'in iflas maliyetlerinin olmadığını varsayar. Bu etkin piyasalarda işletmelerin, iflas ettikleri zaman varlıklarını piyasa fiyatından satabilecekleri anlamına gelir. Ancak gerçek yaşamda işletmeler iflas ettiklerinde varlıklarını piyasa değerinin altında elden çıkartabilmekte ve tasfiye giderlerine katlanmaları gerekmektedir.

b. Modigliani ve Miller'in arbitraj işlemi, kişisel borçlanma ile işletme kaldırıcının arttırılması konularının birbirlerinin tam bir ikamesi olduğu varsayımına dayanmaktadır. Fakat işletmeler bireylerden daha düşük maliyetlerle borç bulabilmektedirler.

c. Borç kullanımının sağladığı vergi tasarrufu dikkate alınmamıştır.

d. Etkin sermaye piyasaları dengesiz dönemlere sahiptir. Modigliani ve Miller'in etkin sermaye piyasalarının dengesiz dönemlere sahip olsa bile yine de gereken arbitraj fırsatlarını sağlamada yeterli olduğu düşüncesini savunur.

Net faaliyet geliri yaklaşımı ile Modigliani ve Miller'in yaklaşımı sermaye yapısı değişiminin işletmenin piyasa değerini değiştirmeyeceğini savunurken; net gelir ve geleneksel yaklaşım sermaye yapısı değişiminin işletmenin piyasa değerini değiştirebileceğini savunmaktadır. Klasik sermaye yapısı yaklaşımlarını Tablo 1.2. yardımıyla özetlemek mümkündür;

Tablo 1.2. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımlarının Özet Tablosu

Yaklaşımlar	Ortalama Sermaye Maliyeti;	İşletmenin Sermaye Yapısındaki Değişme;
Net Faaliyet Geliri	Tüm Sermaye Yapıları İçin Sabittir.	İşletmenin Piyasa Değerini Etkilemez.
Net Gelir	İşletme Borçlandıkça Azalır. Borçlanma ve Özsermaye Maliyetleri Sabittir.	İşletmenin Piyasa Değerini Yükseltebilir.
Geleneksel	İşletme Optimal Sermaye Yapısına Kadar Borçlandıkça Azalır. İşletme Optimal Sermaye Yapısına Ulaştıktan Sonra Artar.	İşletmenin Piyasa Değerini Yükseltebilir.
Modigliani – Miller	İşletmenin Ortalama Sermaye Maliyeti Değişmez.	İşletmenin Piyasa Değerini Etkilemez.

Kaynak: (Cassar ve Holmes, 2003: 135).

M&M teorisi (1963), ilk yazdıkları makaleden beş yıl sonra kaleme aldıkları Kurumsal gelir vergisi ve sermaye maliyeti: Bir düzeltme adlı çalışmalarında vergi değişkenini de göz önüne almışlar ve işletmelerin borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerini arttırabileceklerini vurgulamışlardır.

1.3.1.1.5. Miller Teorisi

Miller Teorisi'nin ulaştıkları sonuçlar, yıllar sonra Miller'in 1977 yılında yayınladığı borç ve vergiler başlıklı makalesinde gelir vergilerinin etkisini ortaya koyarak değişikliğe uğramıştır. Bu yaklaşıma göre, bir işletmenin tahvillerden sağlanan gelir genel olarak faiz geliridir ve kişisel gelir olarak vergilenmesi gerekir. Bir hisse senetlerinden elde edilen gelir ise genellikle karpayı ve kısmen de sermaye kazancı ile sağlanmaktadır. Miller, bütün borç senetlerinden sağlanan gelirin genel olarak faiz geliri olduğunu ve kişisel gelir vergisi olarak hisse senedinden sağlanan gelirlere göre daha yüksek vergi oranlarıyla vergilendirildiğini ifade etmiştir. Dolayısıyla uzun vadeli sermaye kazançları, tahvil faiz gelirlerine göre daha düşük oranlarda vergilendirilmektedir. Hisse senedinin satışında gelir elde edilinceye kadar verginin ertelenmesi gerekmektedir. Hisse senedi , borç gelirlerine göre daha düşük etkili oranlarda vergilenmesi gerekir. Borçla finansmanın faiz ödemelerinin vergiden indirgenmesi gibi bir avantajı vardır. Ancak hisse senedinden beklenen getiri oranının daha düşük olması sonucunda hisse senedinden sağlanan gelirin vergi avantajı daha fazla olmaktadır. Bu nedenle öz kaynak ile finansman daha avantajlı bir pozisyonudur (Ehrhardt ve Brigham, 2006: 463-464).

Miller, işletme ve kişisel vergilerin net etkisini şu şekilde formüle etmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006: 464);

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_s)}{1-T_d} \right] D$$

Burada;

T_c = Firma vergi oranını

T_s = Hisse senedi gelirleri üzerinden uygulanan kişisel vergi oranını

T_d = Borçtan sağlanan gelir üzerine uygulanan vergi oranını

V_U = Kaldıraçsız firmanın değerini

V_L = Kaldıraçlı firmanın değerini

D = Borcun pazar değerini ifade etmektedir. Miller'e göre, hisse senedi ve borca uygulanan marjinal vergi oranı yukarıdaki eşitlikte köşeli parantez içini sıfıra eşitlemektedir ve dolayısıyla $V_L=V_U$ olmaktadır.

1.3.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

Modigliani ve Miller'in 1958 ve 1963 yıllarında gerçekleştirdikleri çalışmalarda sermaye yapısı ve işletme değeri ile ilgili ortaya koydukları önermeler daha sonra birbirinin alternatifi konumundaki sermaye yapısı teorilerinin üzerinde oluşturmuştur. Modern sermaye teorileri olarak da adlandırabileceğimiz bu teorilerde işletmelerin sermaye yapısı kararlarını ve finansman tercihlerini etkileyen değişkenler belirlenmeye çalışılmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde söz konusu sermaye yapısı teorileri açıklanmaya çalışılmaktadır.

1.3.2.1. Dengeleme Teorisi

Modigliani ve Miller'in sermaye yapısıyla ilgili düşüncelerini öne sürerken kabul ettikleri ancak gerçekçi olmayan varsayımlardan biri iflas maliyetlerinin olmamasıdır. Gerçek şu ki, iflas, oldukça maliyetli olabilmektedir. İflas durumunda olan işletmeler çok yüksek giderlere katlanmaktadırlar. Bu işletmeler müşterilerini, işgörenlerini ve kendilerine giriş sağlayan işletmeler kaybedebilmektedirler. Başka bir ifadeyle, iflas işletmelerin sahip oldukları varlıklarını, olması gereken değerinden daha düşük tutarlara

satmalarına neden olurlar. Dolayısıyla iflasla ilgili problemler, işletmenin sermaye yapısındaki borç düzeyi yükseldikçe artmaktadır. Bu nedenle iflas maliyetleri, işletmenin sermaye yapısında fazla düzeyde borç kullanmasına engel olur. Yüksek faaliyet kaldırıcına ve bu nedenle yüksek işletme riskine sahip işletmeler finansal kaldırıcı kullanımını sınırlandırmaları gerekir. Finansal sıkıntı oluşması durumunda yüksek maliyetle karşılaşacak işletmelerin çok fazla borç kullanmamaları gerekmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006: 464).

İşte yukarıda ifade edilen ve borçlanmadan kaynaklanan maliyetler ve vergi avantajları sonucunda dengeleme teorisi geliştirilmiştir. Bir başka ifadeyle dengeleme teorisinin orijinal şekli, Modigliani ve Miller'in sermaye yapısı teoremi üzerinde yapılan tartışmalar sonucunda ilk defa Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilmiştir. Dengeleme teorisi kavramı, farklı finansçılar tarafından ilişkili teorileri açıklamada kullanılan bir terimdir. Bu teorilerde karar verici işletme açısından alternatif kaldırıcı kararlarının çeşitli maliyet ve faydalarını değerlendirmektedir. Genel olarak kabul edilen çözüm, marjinal maliyet ve faydaların dengelenmesidir (Frank ve Goyal, 2005: 8).

Dengeleme teorisi borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurulmasına dayanmaktadır. Bu teoride, optimal sermaye yapısını borçla finansmanın sağlayacağı net vergi avantajı ile borçla finansmandan kaynaklanan maliyetlerini (iflas maliyetleri, finansal sıkıntıları gibi) dengeleyen sermaye yapısı olarak ifade etmesidir (Buferna ve diğerler; 2005: 7).

Dengeleme teorisine göre işletmeler borçlanmanın sağlayacağı faydaları ve maliyetleri dengeleyecek optimal bir hedef sermaye yapısı belirlemeli ve ilave her bir borçlanmanın avantaj ve dezavantajlarını ölçmeleri gerekiyor. İşletme hedeflediği sermaye yapısı doğrultusunda borçlanmanın sağlayacağı faiz ve vergi kalkanının değeri ile yaratabileceği iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerini dengelemeye çalışmalıdır (Sayılğan ve diğerleri, 2006: 5).

Borcun en önemli faydası faiz ödemelerinin vergiden indirgenmesidir. Bu nedenle borç kullanımının işletme performansı açısından önemli ve olumlu bir gösterge olması ve işletme yöneticilerinin firma kaynaklarını karlı olmayan yatırımlara harcamalarını önlemesi böylelikle temsilcilik maliyetlerini koordine etmesidir. İlave her bir borcun

maliyeti ise yukarıda ifade edilen iflas riski ve iflasla ilişkili diğer maliyetlerdir. Dengeleme teorisinde borcun karlılık ve yatırımlarla ilişkisi önemli hale gelmektedir. Bu teoride borç veya kaldıraç düzeyi, işletmelerin karlılığı arttıkça yükselmektedir (Bontempi, 2002: 1-22).

1.3.2.2. Finansman Hiyerar Çisi Teorisi

Modigliani ve Miller'in (1958) tarafından kurulan modelinin varsayımları arasında işletme içindeki ve dışındaki kişilerin aynı bilgiye sahip olduğu diğer bir deyişle bilgi asimetrisinin olmadığı da bulunmaktadır. İlaveten işletme pratiğinde işletme içindeki ve dışındaki kimseler açısından bilgi asimetrisinin sağlanması ve bu bilginin fiyatlara anında yansması söz konusu değildir. Finansal piyasalarda karar almak için kullanılan ve diğer taraf veya mal hakkında gerekli olan tüm bilgiyi taraflardan birinin bilmesine karşın diğer tarafın hiç bilmemesi veya yetersiz bilgiye sahip olması anlamında ortaya çıkan bilgi eşitsizliği asimetrik bilgi olarak adlandırılmıştır (Karacan, 2000: 48).

Piyasanın mükemmel ve bilginin tüm piyasa katılımcıları tarafından bilindiği durumda fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların en etkin kullanıcılara aktarılması gerekmektedir. Bu varsayım, satıcıların ve alıcıların malın niteliği konusunda mükemmel ve simetrik bilgiye sahip oldukları hususunu dahildir. Ancak gerçek hayatta piyasalar tam rekabet koşullarında çalışmamakta, satıcılar ve alıcılar bir hizmetin veya malın niteliği konusunda tam bilgiye sahip değiller. Finansal işlemlerde taraflardan birinin diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olması durumunu anlatan bu hususa asimetrik bilgi denilir (Dokur, 2005: 12).

Başka bir açıklamada, asimetrik bilgi; piyasalarda bazılarının diğerlerine göre daha fazla bilgiye sahip olması durumu olduğundan, piyasada farklı bilgiye sahip olanlar farklı işlem yapmak durumunda olacaklardır. Bu bilgi farklı risk düzeyindeki işletmelere kredi verildiğinde, bilgisiz bir yatırımcının bilgili yatırımcıların bulunduğu piyasada farklı menkul kıymetlere yatırım yapmak istemesinde farklı risk özelliklerine sahip bireyler sigortalandığında farklı yetenekteki çalışanlar işe alındığında kullanılmış mal yani ikinci el mallar, piyasasından alım yapıldığında hisse senedi sahipleri ve yöneticilere işletmeyi temsil yetkisi verildiğinde söz konusu olabilirler. (Özden, 2004:

20). Bu bilgi hem yabancı kaynak piyasasında hem de özsermaye piyasasında ortaya çıktığı görülmektedir. Bu piyasadaki yatırımcılar ve borçlar ile finansman sağlayanlar birbirleriyle ilgili tüm bilgilere sahip olamamaktadırlar. (Aras, 2004: 83).

Bu bilgiler kaynaklanan iki temel sorun bulunmaktadır. Asimetrik bilgi finansal piyasada ticari işlem yapılmadan önce gerçekleşen ters seçim ve ticari işlem yapıldıktan sonra ortaya çıkan riziko (ahlaki tehlike) problemleridir. Ters seçim, kreditorün (borçlar ile finansman sağlayanın) yatırım yapmadan önce bunlar potansiyel finansman sağlayıcıların iyi ve kötü risk yönünden birbirinden ayıramaması durumunda ortaya çıkan bir problem olarak açıklanmaktadır (Hubbard, 2002: 260).

Riziko ise ödünç aldıktan sonra ödünç alınan paranın geri ödenmesi olasılığını düşüren ve kreditor açısından istenmeyen faaliyetlerde bulunma problemi olarak tanımlanır (Mishkin, 1995: 36).

Reel piyasalardakine benzer olarak finansal piyasalarda da her zaman tüm satıcı ve alıcıların aldıkları ve sattıkları ürünler hakkında tam bilgiye sahip değildirler. başka bir ifade ile finansal piyasalarda da asimetrik bilgi söz konusu olmasıdır. Bu bilgi finansal piyasalarda bilgi ve rekabet eşitsizliğine neden olduğu için piyasalarının işleyişini olumsuz yönde etkilemektedir. Piyasaların etkin ve verimli bir şekilde çalışmasını engellemektedir. İşletmenin hisse senedi sahiplerinin ve potansiyel fon sağlayıcılarının sahip oldukları bilginin asimetrik özelliğe sahip olması nedeniyle asimetrik bilgi finansman politikalarını etkilemektedir. İşte işletmelerin uyguladıkları finansman politikalarının yatırımcılara bir sinyal verdiği ifade edilebilmektedir. Bu bilginin olduğu durumda işletmenin kaldıraç oranının artmasının işletmenin kalitesinin yüksek olduğu anlamına gelebilmektedir (Ross, 1977: 24).

Finansman hiyerarşisi teorisi yukarıda detaylı olarak anlatılmış olan asimetrik bilgi kavramını temel almaktadır. Asimetrik bilgi, ters seçim yani adverse selection problemini beraberinde getirmektedir. İşletmeninyöneticilerinin işletme hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi olduğu bilinmektedir. İşletme içi unsurların tüm yöneticiler tarafından bilindiği ön kabulüyle, iç kaynakların diğer bir ifade ile dağıtılmamış karların finansman kaynağı olarak kullanılması durumunda ters seçim sorunu etkisinin göz ardı edilebileceği, bununla birlikte dış kaynakların finansman

kaynağı olarak kullanımında ise ters seçim sorununun önemli bir etkiye sahip olduğu rahatlıkla fark edilebilecektir. (Harris ve Raviv, 1990: 321-349).

ΔAD , hisse senetlerinin aşırı veya düşük değerlendirme miktarını, AD_1 hisse senetlerinin olması gereken değerini diğer bir ifade ile yatırımcıların işletme yöneticileriyle aynı bilgiye sahip olmaları durumunda hisse senedinin değerini olacağını, D hisse senetlerinin piyasadaki değeri ve NBD projenin net bugünkü değerini ifade etmek üzere, $\Delta AD = - D$ denkliğinde, işletme yöneticilerinin yatırımı gerçekleştirmeyi sağlayacak kaynağı temin etmek için hisse senedi ihraç etmesinin koşulu, $NBD \geq \Delta AD$ olduğu durum olarak ifade edilebilmektedir.

Hisse senetleri piyasada ederinden yüksek değerlendirildiği takdirde, ΔAD negatif değer almakta ve yatırım projesinin değeri sıfır olsa bile proje kabul edilmektedir. Bununla birlikte, hisse senetleri piyasada ederinden daha az değerlendiriliyorsa bu durumda işletme pozitif değer alan projeleri dahi reddedebilmektedir.

Finansman hiyerarşisi teorisini formül olarak gösterebilmek için aşağıdaki tanımları yapmak gerekmektedir:

$FVÖK_t$ = Faiz ve vergilerden sonraki faaliyet karı;

YAT_t = Yatırımlar;

TO_t = Temettü ödemeleri;

$\Delta İSt$ = İşletme sermayesindeki net artış;

Bütün bu değerler t zaman sonra ölçüldüğü takdirde, fon açığı (A_t) aşağıdaki formülle bulunmaktadır:

$$A_t = TO_t + YAT_t + \Delta İSt - FVÖK_t$$

Yukarıdaki formül, temettü politikasının yatırım miktarından bağımsız olduğunu belirtmektedir. Bu teoride, fon açığını kapatmak için düşük riskli borçluluğu temsil eden menkul kıymet ihraç edilebildiği sürece bu araçların kullanılmasını önermektedir. Finansal hiyerarşi teorisinin güçlü ve zayıf olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Güçlü türüne göre hisse senedi ihracı asla mümkün olmamakta, zayıf türünde ise sınırlı sayıda hisse senedi ihracı kabul edilebilir olmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisinde özet olarak, aşağıdaki önermelerde bulunmaktadır.

Bilgi asimetrisi sadece dış kaynaklarla finansman sırasında mümkün olduğundan, işletmeler iç kaynakları her zaman dış kaynaklara tercih edeceklerdir. Tüm işletmeler yatırımlarına kaynak bulabilmek için dağıtmadıkları temettüleri kullanmamakta ve kısa dönemli nakit ihtiyacını dağıtılmayan temettü ile karşılamaları doğru olmamaktadır. Bir işletme dış finansmana ihtiyaç duyduğunda, yöneticiler öncelikle güvenli menkul kıymetler ihraç etmeli, daha sonra hisse senedine dönüştürülebilir tahvil gibi karma menkul kıymetler ihraç etmelidirler. Yeni hisse senedi çıkarmak suretiyle finansman sağlama alternatifine son çare olarak başvurulmalıdır (Krasker, 1986: 93-105).

1.3.2.3. İşaret Etkisi Teorisi

Modigliani ve Miller'in yatırımcıların firmanın geleceğiyle ilgili olarak yöneticilerle aynı bilgiye sahip olduklarını kabul etmektedirler ve bu durum simetrik bilgi olarak adlanmıştır. Ancak gerçekte yöneticiler dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler ve bu durum asimetrik bilgi olarak ifade edilmektedir ve optimal sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkisi vardır. Özel bilgilerin anlaşılır modeller halinde ekonomide dolaşmasının öneminin farkına varılmasından sonra firmaların sermaye yapılarını, bu bilgiye ulaşma durumuna göre açıklayan sermaye yapısı teorileri oluşturulmuştur. İşaret etkisi teorisi yöneticilerin ve işletme içinde kendisine özel bilgiler verilen kişilerin işletmelerin kazancı ve yatırım fırsatları hakkında bilgi sahibi oldukları kabul edilmektedir. Firmanın sermaye yapısı seçimlerinin işletmelerin içindeki kişilerin sahip olduğu bilgilerle dışarıdaki yatırımcılara işaret sağlayacağı vurgulanmaktadır. Asimetrik bilgiye dayalı sermaye yapısı teorileriyle ilgili ilk çalışmalar Ross (1977) ve Leland ve Pyle'in (1977) çalışmalarıdır. Bu çalışmalara ek olarak yatırımların sabit olarak kabul edildiği ve sermaye yapısının firmanın içsel bilgilerinin bir işareti olarak algılandığı teoriler de mevcuttur (Haris ve Raviv, 1991: 308).

İşaret etkisi teorisi, işletmelerin neden öncelikle iç kaynakları daha sonra borcu ve en son da özsermaye artırımını tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. İşaret bu teoriye göre sadece düşük kârlı firmalar özsermaye artırımına gitmektedir. Rasyonel yatırımcılar ise bunu önceden görebilmekte ve ilk halka arzda iskonto talep etmektedirler. Bu iskonto, öz kaynak artırımının maliyetini oluşturmaktadır. Yabancı

kaynaklar, sermaye piyasasına işletmenin yüksek bir performansa sahip olduğunu göstermektedir (Frydenberg, 2004: 23).

İşaret etkisi teorisinde bir işletmenin geleceği hakkında olumlu beklentiler varsa hisse senedi satışından kaçınılmaktadır ve işletmenin normal hedef sermaye yapısı ötesinde borç kullanmaktadır. Eğer firmanın geleceği hakkında olumsuz beklenti varsa firma hisse senetlerini satmak isteyecek ve böylelikle oluşacak kayıplar yeni yatırımcılar ile paylaşılacaktır. İlaveten işletmeler hisse senedi ihracıyla ilgili duyuruları, yatırımcılar açısından işletme yöneticilerinin gelecekle ilgili olumsuz düşünceler içinde olduklarını ve işletme değerinin düşük olduğu gösteren bir işaret olarak algılanabilmektedir. Dolayısıyla yeni hisse senedi ihracı duyurularından sonra işletmelerin hisse senedi fiyatı düşecektir. İşletmelerin gelecekle ilgili beklentileri olumlu olsa bile hisse senedi ihracı işletme açısından olumsuz bir işaret olarak algılandığı için hisse senedi fiyatları bundan olumsuz etkilenebilecektir. Bu nedenle normal zamanlarda borç alma kapasitesinin artırılması yani reserve borrowing capacity, gerekmektedir. Bir başka ifadeyle borç alma kapasitesi, iyi yatırım fırsatlarının arttığı zamanlarda işletmelerin makul maliyetlerle borç alabilme yeteneğini ifade etmektedir. işletmeler MM'in ifade ettiği optimal sermaye yapısındaki borç miktarından normal zamanlarda daha az borç kullanarak borç alma kapasitesini arttırabilir ve daha sonraki zamanlarda artan finansman ihtiyacını yeni yabancı kaynak sağlayarak karşılayabilir. Bunun yanında işletmeler normal zamanlarda daha fazla öz kaynak ve daha az borç kullanmalıdırlar (Ehrhardt ve Brigham, 2006: 466-467).

İşaret etkisi teorisinde sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

a. İşaret teorisine göre işletme büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü büyük işletmeler riskini iyi dağıtmış, borç piyasalarına kolay girebilen ve düşük bilgi edinme maliyetleriyle karşı karşıya olan işletmeler oldukları için sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermektedirler (Chen ve Hammes, 1997: 1-33; Fama ve French, 2002; Frank ve Goyal, 2003: 1-33).

b. İşaret etkisi teorisine göre işletmeyle ilgili potansiyel olumlu haberlerle işletmenin kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Ooi, 1999: 293-307).

c. bu teorinin diğ er bir varsayımına göre k ar payı dağıtımını ile kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.       k ar payı dağıtan işletmeler daha az asimetrik bilgi problemiyle karşı karşıya oldukları için daha d ş  k düzeyde bor lanmaktadırlar (Bhaduri, 2002: 200-216).

d. İşaret teorisine göre işletme yaşı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır.       genç işletmeler daha fazla asimetrik bilgi problemiyle karşı karşıadırlar ve bu nedenle daha fazla borç kullanmaktadırlar (Bhaduri, 2002: 200-216).

e. Diğ er bir varsayım faiz oranlarıyla kaldıraç düzeyi arasındaki negatif ilişkiyle ilgilidir. işletme yöneticileri, piyasa faiz oranlarının d ş  g  veya işletmenin hisse senetleri değ erinin olması gerekenden daha d ş  k olduğu durumlarda borçlanarak, borçlanma haberiyle piyasadan gelecek olumlu tepki karşılığında hisse senedi değ erlerini olması gerekenden daha fazla yükseltmeyi amaçlarlar (Bancel ve Mitto, 2004: 103- 132).

Hisse senetleri aşırı değ erlendiğ inde ise işletmeler fırsat pencereleri olarak ifade edilen (windows of opportunity) yeni hisse senedi ihraç ederek fon sağlama stratejisinden yararlanırlar.

f. Bu teoriye göre yüksek kalitedeki işletmeler daha fazla borç kullanmaktadırlar Heinkel (1982). Aşağıdaki tabloda işaret teorisine göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içerisinde bulunan etkenler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenir.

Tablo 1.3. İşaret Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Etkenler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel �alışmalar
Firma Büyüklüğü	Pozitif	Chen ve Hammes (1997), Fama ve French (2002), Frank ve Goyal (2003)
Firmayla İlgili Olumlu Haberler	Pozitif	Ooi (1999)
K�ar Payı Dağıtımı	Negatif	Bhaduri (2002)
Firma Yaşı	Negatif	Bhaduri (2002)
Firma Kalitesi	Pozitif	Heinkel (1982)
Faiz Oranları	Negatif	Bancel ve Mitto (2004)

Kaynak: (Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur).

1.3.2.4.Temsilcilik Maliyeti Teorisi

Sermaye yapısının belirlenmesinde ortaya çıkan bu teori; yöneticilerin, sahiplerin ve ortakların çıkarlarının ve önceliklerinin uyuşmazlığı sonucunda oluşan temsilcilik maliyetlerine dayanmaktadır. Bu teorinin temelini Jensen ve Meckling (1976)'ın çalışması atmıştır. (Haris ve Raviv, 1991: 300).

Temsilcilik maliyeti teorisi, işletmenin yöneticileri ile yatırımcılar arasında işletmenin geleceği hakkında daha fazla bilgi sahibi olmaları bunun yanında işletmenin yöneticileri ile hissedarlar arasında ilgi ve çıkar farklılıkları olduğunu ve bu durumun temsilcilik maliyetleri oluşturduğunu ifade etmektedir. Temsilcilik maliyetleri, işletmelerin sermaye yapılarında borca yer vermelerinin iyi bir nedenidir. Çünkü borç, işletme yöneticilerin gelecekte yabancı kaynaklardan doğan geri ödemeler, nakit ödemeler için disipline etmektedir. İşletme yöneticileri yaratılan serbest nakit akımlarını kendi çıkarları için harcayabilecekler veya kötü yatırımlarda kullanabileceklerdir. Yabancı kaynakla finansman, yöneticilerin serbest nakit akımlarını rahatça kullanmasını kısıtlayacak ve bu temsilcilik problemini azaltacaktır. Bu teoriye göre yatırımcılar yöneticileri fonları etkin kullanımı açısından baskı altına alma amacındaysalar bu durumda firmalar sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermeleri gerekmektedir. Ancak fazla borç kullanma sonucunda finansal sıkıntı maliyetleri (Modigliani ve Miller, 1963) ve hissedarlar ve borç verenler arasındaki temsilcilik maliyetleri oluşacaktır (Frielinghaus ve diğerleri, 2005: 9-18; Jensen ve Meckling, 1976: 305-325).

Jensen (1986), temsilcilik maliyeti teorisine göre optimal sermaye yapısının işletme değerini etkileyen farklı temsilcilik maliyetlerinin dengelenmesi ile elde edilebileceğini ifade etmiştir. Bu teoride sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

a. Temsilcilik teorisinde banka taahhütleri ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Bankalar, bilgi sağlayıcı bir rol üstlenerek borç verenlerle firma yöneticileri arasındaki uyuşmazlıkları ortadan kaldırmaktadır. Bu bağlamda banka taahhütleri firmaların borç alma, borç verenlerinde borç verme düzeylerinin artışına yol açmaktadır (Suto, 2003: 25-39).

b. Temsilcilik teorisine göre yönetim sahipliğinin düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü bir işletmenin yönetim sahipliği arttıkça

yönetimin ilgisi işletme borçlularına karşı artacak ve borcun temsilcilik maliyetinin azalmasına neden olacaktır (Short ve diğerleri, 2002: 375–399).

c. Borcun temsilcilik maliyeti açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında pozitif ilişki vardır. Rajan ve Zingales'e (1995) göre, bir işletmenin varlıklarının büyük bir kısmı sabit varlıklardan oluşuyorsa bu varlıklar kullanılan yabancı kaynaklar karşısında teminat olarak kabul edildiği için borç verenlerin katlandığı yabancı kaynakların temsilcilik maliyetini azalttığını açıklamıştır. Bu durum ise işletmeler kaldıraç düzeyini yükseltmektedir. Öz kaynakların temsilcilik maliyeti açısından bakıldığında ise maddi duran varlıkların teminat değerinin yükselmesi borcun temsilcilik maliyetini azalttığı için borçlanma düzeyini arttırması gerekmektedir. Bu durum ise öz kaynakların temsilcilik maliyetini arttırır. Dolayısıyla Frank ve Goyal'a (2005) göre, öz kaynak temsilcilik maliyeti bakış açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında negatif ilişki olduğunu ifade etmişlerdir.

d. Temsilcilik maliyeti teorisine göre özellikle düşük hızda büyüyen büyük işletmelerde serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü düşük büyüme hızına sahip işletmelerde yabancı kaynak kullanımı işletme içinde yaratılan serbest nakit akımlarının gereksiz şekilde kullanılmasını azaltmakta böylelikle serbest nakit akımlarına ait temsilcilik maliyetinin düşmesini sağlamaktadır (Jaggi ve Gül, 1999).

e. Temsilcilik maliyeti teorisine göre, büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Buna göre işletmeler geleceğe yönelik büyüme fırsatları arttıkça bu fırsatlardan yararlanmak amacıyla borçlanma düzeylerini düşük tutmaktalar ve daha fazla miktarda öz kaynak kullanma eğiliminde olmaktadır (Rajan ve Zingales, 1995: 1421–1460; Frank ve Goyal, 2003: 1-33).

Fama ve French (2002), borcun yöneticileri kârlı yatırımlar üzerinden elde edilen ilave nakit kazancı üzerinden ödeme yapma hususunda zorlaması nedeniyle işletmenin yöneticilerinin ilgisini menkul kıymet sahiplerinin çıkarlarına doğru yönlendirdiğini ifade etmişlerdir.

f. Temsilcilik maliyeti teorisinde büyüme ile uzun vadeli yabancı kaynaklar düzeyi arasında negatif, kısa vadeli yabancı kaynaklar düzeyi ile pozitif ilişki

bulunmaktadır. Bhaduri (2002), büyüyen işletmelerin gelecek yatırımları seçme durumunda daha esnek oldukları için daha büyük temsilcilik maliyetleriyle karşı karşıya olduklarını ve bu bağlamda işletmenin gelecekteki büyümesiyle uzun vadeli yabancı kaynaklar düzeyi arasında negatif ilişki içerisinde bulunduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla büyüyen işletmeler temsilcilik maliyetini önlemek için uzun vadeli yabancı kaynak kullanın yerine kısa vadeli yabancı kaynak tercih ederler.

g. Temsilcilik maliyeti teorisine göre, işletme üst yönetimin tecrübe düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunması gerekir. Çünkü tecrübelerine dayanarak menkul kıymetlerin fiyatları ve getirileri hakkında bilgi sahibi olan ve piyasa koşullarına göre menkul kıymet seçimi yapan yöneticileri bulunan işletmeler değerlerini kolaylıkla yükseltmekte ve bu bağlamda yabancı kaynak kullanımının daha kolay gerçekleştirebilmektedirler (Noe ve diğerleri, 2003: 943- 973).

h. Temsilcilik maliyeti teorisine göre büyüme fırsatının bulunmaması durumuyla borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü değerli yatırım fırsatları bulunmayan işletmelerin hisse senedi ihracına başvurmaları hissedarlar açısından kötü bir haberdur ve bir yönetim başarısızlığı göstergesidir. Dolayısıyla hisse senedi ihracı ile öz kaynak sağlanmasının neden olacağı temsilcilik maliyeti borçla finansmanın neden olacağı temsilcilik maliyetinden yüksek olabilecektir (Jung ve diğerleri, 1996: 159–185).

i. Temsilcilik maliyeti teorisinde işletme büyüklüğü, yönetici ve yatırımcılar arasındaki çıkar çatışması nedeniyle artan borcun denetleme maliyeti (temsilcilik maliyetinin) bir göstergesi olarak kabul edilmektedir ve büyük firmalarda denetleme maliyetlerinin (monitoring cost) küçük işletmeler göre daha düşük olduğu ifade edilir. Dolayısıyla büyük işletmeler küçük işletmeler göre daha fazla borç kullanmaktadır (Buferna ve diğerleri, 2005: 32; Frank ve Goyal, 2005: 25).

j. Temsilcilik maliyeti teorisinde çok uluslu işletmeler yerel işletmelere göre daha fazla dil farklılıkları, denetim maliyetleri, farklı yasal ve muhasebesel sistemler gibi sorunlarla karşı karşıya kalırlar. İlaveten çok uluslu işletmelerin yatırımcıları daha büyük bir bilgi boşluğuna ve bu nedenle daha yüksek araştırma maliyetlerine katlanmak durumunda kalırlar. Bu nedenle çok uluslu işletmeler yerel işletmelere göre daha düşük düzeyde borçlandıkları ifade edilmektedir (Burgman, 1996: 553-570).

k. Bu teoride geleneksel olarak dış kaynaklardan fon bulma, yöneticileri proje hakkında dış yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğunu ve dış yatırımcıların projeyi izlemesi sonucunda ortaya çıkarmasıdır. Ancak bu durum yöneticiler tarafından istenmeyen bir durumdur. Bunun yanında yöneticiler öncelikle alıkonan kârları dış yabancı kaynakları tercih etmektedirler (Frank ve Goyal, 2005: 25).

Aşağıdaki tabloda temsilcilik maliyeti teorisine göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içerisinde bulunan etkenler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmiştir;

Tablo 1.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişki	Bilimsel Çalışmalar
Banka Taahhütleri	Pozitif	Suto (2003)
Yönetim Sahipliğinin Düzeyi	Pozitif	Short, Keasey ve Duxburry (2002)
Serbest Nakit Akımları	Pozitif	Jaggi ve Gül (1999), Fama ve French (2002)
Maddi Duran Varlıkların Teminat Değeri	Özsermayenin temsilcilik maliyeti açısından negatif ilişki vardır	Frank ve Goyal (2005)
Maddi Duran Varlıkların Teminat Değeri	Borcun temsilcilik maliyeti açısından pozitif ilişki vardır.	Rajan ve Zingales (1995)
Büyüme	Uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif, kısa vadeli borçlanma düzeyi ile pozitif ilişki	Bhaduri (2002)
Üst Yönetimin Tecrübe Düzeyi	Pozitif	Noe, Rebello ve Wang (2003).
Büyüme Fırsatları	Negatif	Rajan ve Zingales (1995), Fama ve French (2002), Frank ve Goyal (2003).
Büyüme Fırsatlarının Olmaması	Pozitif	Jung, Kim ve Stulz, (1996).
Firma Büyüklüğü	Pozitif	Buferna, Bangassa ve Hodgkinson, (2005), Frank ve Goyal, (2005).
Firmaların Çokuluslu Olma Düzeyi	Negatif	Burgman, (1996).
Alıkonan Kâr Düzeyi	Negatif	Frank ve Goyal, (2005).

Kaynak: (Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur).

İKİNCİ BÖLÜM

BİLANÇONUN BİÇİNSEL YAPISI VE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Bilanço; işletmelerin belli bir tarihte sahip olduğu varlıkları ile bu varlıkların sağlandığı kaynakları gösteren mali tablolardır. Faaliyetlerine devam eden işletmeler; genellikle dönem başı 01 Ocak tarihidir. Bu işletmelerde dönem başı bilançosunun değerleri, bir önceki yıl dönem sonu bilançosundan elde edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, İşletmelerde bir önceki yılın dönem sonu bilançosu aynı zamanda izleyen yılın dönem başı bilançosudur. Yeni kurulan işletmelerde ise kuruluş envanteri yapılmaktadır. Bir işletmenin varlıkları ve borçları sermayesini tesbit eder. Açılış bilançosu bu verilere dayanılarak yapılır. Bilanço, şirketlerin hazırlamak zorunda olduğu mali tablodur. Bilanço biçim olarak; bilanço başlığı, aktif tarafı, pasif tarafı ve bilanço dipnotlarından oluşmaktadır. Bilanço hesaplarını oluşturulan beş ana başlıkta dönen varlıklar, duran varlıklar, kısa vadeli yabancı kaynak, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermaye bu bölümde incelenmektedir. Ayrıca bu bölümde sermaye yapısının ölçülmesi, sermaye bileşenlerinin maliyeti, sermaye yapısını etkileyen faktörler; firmanın varlık yapısı, firma büyüklüğü, karlılık, firma riski, vergi borç dışı vergi kalkanları, büyüme oranı, firmanın likiditesi, borçlanmanın maliyeti aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

2.1. BİLANÇONUN BİÇİNSEL YAPISI

Vergi Usul Kanunun 192.maddesine göre bilanço, envantere gösterilen kıymetlerin sınıflandırılmalı ve karşılıklı olarak değerleri itibariyle tertiplenmiş hülasası yani özüt biçiminde tanımlanmaktadır. Türk Ticaret Kanunu 74.maddesinde, bilanço envantere gösterilen kıymetlerin sınıflandırılmalı ve karşılıklı olarak değerleri itibariyle tertiplenmiş hülasası biçiminde tanımlanmıştır. Sermaye piyasası kurulunun (SPK) tebliğlerinde ise, Bilanço, işletmenin belli bir tarihteki iktisadi ve mali durumunu yansıtır. Bilanço varlık ve kaynak yapısını gerçeğe uygun bir biçimde gösteren tablo olarak belirtilmiştir. Başka bir ifadeyle bilanço, konuya bakış açısından değişik biçimlerde tanımlanmaktadır. İçeriği göz önünde tutulduğunda, Bilanço; bir işletmenin

belli bir tarihte sahip olduğu varlıklar ile bu varlıkların sağlandığı kaynakları gösteren tablo şeklinde tanımlanabilir (Sevilengül, 2000: 494).

Türkiye’de 1994 yılı başlarından bu yana finansal kurumlar dışında kalan işletmelerin tümünde uygulanan tek düzen hesap planı çerçevesinde, bilanço hesaplarını oluşturulan beş ana başlıkta incelenmektedir: 1)Dönen varlıklar; Nakit mevcudu ile 1 yıl içinde paraya çevrilebilen veya kullanılabilen varlıklardır. 2) Duran varlıklar; 1 yıldan daha uzun sürede paraya çevrilebilen veya 1 yıldan daha uzun süre sonra kullanılacak varlıklardır. 3) Kısa vadeli yabancı kaynak; vadesi 1 yıla kadar olan borçlardır. 4) uzun vadede yabancı kaynaklar; vadesi 1 yıldan uzun olan borçlar. 5) Öz kaynaklar; işletme sahiplerinin getirdiği kıymetlerin karlılıkları ile işletmede tuttukları karlardan oluşan tutar (Sevilengül, 2000: 494).

Bilanço biçim olarak dört bölümden oluşmaktadır (Megep, 2007: 60)

a. Bilanço başlığı, b. Aktif tarafı, c. Pasif tarafı, d. Bilanço dipnotları

Bilanço sunuş biçimine göre hesap tipi ve rapor tipi iki değişik şekilde hazırlanabilir.

Tablo: 2.1. Bilançonun Yapısı

Aktif X Ticaret İşletmesi ../../... Tarihli Bilânçosu Pasif

Varlıklar	Kaynaklar
Bilanço Dipnotları:	

Kaynak: (Megep, 2007: 65).

Yukarıdaki tabloya göre zaman bilançonun başlığında aktif, pasif kelimeleri, işletme adı, bilanço tarihi ve bilanço kelimesi yer alması gerekir. Şu bilgilerin yazılması önemlidir. Aktif bilançonun sol tarafı için kullanılan terimdir. Burada işletmenin varlıkları yer almaktadır. Pasif bilançonun sağ tarafı için kullanılan terimdir. Burada işletmenin kaynakları yer alır. Bilanço dipnotları ise bilançonun daha iyi anlaşılabilmesi ve yorumlanabilmesi için gerekli açıklamalar yazılması gerekmektedir. Uygulamada rapor tipi bilançonun şekli;

Tablo 2.2. Uygulamada Rapor Tipi Bilançonun Şekli

..... TİCARET İŞLETMESİNİN .././.. TARİHLİ BİLANÇOSU

AKTİF	PASİF
I.DÖNEN VARLIKLAR	I-KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR
a-Hazır Değerler	a-Mali Borçlar
b-Menkul Kıymetler	b-Ticari Borçlar
c-Ticari Alacaklar	c-Diğer Borçlar
d-Diğer Alacaklar	d-Alınan Avanslar
e-Stoklar	e-Ödenecek Vergi ve Yükümlülükler
f-Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	f- Borç ve Gider Karşılıkları
g-Diğer Dönen Varlıklar	g-Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları
Dönen Varlıklar Toplamı	h-Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı
II-DURAN VARLIKLAR	II-UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR
a-Ticari Alacaklar	a-Mali Borçlar
b-Diğer Alacaklar	b-Ticari Borçlar
c-Mali Duran Varlıklar	c-Diğer Borçlar
d-Maddi Duran Varlıklar	d-Alınan Avanslar
e-Maddi Olmayan Duran Varlıklar	e-Borç ve Gider Karşılıkları
f-Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar	f-Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Kaynakları
g-Gelecek Yıllara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	g-Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
h-Diğer Duran Varlıklar	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı
Duran Varlıklar Toplamı	III-ÖZ KAYNAKLAR
	a-Ödenmiş Sermaye
	b-Sermaye Yedekleri
	c-Kâr Yedekleri
	d-Geçmiş Yıl Kârları
	e-Dönem Net Kârı
	f-Geçmiş Yıl Zararları
	Öz kaynaklar Toplamı
AKTİF TOPLAMI	PASİF TOPLAMI

Kaynak: (Megep, 2007: 65).**2.1.1. Dönen Varlıklar ve Envanter İşlemleri**

Nakit olarak işletme bankada ya da kasasında tutulan paralar ile bir yıl veya daha kısa süre içinde paraya çevrilebilecek değerler dönen varlıklar grubunda yer almaktadır. Örneğin; vadesiz banka mevduatı, nakit para, bir yıldan kısa vadeli alacaklar, firmanın ticari malları sayılmaktadır (Meslekieğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi).

2.1.1.1. Hazır değerler

İşletmede nakit olarak elde bulunan paralar, bankalardaki mevduatı ve istenildiği anda değer kaybına uğramadan paraya çevrilme olanağı bulunan varlıkları kapsamaktadır. Yapılacak analizlerde, işletmenin elindeki nakit miktarının optimum

olması ve nakit kaynaklarının uygun olması gerekir. Bir işletmenin gereğinden fazla olması atıl kalmasına neden olacağından özellikle enflasyon dönemlerinde eldeki nakdin satın alma gücünün düşmesine sebep olur. Dolayısıyla gereğinden az nakit miktarı da gerek günlük faaliyetler gerekse borç ödeme bakımından sorun açabilir. Alınan avanslar olumlu bir yabancı kaynaktır. Kısa vadeli banka kredileri sermaye artırımını gibi kaynak unsurlarının hazır değerleri arttırması istenmekle birlikte elde nakit tutulması nakdin atıl kaldığını göstermektedir. Vergi analizinde dikkat edilmesi gereken ilk husus, hazır değerler toplamını oluşturan alt kalemlerin bir birbirine uygun büyüklükte olup olmamasıdır. Fazla büyük tutarlarda nakitin kasada tutulması mümkün ve mantıklı olmadığından, bilançoda kasada gibi gösterilen nakitin gerçek yerinin tespiti önem taşımaktadır. Yıl boyu durağan olan bankalarda bırakılan paranın vadeli mevduat olarak değerlendirilebileceği unutulmamalıdır. Yıl boyu yüksek tutarlı banka bakiyelerinin bulunması da banka hareketlerinin kontrolünü gerektirir. Tahsilat ve ödemelerinde banka hesaplarından yapmayan yüksek cirolu mükelleflerin belgesiz mal alış ve satışı yapabilecekleri de açık olması gerekir. (Ymmogut, <http://www.ymmogut.com/dosyalar>, , Erişim Tarihi: 10.09.2015)

2.1.1.2. Menkul Kıymetler

Bir işletmenin beklenmedik zamanda ortaya çıkacak para gereksinimini karşılayabilmek için elde büyük miktarlarda para bulundurmak, eldeki paranın çalışmadan gelir getirisinin bekletilmesine değnir. Menkul kıymetler firmaların atıl nakdini değerlendirme amacıyla geçici süreler için alınan hisse senetleri, tahvil ve bunların türevi olan kıymetleri kapsamaktadır. Hazır değerler tek başına borç ödemede yetersiz olabilir. Bu yüzden hazır değerleri birinci derecede destekleyen menkul kıymetlere yatırım yapılmış ise işletme borç ödemelerde zorlanmaz. Vergi incelemelerinde dikkat edilmesi gereken hususlar ise, menkul kıymetlerin vergi usul kanunu hükümlerine göre değerlendirilip değerlendirmediği, dönem içindeki menkul kıymet hareketlerinin dönem sonu kâr zarar durumu ve kayıt dışı menkul kıymetlerin tespiti şeklinde sıralanırlar. Kayıt dışı menkul kıymetlerin tespitinde banka ve kasa hesapları ile çapraz kontrolün yapılması süreci hızlanmasına neden olur. Hazır değerler toplamının büyük kısmını menkul kıymetlerden oluşması mükellefin esas faaliyet konusu dışındaki işlerle uğraştığı gösterir ve şüphe ile karşılanması gereken bir durumu sağlar. Vergi incelemede dikkat

edilmesi gereken unsurlar ise, menkul kıymetlerin vergi usul kanunu hükümlerine göre değerlendirilip değerlendirilmediği, dönem içindeki menkul kıymet hareketlerinin dönem sonu kâr zarar durumu ve kayıt dışı menkul kıymetlerin tespiti şeklinde sıralanabilir. Kayıt dışı menkul kıymetlerin tespitinde banka ve kasa hesapları ile çapraz kontrolün yapılması süreci hızlandırmasını sağlar. (Ymmogu <http://www.ymmogut.com/dosyalar2/dosya>, Erişim Tarihi: 04.05.2015)

2.1.1.3. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (K.V.T.A)

Kısa vadeli ticari alacaklar hala tahsil edilmemiş satış gelirlerini ifade eden ticari alacaklar, teminatsız yapılan satışlardan kaynaklanan alıcılar kaleminden ,alacak senetlerinden, bilgilerin depozito ve teminatlardan oluşmaktadır. Alacak reeskontu ve şüpheli alacak kalemleri bu ana hesaptan düşülür. Bu Alacak senetlerinin reeskontu vade sonu değeriyle yani faiz farkını da kapsayan değeriyle ifade edilen alacak senetlerinin vergi usul kanununun kabul ettiği iskonto oranı üzerinde bugünkü değerine indirilme işlemleridir. İndirilen miktar alacak senedi reeskont gideri olarak gelir tablosundan düşürülmesi gerekir. (Giv, <http://www.giv.org.tr/userfiles/files>, Erişim Tarihi: 07.09.2015)

2.1.1.4. Ticari Alacaklar (TA)

İşletmede bir yıl içinde paraya dönüşmesi öngörülen ve işletmenin ticari ilişkisi nedeniyle ortaya çıkan senetli ve senetsiz alacaklar bu hesap grubunda yer almaktadır. Ticari ilişkilerden dolayı iştirak , bağlı ortaklıklardan ve ana kuruluş olan alacaklar varsa, bu grupta ki ilgili hesapların ayrıntılarında açıkça yer almaktadır. Alıcılar firmaların faaliyet konusunu oluşturan hizmet ve mal satışlarından kaynaklanan senetsiz alacaklarının izlenmesi için kullanılırlar. Senetsiz alacağın doğması ile bu hesaba borç, tahsil edilmesi halinde (ödemeler, aktarmalar ve hesaben mahsuplar dahil) alacaklar kaydedilirler. Ancak alacak Senetleri işletmenin faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmet satışlarından meydana gelen senede bağlanmış alacaklarını kapsamaktadır. Alacak senetleri reeskontu; alacak senetlerin bilanço gününde, senetli alacakların tasarruf değeri ile değerlendirilmesini sağlamak üzere alacak senetleri için ayrılan reeskont tutarlarının izlenmesinde kullanılmasıdır.

2.1.1.5.Verilen Depozito ve Teminatlar

Verilen depozit ve teminatlar, işletmece üçüncü kişilere karşı bir işin yapılmasının üstlenilmesi veya bir sözleşmenin ya da diğer işlemlerin karşılığı olarak geri alınmak üzere verilen depozito ve teminat niteliğindeki değerlerin izlendiği hesaplardır. Bu hesapların işleyişi; verilen depozito ve teminatlar bu hesabın borcuna, geri alınıp ya da hesaba sayılanlar alacağına kaydedilmesi gerekmektedir.

2.1.1.6. Şüpheli Ticari Alacaklar

Şüpheli ticari alacaklar ödeme süresi geçmiş alacaklardır. Bu yüzden vadesi bir kaç defa uzatılmış, protesto edilmiş, yazı ile birden fazla istenmiş, dava veya icra safhasına aktarılmış senetli, senetsiz alacakları kapsamaktadır. Bu senetlerin işleyişi; tahsili şüpheli hale gelmiş olan alacaklara ilgisi olan hesapların alacağı karşılığında bu hesaba borç yazıp ancak bu durumdaki alacaklar normal alacaklardan ayrılır. Alacağın tahsili edilmesi ya da edilmeyeceği kesin olduğu durumunda bu hesaba alacak kayıt yapılır.

2.1.1.7. Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı

Bu hesaplar için ayrılacak karşılıklarla, perakende satış yöntemi kullanarak bilanço gününden önceki iki hesap döneminde vadesinde tahsil edilemeyen alacakların ilgili dönemlerdeki toplam vadeli satışlara oranlarının ortalamasının değerlendirilmesi dönemindeki vadeli satışlara uygulanması suretiyle bulunacak şüpheli alacaklar için ayrılan karşılıkları kapsamaktadır. Teminatlı alacaklarda karşılık teminatı aşan kısım için ayrılır ve hesap amaca uygun şekilde bölümlenebilir. (Myomuhasebe, <http://myomuhasebe.tr.gg>, Erişim Tarihi: 09.08.2015)

2.1.1.8. Stoklar

Tüm üretim yapan şirketlerin stokları ilk madde ve malzeme (hammadde), yarı mamül, ara mamül ve mamüller şeklinde oluşurken, ticaret yapan işletmeler emtia olarak adlanırlar.Verilen tüm sipariş avansları bu ana kalemin altında yer almaktadır. Bir anlamda, bu mallar şirket adına faturalanmış yolda olan mallardır. Stok değer

düşüşü karşılığı, stoklarda çeşitli nedenlerden ötürü (eskime, modası geçme, bozulma) meydana gelecek değer kaybı için stoklardan düşülen miktarlardır. Düşülen miktarlar gelir tablosundan stok değer düşüş gideri olarak düşürülür. (Giv; <http://www.giv.org.tr/userfiles/files>, Erişim Tarihi: 08.12.2015)

2.1.1.9. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları

Bu grup hesaplar, içinde bulunulan dönemde ortaya çıkan, ancak gelecek dönemlere ait olan giderler ile faaliyet dönemine ait olup da kesin borç kaydı hesap döneminden sonra yapılacak gelirlerden oluşmaktadır. İncelenen işletmelerin gelecek aylara ait giderler tutarı varlık toplamına göre görece olarak yüksek olduğunda döneme ilişkin giderlerin aktifleştirilmesi olasılığını gösterir. Bu bağlamda, satış, pazarlama, dağıtım giderlerinin bir bölümü ile finansal kiralama giderlerini, gelecek aylara ait peşin ödenmiş giderler olarak aktifleştiren işletmeler uygulamada gözükmektedir. Bazı işletmeler, reklam tanıtım giderlerinin bir pazarlama yatırımı olduğu, bu giderlerin gelecek dönem gelirleri üzerinde de olumlu katkısı olacağı görüşü ile pazarlama ve satış dağıtım giderlerinin bir bölümünü geleceğe ait aylara ya da gelecek yıllara ait giderler olarak aktifleştirmektedirler. dolayısıyla pazara sunulmamış bir ürün için yapılan tanıtım ve reklam giderlerinin aktifleştirilmesi uygun olsada, bazı işletmeler bilanço makyajı amacıyla bu yola başvurdukları analizde dikkat etmeleri gerekir. İşletmenin özsermayesi hesaplanırken peşin ödenmiş giderlerin özsermaye indirilmesi ihtiyatlı bir tutum olmasıdır (Akgüç, 2006: 49).

2.1.1.10. Diğer Dönen Varlıklar

Diğer dönen varlıklar, yukarıda belirtilen bölümlere girmediği için özellikle kendi bölümlerinde tanımlanmamış olan diğer dönen varlık kalemleri bu grupta yer almaktadır. Bu grupta yer alan hesaplar; indirilecek KDV hesabı, devreden KDV hesabı, diğer KDV hesabı, iş avansları hesabı, peşin ödenen vergi ve fonlar hesabı, sayım ve tesellüm noksanları hesabı, personel avansları hesabı, diğer çeşitli dönen varlıklar hesabı ve diğer çeşitli dönen varlıklar karşılığı hesapları yer almaktadır.

2.1.2. Duran Varlıklar ve Envanter İşlemleri

Duran varlıklar; normal şartlarda bir yıl içinde elden çıkılması mümkün olmayan ve faydaları bir yıl içinde tükenmeyen varlıklar bu grupta yer almaktadır. Örnek olarak, makine, bina, demirbaşlar, taşıt, teçhizat, hisse senedi, biryıldan uzun vadeli alacaklar ve tahviller duran varlıklar gurubunda yer alır.(Megep, 2007: 64)

Duran varlıkların dönüşümü hemen hemen mümkün olmaz. Ancak varlıkların verimli kullanılmasında kârlılığa etkisi vardır. Yeterli bir maddi duran varlık büyüklüğü müşterilerin taleplerine kısa sürede cevap verebilecek bir kapasiteyi temsil edebilir. Yine iştirak veya birbirine bağlı ortaklık gibi yapıların duran varlıklar arasında yer alması işletmenin kârlılığı neticesinde başka yatırımlara girdiğini göstermesidir. Uzun vadeli alacakların büyüklüğü işletmenin kârlı bir alanda ne kadar uzun vade yapabildiğini ifade etmektedir. Ama uzun vadeli alacakların fazlalığı, işletmenin satış kabiliyetindeki yetersizliğinin bir göstergeside olabilir. (Selcuk, <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/filesi>, Erişim Tarihi: 2016.01.22)

2.1.2.1. Ticari Alacaklar

Ticari alacaklar, bir yıldan uzun vadeli senetli ve senetsiz cari alacaklar yer almaktadır. Bu grupta vadesi bir yılın altına indiğinde, dönen varlıklar içerisinde ticari alacaklar yardımcı grubu hesaplarına gerekli aktarma kayıtları yapılması gerekir. (Örten ve diğerleri, 2001)

2.1.2.2. Diğer Alacaklar

Diğer alacaklar işletmenin ana faaliyet konusu dışında kalan, ticari işlemlerden kaynaklanmayan ve bir yıldan uzun sürede tahsil edilmesi düşünülen senetli ya da senetsiz alacaklar yer alır. Vadesi bir yılın Altına Düşen Alacaklar, Dönen Varlıklar İçerisindeki İlgili Hesaplara Aktarılması Gerekir.(Örten ve diğerleri, 2001: 134).

2.1.3. Mali Duran Varlıklar

Bu grupta uzun vadeli yatırım amacıyla alınan menkul kıymetler, bilançoda duran varlıklar grubu içinde yer almaktadır. Duran varlıklar içindeki mali duran varlıklar

grubu, işletmenin diğer şirketler üzerinde kontrol sağlamak, devamlı gelir elde etmek, iyi iş ilişkileri kurmak ya da dikey birleşmeler yoluyla büyümenin avantajlarından faydalanmak amacıyla veya yasal zorunluluk nedeniyle elde tutulan menkul kıymetlerle, paraya dönüşme niteliğini kaybetmiş uzun vadeli menkul kıymetlerin izlendiği hesaplar bu grupta yer alır (Gücenme, 2000: 135).

2.1.2.4. Maddi Duran Varlıklar

Bir işletmenin faaliyetlerinde kullanılmak üzere edilen ve tahmini yararlanma süresi bir yıldan fazla olan fiziki varlık kalemlerinin ve bunlarla ilgili birikmiş amortismanların izlendiği hesap grubunda yer almaktadır (Gücenme, 2000: 115).

dolayısıyla bir maddi duran varlığın bu bölümdeki hesaplarda yer alması için taşıması gereken özellikler böyle sıralanabilir.

- 1) İşletmenin mülkiyetinde olması,
- 2) Bir işletmenin mal ve hizmet üretim işlerinde sürekli kullanılmak ya da kiraya verilmek üzere alınması,
- 3) İşletmenin Fiziki bir yapıya sahip olması,
- 4) İşletmenin özel durumlar dışında 1 yıl olarak belirlenen etkinlik döneminden daha uzun bir ömre sahip olması gerekmektedir
- 5) Bir işletme normal faaliyetlerini sürdürdüğü süreçte, satılmasının düşünülmemesi gerekmektedir (Hüseyin, 2002: 12)

2.1.2.5. Maddi Olmayan Duran Varlıklar

Bu grup işletmenin belli bir şekilde yararlandı ya da yararlanmayı beklediği, herhangi bir fiziki varlığa sahip olmayan, aktifleştirilen giderler ile belli koşullar altında yasal olarak himaye gören haklar ve şerefiyelerden oluşmaktadır. Maddi olmayan duran varlıkların özellikleri şöyle sıralanabilir:

- a) işletme faaliyetlerinde bir yıldan fazla faydalanılmaları söz konusudur.
- b) Kullanılmaları sonucunda işletmenin gelirlerinde bir artış kaynaklanması veya işletmeye ticari bir fayda sağlaması söz konusudur.

c) Maddi olmayan duran varlıkların bazıları bir bedel karşılığında elde edilirken, bazıları ise firmaların çalışmaları sonucunda ortaya çıkarlar.

d) En önemli özellikleri ise fiziki bir yapıya sahip olmamalarıdır (tokay, 2002: 100).

2.1.2.6. Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar

Belli bir rezervin (petrol, maden vb.) kullanılması için yapılan ve rezervin tükenmesi ile değerini yitirecek olan giderler bu grupta yer almaktadır. Örnek olarak maden çıkarmak için birçok arama, hazırlık ve geliştirme faaliyeti yapılır. Ancak yapılan harcamaların yararı oradan çıkarılacak maden miktarı ile sınırlanmaktadır. Bu nedenle bu tür harcamalar özel tükenmeye tabidir (T.C. Milli Eğitim Bakanlığı)

2.1.2.7. Gelecek Yıllara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları

Duran varlıklarda yer alan bu grup, içinde bulunulan dönemde ortaya çıkan ancak gelecek yıllara ait olan giderler ile faaliyet dönemine ait olup kesin borç kaydı yada tahsili sonraki yıllarda yapılacak gelirler bu grupta yer almaktadır (T.C. Milli Eğitim Bakanlığı)

2.1.2.8. Diğer Duran Varlıklar

Buraya kadar incelenen duran varlıkların kapsamına girmeyen diğer duran varlıklar bu hesap grubunda incelenir. (T.C. Milli Eğitim Bakanlığı)

2.1.3. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Kısa vadeli yabancı Kaynak hesapları bilançonun pasif tarafını oluşturan, işletmenin sahip olduğu değerlerin elde edilmesi için katlanılan borçlar ile sermayenin izlendiği hesaplardır.

2.1.3.1. Finansal Borçlar

Finansal borçlar özel finans kurumları, bankalar vb. kredi kuruluşlarından sağlanan kısa vadeli borçlar, sermaye piyasası enstrümanları ile elde edilen kısa vadeli

krediler, vadesi bir yılı aşmayan borçların ana para ve taksit ödemeleri bu hesap grubunda yer alır. Bu hesap grubunda; uzun vadeli kredilerin ana para taksitleri ve faizleri, banka kredileri, tahvil anapara borç taksit ve faizleri, çıkarılmış bonolar ve senetler, çıkarılmış diğer menkul kıymetler, menkul kıymet ihracından kaynaklanan farklar izlenir (Çetiner, 2000: 48).

2.1.3.2. Ticari Borçlar

Kısa vadeli ticari borçlar işletmelerin ticari ilişkilerinden meydana gelen senetli ve senetsiz borçların izlendiği hesap grubudur. İşletmenin ticari borçlarının oluşturan kalmırları; borç senetleri, satıcılar (satıcılara, senetsiz borçlar) alınan avanslar, alınan depozito ve teminatlar, diğer ticari borçlardır. (Uye, <http://uye.yaklasim.com>, Erişim Tarihi: 12.04.2016)

2.1.3.2.1. Ticari Borçtan Borç Senetleri (Net)

Kısa vadeli yabancı kaynaklarda yer alan bu borç senetleri, işletmenin faaliyet konusu ile ilgili her türlü mal ve hizmet alımlarından kaynaklanan senede bağlanmış ticari borçların izlendiği hesap kalemini gösterir.

2.1.3.2.2. Satıcılar

Bu grupta yer alan borçlar, satıcılar işletmenin faaliyet konusu ile ilgili her türlü mal ve hizmet alımlarından kaynaklanan senetsiz borçlarının yer aldığı hesap kaleminde gösterilir.

2.1.3.2.3. Verilen Çekler

Bu borçlar; verilen çekler işletmenin faaliyetlerini sürdürürken yapmış olduğu mal ve hizmet alışları nedeniyle verdiği çekler bu kalemde yer alır.

2.1.3.2.4. Alınan Depozito ve Teminatlar:

Alınan depozit ve teminatlar üçüncü kişilerin belli bir işi yapmalarını, aldıkları bir değeri geri vermelerini sağlamak amacıyla ve belli sözleşmeler nedeniyle gerçekleşecek

bir alacağın karşılığı olarak işletmelerin aldıkları tutarlar yer almaktadır. (Kulamyo; <http://kulamyo.cbu.edu.tr>, Erişim Tarihi: 03.02.2016)

2.1.3.2.5. Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları :

Gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkuklar dönemsellik kavramı gereğince gelirlerin ve giderlerin ait olduğu dönemle ilgilendirilmesini sağlayan kısa vadeli hesaplarda izlenir. Gelecek hesap dönemlerine ait peşin tahsil olunan gelirlerin bir yıldan kısa süreye ait kısımlarının izlendiği hesap gelecek aylara ait gelirler hesabıdır. Gider tahakkukları; hesabı ise faaliyet dönemine ait olup da gelecek bilanço dönemlerinde ödenecek olan, bir yıldan kısa süreli giderlerin izlendiği hesaptır. Ayrıca gelecek bilanço dönemine ait peşin tahsil edilen gelirlerin ve gelecek dönemlerde ödemesi yapılacak olan giderlerin bir yıldan uzun süreye isabet eden kısımları uzun vadeli borçlarda değerlendirilmektedir. (Kulamyo; <http://kulamyo.cbu.edu.tr>, Erişim Tarihi: 03.02.2016)

2.1.3.3. Diğer borçlar

Bu hesap grubunda yer alan kısa vadeli borçlar; herhangi bir ticari nedene dayanmadan meydana gelen borçlar ile muhasebe birimlerinin kendilerine bağlı muhasebe yetkilisi mutemetlikleriyle olan nakit ilişkilerinin izlenmesi için kullanılması gerekir (Döner Sermaye Hesapları Uygulama Rehberi). Diğer işletme borçları tekdüzen hesap planında da belirtildiği üzere aşağıdaki borç unsurlarından oluşur. Burada ayırım borçlu kişi veya kuruluş bazında yapılmıştır. Ticari borçlarda ise ayırım borç türüne göre yapılmıştır. a. Ortaklara borçlar, b. İştiraklere borçlar, c. Bağlı ortaklıklara borçlar, d. Personele borçlar, f. Diğer çeşitli borçlar.

Diğer işletme borçlarının envanteri yukarıda açıklanan ticari borç envanteri gibidir. Diğer borç grubu içinde bulunan borçlar dönem sonunda reeskont işlemine tabi tutulabilir. (Uye, <http://uye.yaklasim.com>, Erişim Tarihi: 12.04.2016)

2.1.3.4. Alınan Avanslar

Alınan avanslar gerek satışlar gerek satış sözleşmeleri dolayısıyla gerekse diğer nedenlerle, işletme tarafından üçüncü kişilerden alınan avansların izlendiği hesaptır. (Akdoğan ve Sevilengül, 1999: 356).

Bu grupta yer alan hesaplar; alınan sipariş avansları hesabı ve alınan diğer avanslar hesabı bu grupta yer alan hesaplar da diğer kısa vadeli hesaplar gibi işlemektedir. Avans alındığında hesabın alacak tarafına, satış işlemi tamamlandığında ise borç tarafına yazılması gerekir.

2.1.3.5. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler

Kısa vadeli yabancı kaynaklarda yer alan şu gurplar; ödenecek vergi işletmenin mükellef veya vergi sorumlusu sıfatı ile ödeyeceği vergi, harç, resim, sendika aidatı, sigorta primi vb. hesap grubunda izlenir. borçların ödenecek vergi ve diğer yükümlülüklerin hesap grubu; işletmenin sorumlu veya mükellef sıfatıyla ödeyeceği vergi, harç, resim, sigorta primi, kesinti, sendika aidatları, icra taksitleri ile sosyal güvenlik kurumu ve diğer kamu idareleri adına tahsil edilen tutar veya paylar ile benzeri borçların izlenmesi için kullanılır (Döner Sermaye Hesapları Uygulama Rehberi) izlendiği hesaplar bu grupta yer alır. Bu grupta bulunan hesaplar; ödenecek vergi ve fonlar hesabı, ödenecek vergi ve diğer yükümlülükler, vadesi geçmiş, ödenecek sosyal güvenlik kesintileri hesabı, ertelenmiş veya taksitlendirilmiş vergi ve diğer yükümlülükler hesabı; ödenecek diğer yükümlülükler hesabında yer almaktadır.

2.1.3.6. Borç ve Gider Karşılıkları

Borç ve gider karşılıkları bilanço gününde belirgin olarak ortaya çıkan ancak tutarı veya tahakkuk zamanı kesin olarak bilinemeyen kısa vadeli borç veya giderler için ayrılan karşılıkların izlendiği hesap grubunda yer alır. Bu grupta yer alan hesaplar aktif düzenleyici nitelikte değildir. Borç ve gider karşılıklarında dönem kârı vergi diğer yasal yükümlülük karşılıkları, dönem kârının peşin ödenen vergi ve diğer yükümlülükleri (-), diğer borç ve gider karşılıkları, kıdem tazminatı karşılığı maliyet giderleri karşılığı hesap grubunda izlenir (Lazol, 2000: 169).

2.1.3.7. Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları

Bu hesapta bulunan dönemde ortaya çıkan ancak gelecek aylara ait olan gelirler ile bulunan döneme ait olup gelecek aylarda ödenecek giderler bu hesap grubunda

izlnir. Hesap grubunda bulunan hesaplar: gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkukları; gelecek aylara ait gelirler hesabı, gider tahakkukları hesabı.

2.1.3.8. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar özellikle kendi bölümünde tanımlanmamış olan diğer kısa vadeli yabancı kaynaklar bu grupta yer alır, Bu hesapta, merkez ve şubeler cari hesapları, sayım ve tesellüm fazlaları ile yukarıdaki hesaplarda yer almayan diğer çeşitli yabancı kaynaklar yer alır. (Kulamyo; <http://kulamyo.cbu.edu.tr>, Erişim Tarihi: 03.02.2016)

Diğer kısa vadeli borçlar hesap grubu; kısa vadeli borç niteliğinde olup yukarıdaki gruplara dahil edilemeyen tutarların izlenmesi için kullanılır. Bu grupta yer alan hesap gurupları; hesaplanan kdv hesabı, sayım ve tesellüm fazlalıkları hesabı ve diğer çeşitli yabancı kaynaklardır. (Megep, <http://megep.meb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 07.09.2015)

2.1.4. Uzun Vadeli Borçlar

Uzun vadeli yabancı kaynaklar grubu, bir yıl veya işletmenin normal faaliyet döneminde vadesi gelmemiş olan borçları kapsamaktadır. Uzun vadeli yabancı kaynaklar grubu mali borçlar, ticari borçlar, diğer borçlar, alınan avanslar, borç ve gider karşılıkları, gelecek yıllara ait gelirler ve gider tahakkukları, diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar bu kalemde yer almaktadır (Erdoğan ve dğ., 2012: 147).

2.1.4.1. Finansal Borçlar

Bu uzun vadeli yabancı kaynaklarda yer alan borçlar; bilanço tarihi itibariyle vadesine bir yıldan fazla süre kalmış bulunan, banka ve diğer finans kurumlarından alınmış krediler, işletme tarafından ihraç edilmiş tahvil ya da diğer menkul kıymetlerden oluşur. Finansal borçların grubu; finansal kiralama işlemlerinden doğan borçlar, banka kredileri, ertelenmiş finansal kiralama borçlanma maliyetleri, çıkarılmış tahviller, menkul kıymetler ihraç farkı, çıkarılmış diğer menkul kıymetler, diğer mali borçlar bu kalemlerde yer alır (Sevilengül, 2000: 494).

2.1.4.2. Ticari Borçlar

Uzun vadeli yabancı kaynaklar grubunda yer alan ticari borçlar işletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek için tedarikçilerden faaliyet konularına uygun ürün veya hizmetleri satın alırlar. İşletmeler satın aldıkları ürün veya hizmetlerin bedelleri karşılığında borçlanmasındır. Bu tür borçlara ticari borçlar adı verilmiştir. Ticari borçlar senetli ya da senetsiz olabilir. Herhangi bir ticari nedene dayanmadan meydana gelmiş vadeleri bir yıldan fazla süreli bulunan ana kuruluş, iştirakler, ortaklara ve bağlı ortaklıklara olan senetsiz ticari borçların bilanço dip notlarında gösterilmesi gerekmektedir (Gücenme, 2000: 286).

İşletme tarafından nakit olarak alınan, bir yıldan daha önce geri verilmeyeceği ön görülen alınan teminat ve depozitolar ticari borçlar hesabında yer alabilir. İşletmelerin bir yıldan daha uzun bir sürede ödemesi gereken kamuya ait borçlar da ticari borçlar arasındadır. Borç senetleri, satıcılar, borç senetleri reeskontu, alınan depozito ve teminatlar, diğer ticari borçlar bu kalemlerden oluşur (Sevilengül, 2000: 494).

2.1.4.3. Diğer Borçlar

Bu hesap grubunda yer alan herhangi bir ticari nedene dayanmadan meydana gelmiş vadeleri bir yıldan fazla süreli bulunan borçların kaydedildiği hesapları kapsar. ortaklara borçlar, iştiraklere borçlar, bağlı ortaklıklara borçlar, diğer çeşitli borçlar, diğer borç senetleri reeskontu kamuya olan ertelenmiş veya taksitlendirilmiş bu kalemlerde yer almaktadır (T.C. Milli Eğitim Bakanlığı, 2011).

2.1.4.4. Alınan Avanslar

bu hesap grubu; gerek satış sözleşmeleri dolayısıyla gerekse diğer nedenlerle işletme tarafından üçüncü kişilerden alınan ve vadeleri bir yılı aşan avansların izlenmesi için kullanılmaktadır. Alınan sipariş avansları hesabı, işletmenin satış amacıyla gelecekte yapacağı mal ve hizmet teslimleri ile ilgili olarak peşin tahsil ettiği ve içinde bulunulan ve vadeleri bir yılı aşan bir süreyle alınan avans tutarlarının izlenmesi için bu hesap grubunda yer alır. Alınan diğer avanslar hesabı, özel bölümünde tanımlanan avanslar dışında işletmenin aldığı her türlü bir yıldan uzun vadeli avansların izlenmesi

için kullanılmaktadır (Erkankaraarslan, <http://www.erkankaraarslan.org>, Erişim Tarihi: 09.08.2015)

2.1.4.5. Borç ve Gider Karşılıkları

Borç ve gider karşılıkları bilanço tarihinde belirgin olarak ortaya çıkan ancak tutarının ne olacağı kesin olarak bilinmeyen veya tutarı bilinmekle birlikte ne zaman tahakkuk edeceği bilinmeyen uzun vadeli borçlar veya giderler için ayrılan karşılıkların izlendiği hesap grubunda yer alır. (Erkankaraarslan, <http://www.erkankaraarslan.org>, Erişim Tarihi: 09.08.2015)

2.1.4.6. Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları

Bu gruplar bilançonun çıkarıldığı dönemi izleyen yıldan daha sonraki bilanço dönemlerine ait peşin tahsil olunan gelirler ile faaliyet dönemine ait olup da gelecek bilanço dönemlerinde ödenecek giderlerden yer alır. (Erkankaraarslan, <http://www.erkankaraarslan.org>, Erişim Tarihi: 09.08.2015)

2.1.4.7. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar özellikle kendi bölümlerinde tanımlanmış olan diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar; gelecek yıllara ertelenen veya terkin edilecek kdv, tesise katılım payları, diğer çeşitli uzun vadeli yabancı kaynaklar bu grupta yer alır. araştırılarak bir yıl içinde ödenecek olanların kısa vadeye aktarılması sağlanması (Sevilengül, 2000: 494).

2.1.5. Öz kaynaklar

Öz kaynaklar işletmenin sahip veya ortak sıfatıyla, işletmenin varlıkları üzerindeki hakları, öz kaynakları oluşturur. özsermaye, işletmenin sahip veya ortaklarının işletmenin kuruluşunda ve sonradan işletmeye koydukları sermayeyi, işletmenin faaliyeti sonucu elde ettiği karların dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılan kısmını ve varlıkların değer artışının neden olduğu sermaye yedeklerini oluşturur. Özsermaye işletme sahip veya ortaklarının bilanço tarihinde işletmeye yapmış

oldukları sermaye yatırımlarının tutarını gösteren ödenmiş sermaye ile kâr yedekleri, sermaye yedekleri, geçmiş yıllar karları ve dönemin net kârını oluşturur. Eğer varsa geçmiş yıllar zararları ve dönem zararı özsermayeden düşülür (Sürmeli,2006: 240).

2.1.5.1. Ödenmiş Sermaye

Bu grup işletme ortakları tarafından taahhüt edilen sermaye ile bu sermayenin ödenmeyen kısmının farkını gösterir. Bu grupta yer alan hesaplar; Sermaye, işletmeye tahsis edilen veya işletmelerin ana sözleşmelerinde yer alan ve ticaret siciline tescil edilmiş bulunan sermaye tutarı bu hesap grubunda izlenir. Kayıtlı sermaye sistemine alınan ortaklıklarda çıkarılmış sermaye gösterilir. Kayıtlı sermaye tavanı ayrıca dipnotlarda açıklanır (Atabey, 2006: 451).

Ödenmemiş sermaye işletmeye tahsis edilen veya ortaklarca yüklenilen sermayenin henüz ödenmemiş kısmını gösterir.

2.1.5.2. Sermaye Yedekleri Hesabı

Sermaye yedekleri hesabı hisse senedi ihraç primleri, iptal edilen ortaklık payları ve yeniden değerlendirme değer artışları gibi sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya çıkan ve işletmede bırakılan tutarların izlendiği hesap grubudur. Bu grupta yer alan hesaplar; 1) hisse senedi ihraç primleri, 2) hisse senedi iptal kârları, 3) m.d.v. yeniden değerlendirme artışları, 4) iştirakler yeniden değerlendirme artışları, 5) diğer sermaye yedekleri.

2.1.5.2.1. Hisse Senedi İhraç Primleri

Hisse senedi ihraç primleri yeni çıkarılan hisse senetlerinin primli satışından (satış fiyatı ile nominal fiyat arasındaki fark) kaynaklanan tutarlar bu hesapta yer alır.

2.1.5.2.2. Hisse Senedi İptal Kârları

Hisse senedi iptal kârları iptal edilen hisse senetlerinin bedellerine mahsuben yapılan ödemelerin, bunların yerine çıkarılan hisse senetlerinden elde edilen hâsılat noksanı kapatıldıktan sonra artan kısmın izlendiği hesaptır.

2.1.5.2.3. M.D.V. Yeniden Değerleme Artışları

Bu grupta işletmenin aktifine kayıtlı maddi duran varlık kalemlerinin yeniden değerlendirilmesinden oluşan değer artışlarının yer aldığı hesaptır.

2.1.5.2.4. İştirakler Yeniden Değerleme Artışları

İştirakler yeniden değerlendirme artışları işletmenin iştirakleri ile bağlı ortaklıklarında yapılan yeniden değerlemeden oluşan değer artışının sermayeye eklenmesi sonucunda, bu sermayeden işletmeye isabet eden kısmı göstermektedir.

2.1.5.2.5. Diğer Sermaye Yedekleri

Diğer sermaye yedekleri bu hesap grubu içerisinde sayılanların dışında kalan diğer sermaye yedeklerinin izlendiği hesaplardır. (Tkhk , <http://www.tkhk.gov.tr>, Erişim Tarihi: 09.07.2015)

2.1.5.3. Kâr Yedekleri

Kâr yedekleri firmanın kayıtlı bulunduğu ekonomiyi düzenleyen kanunlardan veya işletme ortaklarının taleplerinden kaynaklanan dağıtılmayan firma kârlarının yer aldığı hesaptır. Hesap kaleminde yer alan gruplar; yasl yedekler, statü yedekleri, olağanüstü yedekler, diğer kâr yedekleri, özel fonlar dır.

2.1.5.3.1. Yasal Yedekler

Yasal yedekler kanun hükümleri uyarınca ayrılmış bulunan yedekler bu hesap kaleminde izlenir.

2.1.5.3.2. Statü Yedekleri

Statü yedekleri ana sözleşme hükümleri çerçevesinde ayrılan yedekler bu hesap kalemi içinde gösterilir.

2.1.5.3.3. Olağanüstü Yedekler

Olağanüstü yedekler sermaye şirketlerinde genel kurul tarafından ayrılmasına karar verilen olağanüstü yedek akçeler ile dağıtım dışı kalan kârlar bu hesapta yer almaktadır.

2.1.5.3.4. Diğer Kâr Yedekleri

Diğer kâr yedekleri özellikle kendi bölümlerinde tanımlanmamış olan kârdan ayrılan diğer yedekler bu hesapta gösterilir.

2.1.5.3.5. Özel Fonlar

Özel fonlar işletmede bırakılması ve tasarrufu zorunlu yasal fonlar ile diğer maksatlarla ayrılan fonlar bu hesapta izlenir. (Hikmetgunes, <http://hikmetgunes@turmobil.org.tr>, Erişim Tarihi: 09.05.2015)

2.1.5.4. Geçmiş Yıl Kârları

Geçmiş yıl kârları da işte bu özsermaye unsurlarından bir tanesidir. Geçmiş yıl kârları, geçmiş faaliyet dönemlerinde ortaya çıkan ve ortaklara dağıtılmamış bulunan kârlardan, ilgili yedek hesabına aktarılmayan tutarlardır (Sıra No'lu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği).

Aslında dönem net kârı ile aynı niteliktedir. İşletmelerin önceki faaliyet dönemlerinde elde etmiş bulundukları kârlar cari dönem bilançosunda geçmiş yıl kârları hesabında gösterilir. İşletme kâr elde edip bu kârı herhangi bir şekilde değerlendirmediyse veya başka hesaba aktarmadığı sürece yıllar itibariyle bu hesapta birikir. Bunun dışında geçmiş yıl kârları; şirket oraklarına dağıtılabilir, sermayeye eklenebilir ya da yedek hesaplarına alınabilir. İşletmelerin bu opsiyonlar arasında kârar vermesini etkileyen en önemli etmenlerin başında tercih edilen durumun vergisel boyutu gelir (Korhan, 2014: 20)

2.1.5.5. Geçmiş Yıl Zararları

İşletmeler özsermayedeki azalmanın geçmiş yılların zararlarından kaynaklanan kısımlarını bu hesapta gösteriler. Net dönem kârı dışındaki birikmiş kâr ya da zararlar bu kalemde netleştirilerek belirtilirler. Özleri itibarıyla birikmiş kâr veya zarar niteliğinde olan dolayısıyla kısıtlanmamış olan olağan üstü yedekler de birikmiş kâr sayılır ve bu kalemde gösterilir. Geçmiş yıllar kâr ya da zararı içindeki olağanüstü yedek tutarları dipnotlarda açıklanır. (Spk, <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tarihi: 07.12.2015)

2.1.5.6. Dönem Net Kârı veya Zararı

Bu grup işletmenin faaliyet dönemine ilişkin net kâr ya da zarar tutarının izlendiği hesap grubudur. Dönem net kârı hesabı, işletmenin faaliyet dönemine ilişkin vergi sonrası net kâr tutarının yer aldığı hesaptır. Dönem net zararı hesabı, işletmenin faaliyet dönemine ilişkin net zarar tutarının yer aldığı hesaptır (Maliye Bakanlığı, 2012).

2.2. İŞLETMENİN SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN KAYNAKLAR

Sermaye yapısı, işletmelerin bilançosunun pasif tarafının yapısını ifade eder. Sermaye yapısı unsurları ise bilançonun pasif tarafının kalemlerini ifade eder. Temelde özsermaye ve borçların olmak üzere iki grupta toplanır. Borçlar işletme dışından sağlandığı halde, özsermaye işletme tarafından sağlanacağı gibi, işletme dışından da sağlanabilmektedir (Akgüç, 1998: 481).

İşletme varlıklarının işletmeye kimler tarafından sağlandığını ifade eden kavrama kaynak denir. Varlıklar iki kaynaktan elde edilebilir. Bunlardan birincisi sermaye diğeri de yabancı kaynaklardır. İşletme kurulurken işletme sahiplerinin ortaya koyduğu değerlere sermaye denilir. Bu kaynaklar bilânçoda üç başlık altında yer almaktadır;

a. Kısa vadeli borçlar; kısa vadeli borçlar bir yıl ya da daha kısa süre içinde ödenmesi gereken borçlardır.

b. Uzun vadeli borçlar; uzun vadeli borçlar bir yıldan daha uzun sürede ödenecek borçlardır.

d. Özsermaye; bu grup işletme sahip veya ortaklarının bilanço tarihinde işletmeye yapmış oldukları sermaye yatırımlarının tutarını gösteren ödenmiş sermaye ile sermaye yedekleri, kâr yedekleri, geçmiş yıllar kârları ve zararları, dönemin net kâr veya zararından oluşmuştur (Akyol ve Küçük, 2001: 2333).

Öz kaynak değişim tablosu diğer mali tablolara göre daha az öneme sahip bir mali tablo gibi görünse bile özellikle yatırımcılar açısından oldukça önemli bilgileri de içermektedir (Özer, 2001: 634).

Bir işletmenin özsermaye ve bunlardaki değişim hem işletmenin kendisi için hem de işletmeyle ilişkide bulunan kişiler yönünden önemlidir. Özsermaye işletme faaliyetinin yürütülmesi için gerekli olan mali imkanları meydana getirir. Ayrıca özsermaye yeterli olması, işletmeyle ilişkide bulunanlar özellikle işletmeye borç verenler için bir güvencedir. Bu güvence işletmenin borçlarının yararlanmasını da kolaylaştırır. Bu nedenlerle işletme özsermayesinden ve bu kaynaklardaki değişimin izlenmesi hem işletme yöneticileri hem de işletmeyle ilişkide bulunanlar yönünden gerekli bulunmaktadır.

Özsermaye işletmenin kuruluşunda ve faaliyet dönemi sırasında işletmenin sahip olduğu veya ortaklar tarafından sağlanan kaynaklardır. İşletmeler kurulduktan sonra yeni ortaklar alarak ya da hisse senedi ihraç ederek özsermaye artırmaktadırlar. Ayrıca işletme elde ettiği kârlarını dağıtmayarak oto finansman yoluyla da özsermayesini güçlendirebilir (Akgüç, 1998: 753).

kaynaklar, işletmeler için temel finansman kaynağı niteliğindedir. Özsermayesi olmadan bir işletmenin kurulması ve faaliyetlerini devam ettirilmesi de söz konusu olmaz. Hiçbir işletme tamamen yabancı kaynaklarla kurulup faaliyetini devam ettiremez. Bir işletme yabancı kaynaklar beraberinde risk getirdiğinden bu riskin güvencesi niteliğindeki özsermaye kullanılması gerekir (Fettahoglu, 1988: 70).

Özsermaye çeşitli işlevleri bulunmaktadır. Bu işlevler üç grupta toplamak mümkündür: a. İşletmenin kurulması ve faaliyetlerinin sürdürülmesini sağlar.

b. Ekonomide daralma olması ve dış kaynak temininin güçlenmesi halinde, işletmenin faaliyetlerinin devamlılığını sağlar.

c. İşletmenin gerek yabancı kaynak temininde, gerekse ilave özsermaye temininde güvence oluşturur (Altuğ, 1974: 30).

Öz kaynak ile finansmanın fayda ve sakıncaları şu şekilde sıralanabilir:

- a. Senetlerin vadesi süresizdir. Bu sebeple özsermaye ile finansman, işletme'ye çok geniş bir sermaye yapısını oluşturma esnekliği sağlar. işletme değerini yükselterek ek finansman kaynağı bulma imkanını artırır.
- b. Öz kaynak ile finansman, borçlarda ve imtiyazlı hisse senetlerinde olduğu gibi işletme sabit bir faiz ve anapara ödeme yükü getirmez. İşletme kârlı olduğu dönemlerde temettü dağıtır.
- c. işletme özsermayesinin kuvvetli olması sebebiyle daha düşük maliyetli borç bulabileceğinden, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürme ve hedef sermaye yapısını gerçekleştirme şansına sahiptir.
- d. Risk açısından öz kaynak ile finansman, önemli bir emniyet kemeri görevini görür.
- e. Yeni tertip hisse senedi ihracı gelirlerin paylaşılmasını sulandırabilir. Eski ortaklar daha önce aldıkları temettü kadar temettü alamadıkları zaman rahatsız olurlar.
- d. İşletmenin yatırımcılardan yeni hisse senedi ihracıyla fon bulması durumunda, işletme yönetimini ve kontrolü kaybetme tehlikesi doğabilir. Bunun için farklılaştırılmış oy hakkı, temettü hakkı v.b. tedbirlerle bu tehlike ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır.
- e. Hisse senedi ihracında ihraç giderleri, tahvillere göre yüksek olabilir.
- f. Öz kaynak ile finansmanın maliyeti, riski sebebiyle daha yüksektir. İşletme finansal kaldıraça giderek, ağırlıklı sermaye maliyetini azaltmaya ve getiri oranlarını artırmaya çalışmaktadır.

Özsermaye hisse senetleri ve oto finansman kaynakları şeklinde bir ayrıma tabi tutup; hisse senetlerini imtiyazlı ve adi hisse senetleri, oto finansman kaynaklarını da amortismanlar, yedek akçelerde karşılıklar olarak tasnif etmek mümkündür.

2.3. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Günümüzde özellikle artan finansal sıkıntıya girme ihtimalleri nedeniyle işletmelerin karşı karşıya kaldıkları en temel problem sermaye yapısı ile ilgili kararlar olmaktadır. İşletmelerin varlık kaynak bileşimini oluşturmak için gerekli olan

kaynakları nereden, nasıl ve hangi vade ile temin edilmesine ilişkin kararlar sermaye yapısına ilişkin kararları oluşturmaktadır. Sermaye yapısı kavramı dar anlamda özsermaye borçlar ilişkisini tanımlarken geniş anlamda, işletmenin banka kredileri, menkul kıymetleri, leasing sözleşmeleri, sosyal sigorta, özel plasman ve vergi yükümlülükleri, emeklilik yükümlülükleri, iş ve ürün garantileri, yöneticiler ve çalışanların ertelenmiş kıdem tazminatlarını dahildir (Masulis, 1988:13).

Sermaye yapısını etkileyen etkenlere ilişkin olarak yapılmış olan ampirik çalışmalara göre; sermaye yapısını etkileyen pek çok etken bulunmaktadır. Bu etkenler; işletmelere özgü faktörler ve işletme dışı faktörler olarak ikiye ayrılır. İşletmelere özgü faktörler; maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kârlılık, işletmenin büyüklüğü, işletme riskliliği, büyüme fırsatları, borçların dışı vergi kalkanı, ürün çeşitleri, işletmenin yaşı, işletmenin temettü ödeyip ödemediği, temettü politikası, temsilcilik maliyetleri, hisse senedi getirilerinin volatilitesi olarak sıralanabilmektedir. İşletme dışı faktörler ise; vergi oranları, hisse senedi ve bankacılık piyasalarının gelişmişlik düzeyi, hisse senedi piyasasının durumu, döviz kuru riski, hazine bonolarının faiz oranı, politik risk, ülke büyüme oranı, kamu yabancı kaynak stoku, faiz oranları, sektör özellikleri, hukuk sistemi, kreditor ve hissedar hakları, enflasyon oranı olarak belirtilmektedir. Bununla birlikte, finansal kurumların sermaye yapısını belirleyen faktörler, bu kurumların kendilerine has özellikleri nedeniyle, finansal olmayan kurumlardan farklılık arz etmektedir. Finansal kurumlar içinde en önemli paya sahip olan bankalar için, sermaye yapısını belirleyen etkenlerin başında hukuki sermaye düzenlemelerine ilişkin yükümlülükler gelmektedir. Bu nedenle bankalar genelde uymakla yükümlü oldukları sermaye düzenlemelerinin gerektirdiği minimum sermaye oranlarından daha yüksek oranlarda sermaye bulundurmaktadırlar. Anlatılan durum genellikle bankaların olası şoklara karşı ihtiyatlı davranmak istemeleriyle açıklanmaktadır. İşletmelerin sermaye yapısını belirleyen etkenlerin belirlenmesinde yaklaşım farklılıkları nedeniyle sonuç birliğine varılması mümkün olmamakla birlikte genel olarak işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi açıklanmaktadır; (Deesomsak, 2004: 393).

2.3.1. Firmanın Varlık Yapısı

İşletmelerin aktiflerinin içerisinde maddi duran varlıkların payının işletmelerin sermaye yapısını belirlemede etkili olduğu düşünülmektedir. Temsilcilik maliyetleri yaklaşımına göre yüksek kaldıraç düzeyine sahip işletme optimal düzeyin altında yatırım yapma eğiliminde olup, işleme alacaklılarından hissedarlara servet transferine neden olmaktadır. Bu durum da alacaklıların bu problemin etkilerini hafifletmek için maddi teminat talep etmesine yol açmaktadır. Ayrıca, bir işletmenin tasfiye değeri maddi duran varlıklarının payı ile birlikte yükselmekte ve aktif içerisinde maddi duran varlıkların payının yüksek olması iflas halinde işletmenin yanlış fiyatlandırılmasını önlemek gerekmektedir. Maddi teminat veremeyen işletmeler ya yüksek faiz oranı ile borçlanmakta ya da yabancı kaynak yerine hisse senedi ihraç etmek zorunda kalmaktadırlar. İşletme bu durumda maddi duran varlıkların payı ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir (Deesomsak, 2004: 387-405).

2.3.2. Firma Büyüklüğü

Büyüklük, işletmelerin yabancı kaynak seviyesinin belirlenmesinde en önemli etkenlerden birisi olmuştur. Yapılan birçok çalışma, işletme büyüklüğünün kaldıraç oranı üzerinde belirgin bir etkisinin olduğunu desteklemiştir. Finansman hiyerarşisi kuramına göre, alınan yatırım kararlarında ilk önce iç kaynakların kullanılacağı tartışılmaktadır. Bu ifadeye göre işletme büyüklüğü arttıkça, daha çok iç kaynak kullanacağı, dolayısıyla da kaldıraç oranının düşük olacağı beklenmektedir. Dengeleme kuramına göre, büyük işletmelerin temsilci maliyetleri ve iflas maliyetleri daha düşük olduğu için, daha yüksek borçlanma kapasiteleri olacak, bu nedenle de daha yüksek borçlanma oranı ile çalışabileceklerdir (Gaud ve diğerleri, 2005: 51-69).

İşletme büyüklüğü ile ilgili bir başka tartışma konusu ise, büyük işletmeler için işletme içindekiler ile sermaye piyasalarındaki bilgi asimetrisinin düşük olduğudur. Bu nedenle büyük işletmeler öz kaynak gibi menkul değerleri daha fazla kullanarak, yabancı kaynak seviyesini düşük tutmaktadırlar (Rajan ve Zingales, 1995: 1421-1460).

Küçük kuruluşlarda şirket içindekilerle sermaye pazarları arasındaki bilgi asimetrisi daha yüksektir (Harris ve Raviv, 1991: 297-355).

2.3.3. Kârlılık

Bir işletmenin optimal sermaye yapısının borçlanmanın vergi avantajı ile borçla finansmana bağlı olarak ortaya çıkan çeşitli maliyetlerin dengelenmesi sonucunda oluşacağını savunan dengeleme yaklaşımına göre kârlı işletmeler gelirlerini kurumlar vergisinden koruyabilmek için daha çok borçlanmaya gitmelidirler (Huang ve Song, 2006: 14-36).

Ancak finansal hiyerarşi yaklaşımına göre kârlı işletmelerin yabancı kaynak düzeyleri daha düşük olmalıdır çünkü işletmeler ek finansmana ihtiyaç duyduklarında öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanmalıdırlar (Wiwattanakantang, 1999: 386).

Bu nedenle teorik yaklaşımlar ele alındığında kârlılık ve borçlanma düzeyi arasında tam olarak ne yönde bir ilişki olduğunu saptamak kolay değildir. Ampirik çalışmalara bakıldığında ise bazı çalışmaların borçlanma düzeyi ile kârlılık arasında negatif bir ilişki saptadığı görülürken (Friend ve Lang, 1988; Titman ve Wessels., 1988: 271-281) bazı çalışmaların da bu iki değişken arasında pozitif bir ilişki saptadıkları görülmektedir (Rajan ve Zingales., 1995; Wald, 1999; Wiwattanakantang, 1999: 1421-1460).

2.3.4. Firma Riski

Riskli ya da başka bir deyişle aldığı yabancı kaynağı ödeyememe olasılığı yüksek işletmeler yüksek düzeylerde finansal kaldıraçtan yararlanmaması gerekmektedir. Genellikle faaliyet gelirlerinin dönemden döneme tutarsızlık göstermesi ve finansal sıkıntıya düşme olasılığı işletme riskinin göstergeleri olarak kabul edilmektedir (Wiwattanakantang, 1999).

İşletmenin gelirlerinde görülen oynaklık finansal sıkıntıya düşme olasılığını artırmakta ve işletmenin borçlanmanın getirdiği yükümlülükleri yerine getirememesine neden olabilmektedir. Bu durumda işletmenin borçlanma kapasitesi gelirlerinde görülen oynaklık ile azalmakta olup borçlanma düzeyi ile işletme riski arasında negatif bir ilişki oluşmasına yol açmaktadır (Deesomsak ve diğ., 2004: 394).

2.3.5. Vergi

Yabancı kaynakla finansmanın en önemli avantajlarından birisi ödenen faizin kurumlar vergisinden düşülmesi olup bu durum literatürde vergi kalkanı olarak adlandırılmaktadır. Daha çok vergi ödemek zorunda kalan işletmeler vergi kalkanından faydalanabilmek üzere daha çok borçlanmaya gitmektedir. Bu durumda ödenen vergi düzeyi ile borçlanma düzeyi arasında pozitif yönde bir ilişki öngörülmekte olup yapılan çeşitli deneysel çalışmalarda bu ilişkinin varlığı saptanmıştır (Huang ve Song, 2006: 18).

2.3.6. Borç Dışı Vergi Kalkanları

Yabancı kaynak dışı vergi kalkanları, borçla finansmanın sağladığı vergi avantajlarının ikamesi olarak kullanılan araçlardır. işletmeler daha az kurumlar vergisi ödemek için emeklilik fonları, amortisman, yatırım kredileri ve yatırım indirimleri gibi araçları yabancı kaynak dışı vergi kalkanları olarak kullanabilmektedir (Wiwattanakantang, 1999: 385).

Bu nedenle yüksek düzeyde yabancı kaynak dışı vergi kalkanına sahip işletmelerin daha düşük düzeylerde borçlanmaya gideceği beklenmektedir. Yabancı kaynak dışı vergi kalkanları ile borçlanma düzeyi arasında olması beklenen negatif ilişki yapılan ampirik araştırmalarda da ortaya çıkmıştır (Deesomsak ve diğ., 2004: 393).

2.3.7. Büyüme Oranı

İşletmelerin yüksek büyüme oranları ile kazanacakları güven duygusu, onlarda borçlanma isteğini arttırır kabulüyle literatürde yapılan çalışmalar kaldıraç iye büyüme oranları arasındaki ilişkiyi pozitif olarak öngörürken büyüyen işletmeler temsil maliyetlerini azaltmak adına daha az borçlanacakları fikri, ikisi arasında negatif yönlü bir ilişkiye işaret ederler (Terim ve Kayalı, 2009: 125-154).

Myers (1977), büyüme fırsatını gerçek varlıklardaki alım opsiyonu olarak tanımlamıştır. işletme değerinin bir kısmı, gelecekteki yatırımların alım opsiyonunun bugünkü değeri olarak muhasebeleştirilir. Riski borçlarla finanse edilmiş işletmeler

değerli yatırım imkanlarını pas geçerek işletmenin bugünkü pazar değerinin düşmesine neden olurlar (Sayılğan ve diğ., 2006: 12).

2.3.8. Firmanın Likiditesi

Finansal hiyerarşi yaklaşımına göre likiditesi yüksek işletmeler daha az borçlanacaklardır. Aynı zamanda yöneticiler hissedarların lehine, alacaklıların da aleyhine olmak üzere likit varlıkları manipüle ederek borçlanmanın temsilcilik maliyetlerini artırabilmeleri mümkün olabilir. Bu nedenle likidite ve borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olması beklenilir (Deesomsak ve diğ., 2004: 394).

2.3.9. Borçlanmanın Maliyeti

işletmelerin sermaye yapısını etkileyen başka bir etken borçlanma maliyetidir. Borçlanma maliyeti düşük olduğu sürece işletmeler yabancı kaynak/öz kaynak oranlarında artış olacağından bu faktör ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir. İfadeye göre burada önemli olan sadece borç için ödenen faiz değil, işletme için bir sabit gider niteliğinde olan ve alınan borç için katlanılan komisyon gibi diğer finansman giderlerinin de dikkate alınması gerekmektedir (Padron ve diğ., 2005: 62).

Daha önce de bahsedildiği gibi sermaye yapısını etkileyen işletmeye özgü etken dışında finansal piyasalara özgü etkenler ve makroekonomik faktörler de bulunmaktadır. Kısaca bahsetmek gerekirse finansal piyasalara özgü etkenler sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi, finansal araçların gelişmişliği, yasal sistemin etkinliği ve kreditor/hissedar hakları gibi faktörler olup, makroekonomik faktörler ise Gayrisafi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) büyüme oranı, enflasyon oranı ve kredi faiz oranıdır (Acaravcı, 2004: 33).

2.4. SERMAYE YAPISININ ÖLÇÜLMESİ

İşletmenin sermaye yapısı yani bilançonun pasif kısmı pek çok farklı finansal araçtan oluşabilmektedir. Bu finansal araçların her birisinin bir maliyeti bulunmaktadır. Bu finansal araçlar ortaklık katılımı sağlayan finansal araçlar olabileceği gibi işletmeye

bir yükümlülük yükleyen araçlar da olabilmektedir. Bununla birlikte, bu iki durumun birleşmesinden oluşan melez finansman araçları da mevcuttur.

İşletmenin faaliyetlerini yürütmek ve yeni projelerini gerçekleştirmek için sağlamaya çalıştığı bu kaynakların her birisinin farklı bir maliyeti bulunmaktadır. Bu maliyet de genel olarak, söz konusu kaynağın işletmeye sağladığı para girişinin bugünkü değerini, gelecekte getireceği para çıkışlarının bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranı olarak adlandırabilmektedir (Akgüç, 1998: 439).

Sermaye maliyetinin hesaplanması işletmeler için oldukça önemlidir. Bunun sebepleri arasında; sermaye bir üretim faktörü olarak, sermaye maliyeti, işletme değerinin belirlenmesinde önemli olması, projelerin değerlendirilmesinde önemli olması ve sermaye maliyeti optimal sermaye yapısının belirlenmesinde oldukça önemi olması gösterilebilmektedir (Sayılğan, 2004: 181-182).

İşletme için sermaye maliyetinin hesaplanmasında akademik olarak daha çok (sermaye varlık fiyatlama modeli) AOSM kullanılmaktadır. Böylece, tüm kaynakları içine alan, ortalama bir sermaye maliyeti hesaplanmaktadır. AOSM aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir:

$$\frac{\left(\frac{Yabancı Kaynaklar Toplamı}{Yabancı Kaynaklar Maliyeti}\right)^X}{Toplam Kaynak} + \frac{\left(\frac{Özkaynak Toplamı}{Özkaynaklar Maliyeti}\right)^X}{Toplam Kaynak}$$

2.5. SERMAYE BİLEŞENLERİNİN MALİYETİ

Borçların maliyeti, borçların işletmeye sağladığı nakit girişiyle, faiz veya anapara ödemesi olarak işletmeden nakit çıkışı gerektiren ödemeleri eşitleyen faiz oranıdır. Borçların maliyeti vergiden önce ve sonra olarak hesaplanabilmektedir. Finansman kararları alınırken vergiden sonraki kaynak maliyeti dikkate alınmalıdır. Bir işletme için sağlanan bu vergi etkisi oldukça önemli olmasıdır. Borçların vergi sonrası maliyeti, kaynak maliyetinin (1-vergi oranı) ile çarpılması sonucu elde edilmektedir. Özsermaye maliyetini hesaplarken, temettü yoluyla ödenen tutarla nakit girişi sağlanan tutar birbirine eşitlenir. Temettü miktarını tahmin etmek güç olacaktır. Çünkü işletmelerin ömürlerinin sınırsız olduğu kabul edilmektedir. Bunla birlikte temettüler zaman içinde değişiklik göstereceğinden belirli bir tutarlılık da sağlanamayacaktır.

İmtiyazlı hisse senetleri melez kaynak karakteri göstermektedir. Yani bir yandan hisse senedi sahipliği hakkı tanımakta, bir yandan da işletmeye sabit ödemeler yüklemektedir. Senet üzerinde yazılı olan temettü, temettü oranının doğuracağı beklenen nakit çıkışlarının bugünkü değerini, imtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti, senet ihracı ile sağlanan kaynak tutarına eşitleyen iskonto oranına eşittir (Sayılğan, 2004: 181-182).

Hisse senedine çevrilebilir tahviller yoluyla kaynak sağlanması ertelenmiş özsermaye finansmanı olarak değerlendirilebilmektedir. Çünkü amaç sonunda öz kaynak ile finansman sağlamaktır. Hisse senedine dönüştürülebilir tahvil yoluyla sağlanan kaynağın maliyeti, değiştirme süresi içinde ödenecek faiz ile tahvil karşılığında verilecek hisse senetlerinin değiştirme tarihindeki piyasa değeri toplamını, işletmenin elde ettiği para girişine eşit kılan iskonto oranıdır. Hisse senedi sahipleri dağıtılamayıp işletme içinde oto finansman olarak kullanılacak kâr için bir beklenti içindedirler. Bu dağıtılmayan kârın bir alternatif maliyeti söz konusudur. Bu durumdan kaynaklanan maliyet, dağıtılmayan kârların maliyetini oluşturmaktadır (Sayılğan, 2004: 181-182).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MUHASEBE VE EKONOMİ DEĞİŞKENLERİNİN SERMEYE YAPISI VE KÂRARLARI ÜZERİNDE ETKİSİ

İşletmeler sermaye yapısı kararlarında içinde bulundukları koşullar ile fon kaynağının avantaj veya dezavantajını göz önüne alarak sermaye yapısını oluşturmaktadır. İşletmelerin sermaye yapısı seçimine doğrudan etki eden üç önemli faktör vardır. Bunlar ekonominin genel durumu, endüstrinin ve firmanın özellikleridir. Bu bölümde açıklanmıştır. İlâveten işletmelerin genel ekonomik riskten etkilenme kanalları; döviz kuru kanalı, faiz oranı kanalı, banka kredisi, bilanço kanalları ve BIST'te işlem gören 40 banka finansman, sigorta, finans kiralama ve holding şirketlerine ait 2008-2014 yılları arasında yıllık veriler kullanılarak muhasebe ve ekonomik değişkenlerinin sermaye yapısı üzerinde etkisini araştırmaktır.

3.1. SERMAYE YAPISI KÂRARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

İşletmelerin hukuki yapısı ve işletme yönetiminin paylaşılmak istenip istenmeyeceği de kaynak seçimini etkilemektedir. Aile veya şahıs şirketleri yönetimi paylaşmak konusunda daha az istekli iken halka açık kurumsallaşmış şirketlerde tam tersi bir durum söz konusudur. Bu nedenle aile ve şahıs şirketleri yönetimin paylaşılmak istenmemesinin etkisi ile kaynak seçiminde borçlanmayı tercih edebilirken, halka açık kurumsallaşmış şirketler ise hisse senedi ihracıyla kaynak sağlama yoluna gidebilmektedir.

İşletmeler sermaye yapısı kararlarında içinde bulundukları koşullar ile fon kaynağının avantaj veya dezavantajını göz önüne alarak sermaye yapısını oluşturmaktadır. İşletmelerin sermaye yapısı seçimine doğrudan etki eden üç önemli faktör vardır. Bunlar ekonominin genel durumu, endüstrinin ve işletmenin özellikleridir.

3.1.1. Genel Ekonomik Durumu

İşletmelerin sağlıklı ve doğru finansal kararlar alması genel ekonomik durumla yakından ilgilidir. Faaliyette bulunan ülkenin para ve sermaye piyasalarının işleyişi, gelişmişlik düzeyi, yönetim şekli, siyasi ve politik istikrarı bir zincirin halkaları gibi

birbirine bağılı olarak hareket eder ve herhangi birinde meydana gelecek aksaklık diğerlerini de etkiler. Bu faktörler işletmelerin finansman kaynaklarını elde etme maliyetlerini ve kaynak seçimini etkilemektedir. İşletmelerin sermaye yapısı kararlarında genel ekonomik durum hakkında tahminlerde bulunurken göz önünde bulundurması gereken konular şunlar; para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri, işletmelerin faaliyet hacmindeki gelişmeler, Kambiyo piyasalarında ve döviz kurlarındaki gelişmeler, vergi oranlarındaki değişimleridir (Karadeniz, 2008: 56).

İşletmelerin faaliyette bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumunun dönemsel olarak gösterdiği trendin belirlenmesi ve ülkedeki endüstrilerin bu trendlerden nasıl etkilendiğinin saptanması işletmeler gelecekte alacakları finansman kararlarında yol göstermektedir (Akhtar, 2005: 327-335).

3.1.2. Endüstrinin Özellikleri

Endüstrilerin genel ekonomik durumdan etkilenme dereceleri, endüstrideki rekabet şekli, mevsimsel hareketlerin yaşanması, endüstrinin içinde bulunduğu evre, o endüstriye ait gelenek ve görenekler farklı endüstride faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapılarının farklı olmasına neden olmaktadır. Mevsimsel hareketliliğin etkisinin yoğun olduğu endüstrilerde işletmeler finansal esneklik sağlamak amacıyla daha çok kısa süreli finansal kaynaklara yönelendirir. Kısa vadeli finansman kaynaklarının tercih edilmesi ile mevsimsel değişimin işletme üzerindeki olumsuz etkisi en aza indirgenmektedir. Genel ekonomik dalgalanma bazı endüstri dallarının üretim ve satış hacmini önemli derece de etkilerken bazı endüstri dallarında etkisi daha az olmasındır (Kurshev ve Strebulaes, 2006: 32-42).

3.1.3. İşletmenin Özellikleri

İşletmenin faaliyette bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumu ve içinde yer aldığı endüstrinin özelliklerine ek olarak işletmenin özellikleri de sermaye yapısı seçimini etkilemektedir. İşletmenin hukuki yapısı ve organizasyon şekli, büyüklüğü, yaşı, varlıklarının yapısı, yöneticilerin tutumu, büyüme arzusu, kârlılık durumu ve içinde bulunduğu yaşam eğrisi sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. İşletmenin hukuki yapısı ve organizasyon şekli fon kaynağının maliyetini ve fon kaynağına

ulaşmayı önemli derece de etkilemektedir. Şahıs şirketlerinde işletme için gerekli olan fon kaynaklarına ulaşılması ve maliyeti işletme sahibinin öz varlığına ve kredibilitesine bağlı olarak, sermaye şirketleri fon kaynaklarına daha az maliyetle ve daha kolay ulaşabilmesini sağlar (Cassar ve Holmes, 2003: 127-140).

3.2. İŞLETMELERİN GENEL EKONOMİK RİSKTEN ETKİLENME KANALLARI

İşletmeler bakışından; genel ekonomik dalgalanmalar en önemli risk unsurlarıdır. Dışsal şoklar ve hükümetlerin mali politikaları, transfer harcamaları, vergi ayarlamaları ve diğer etkenler ekonomiyi canlandırmakta veya ekonomide gerilemeye sebep olmaktadır. Bütün bu etkenler işletmeleri, yatırımcıları ve tüketicileri daha iyimser veya kötümser yapmaktadır. Özellikle resesyon ihtimali, işletmelerin bir çoğunu etkilemektedir. Bunalım döneminde ise işletmeler karlılıklarını korumak için üretim ve istihdamlarını azaltmaktadır (Pinches, 1990: 167).

Makroekonomik dalgalanmalar sebebiyle ortaya çıkan mali politikasındaki değişikliğin en önemli etkisi, işletmelerin finansal kararları üzerine olmaktadır (Bolton ve Frexias, 2000: 3).

Mali politikasındaki değişiklik, hem hane halkının toplam harcamalarında meydana gelen değişiklik vasıtası ile dayanıklı ve dayanıksız tüketim malı üreten işletmelerin satışlarına, hem de faiz oranlarında ve kredilerde meydana gelen değişim sebebi ile bu işletmelerin bilançolarına aktarılmaktadır. Parasal aktarım mekanizması (Monetary Transmission Mechanism) olarak adlandırılan bu yaklaşım, işletmelerin genel ekonomik dengesizliklerden etkilenmesini açıklamaya yönelik kullanılan en önemli kavramdır. Parasal aktarma mekanizması; bir ekonomi denge durumunda iken, para politikasındaki değişikliklere bağlı olarak ortaya çıkan arz veya talep fazlasının (veya tersinin) toplam harcamalara olan etkisini inceleyen mekanizmadır (Lipsey, 1983: 689).

Başka bir ifade ile parasal aktarım mekanizması; mali politikasındaki değişikliğin kanallar vasıtası ile ekonomiyi etkilemesidir (Taylor, 1999: 2).

Parasal aktarma mekanizması; bir takım kanallar vasıtasıyla işletmeleri, hem hane halkının satın alma eğilimlerinde, hem de işletmelerin bilançolarında değişiklik yapmak

suretiyle etkilemektedir. Üretim sektörünü etkileme aşamalarına göre, söz konusu kanallar faiz kanalı, banka kredisi, döviz kuru kanalı ve bilanço kanallarıdır.

3.2.1. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru sistemlerinin yapısından veya aksamasından ortaya çıkan döviz kuru dalgalanmaları, açık ekonomilerde işletmeleri etkileyen makroekonomik belirsizliğin temel kaynağıdır. Döviz kurlarının faiz oranlarına göre on kez ve enflasyona oranla dört kez daha volatil olması bu durumun en açık kanıtıdır (Ramasamy, 2000: 3).

İşletmeler açısından döviz kurundaki değişikliklerden kaynaklanan kazançlar veya kayıplar ihtimali, kur etkisine açık olma (foreign exchange exposure) olarak tanımlanmaktadır (Kolb ve Demong, 1988: 769).

Döviz kuru etkisine açık olma ile kur riski ilişkili kavramlar olmakla birlikte, tam olarak aynı anlama gelmemektedir. Bir işletmenin her türlü faaliyeti doğrudan kur etkisine açık değildir. İç piyasaya yapılan satışlar ve yerel para cinsinden borçlanmalar bu türden sayılabilir. Bununla birlikte; İthalat, İhracat, döviz cinsinden borç ve alacaklar gibi işlemler, kur etkisine açık faaliyetlerdir ve kurlardaki değişimlerden doğrudan etkilenmesini sağlamaktadır. Kur riski ise, işletmenin gelir ve giderlerinde ya da genel olarak nakit akımlarında yol açtığı değişiklik, döviz kurlarında beklenmedik bir değişimin olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, risk; kur etkisine açık olan mali değerlerde beklenmedik değişimleri ifade etmektedir. Bu nedenle, kur riskinin doğabilmesi için, işletmenin önce kur etkisine açık olması gerekmektedir. Sanıldığı gibi aksine, sadece yerel üreten ve ulusal para ile borçlanan işletmeler de dahil olmak üzere piyasanın çok büyük bir kısmı da kur değişimlerinin etkisine açık durumdadır (Seyidoğlu, 1997: 177).

Döviz kuru değişimlerinin işletme üzerindeki etkileri; döviz kurunun muhasebe etkisi, döviz kurunun ekonomik etkisi, döviz kurunun hisse senedi etkisi ve döviz kurunun vergi etkisi olmak üzere dört çeşittir. Döviz kurunun muhasebe etkisi, uluslararası faaliyette bulunan işletmelerin finansal tablolarını ana ülke parasına çevirdiklerinde ortaya çıkan kazançları ve kayıp ifade ederken (Shapiro, 1998) döviz kurunun vergi etkisi, işletmelerde döviz kuru dalgalanmaları sebebiyle oluşan kayıplar

ve kazanca değişiklik yapan (vergi yükümlülüğünü değiştiren) etkiyi ifade eden bir dönemdir (Khambata ve Ajami, 1992: 134).

Döviz kurunun ekonomik etkisi, işletmeler üzerinde en önemli ve yaygın etki oluşturan unsurdur. Döviz kurunun hisse senedi etkisi ise, döviz kurunda beklenmeyen değişikliklere karşı, işletmeler hisse senedinin duyarlılığı olarak tanımlanmaktadır (Huang ve Stoll, 1997: 1).

3.2.2. Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarma mekanizmasının varsayımlarına göre, reel faiz oranlarında meydana gelen artış, tüm yatırımları azaltırken, tüketicilerin beklentilerini olumsuzla çevirmekte ve alıcılar tüketim malı satın almaktansa likit kalmayı tercih etmektedirler. Özellikle kriz dönemlerinde, işletmelerin aşırı yükselen faiz oranları karşısında faiz ödeme gücü ve dolayısıyla firmanın net değeri hızla düşmektedir (Birgili ve Tunahan, 2002: 115).

3.2.3. Banka Kredisi ve Bilanço Kanalları

Kredi piyasasında bilgi sorunları dolayısı ile ortaya çıkan iki parasal aktarma kanalı; bilanço ve banka kredi kanalı kanalları'dır.

3.2.3.1. Banka Kredi Kanalı

Bunalım dönemlerinde Merkez Bankası faiz oranlarında meydana gelen artış, bankalar için kredi vermenin marjinal maliyetini artırmaktadır. Bu da işletmelere yönelik fon arz eğrisinin sola kaymasına ve “aracı ile elde edilen finansman”ın maliyetinin yükselmesine sebep olmaktadır. Sonuç olarak, işletmelere yönelik kredilerde düşme meydana gelmektedir (Kohler vd., 2000: 8).

Büyük işletmeler, bankalara gitmeden tahvil ihracı ve hisse senedi yoluyla kredi piyasasına zaten doğrudan girebildiklerinden, kredi kanalları küçük işletmeler üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olmaktadır (Mishkin, 1996: 9).

3.2.3.2. Bilanço Kanalları

Bilanço kanalları, parasal daralmanın, borçlanıcıların varlıkları ve karları üzerindeki potansiyel olumsuz etkisini vurgulamaktadır. Bu etki, borçlanıcının net değeri, likit varlıkları ve nakit akımı gibi değişkenlerini etkileyerek, risk primini yükseltmesine neden olmaktadır. Parasal daralma ile tetiklenen faiz oranlarındaki artış, işletmelerin riskini artırmaktadır. Çünkü bu artış işletmenin teminatı olan, karları ve varlıklarının değerini azaltmaktadır (Domaç ve Ferri, 1998: 6).

Açıklanan parasal aktarma mekanizmasına göre, dayanıklı tüketim malı üreten işletmeler üzerinde daha yoğun etki göstermektedir. Bu sektörlerde yer alan işletmelerin ürettikleri mallara göre de, parasal daralmaya karşı ortaya çıkan üretim tepkilerinin farklılaştığı görülmektedir. dolayısıyla küçük işletmelerde mekanizma negatif yönde daha etkili olmaktadır. Haimowitz, Amerikan ekonomisinde, dayanıklı tüketim malları üreten işletmelerin, dayanıksız tüketim malları üreten işletmelere oranla, faiz oranı şoklarına daha duyarlı olduğunu ve daha büyük üretim değişiklikleri yaşadıklarını tespitlenmiştir (Haimowitz, 1996: 96-07).

3.3. MUHASEBE ve EKONOMİ DEĞİŞKENLERİ

3.3.1. İşletmede Faiz Oran

Faiz, paranın kiralanması karşılığında talep edilen bedel veya kullanıma arz edilen sermayenin geliri şeklinde tanımlanabilir. Faiz geniş ve dar anlamda olmak üzere iki şekilde ele alınır; faiz geniş anlamda, üretim sürecine katılan sermayenin üretimden aldığı paydır. Faiz dar anlamda, ödünç verilen fonlara uygulanan ve piyasanın belirlediği kira bedelidir (Paya, 2007: 120).

Faiz oranı, ekonomide yatırım kararlarını etkileyen en önemli değişkenlerden birisidir. Yatırımların karlılık düzeylerine göre sıralanması faiz oranlarına bakılarak gerçekleştirilebilir. Hangi yatırımın öncelikle yapılacağına, kâr vermek için önce faiz oranlarına bakılır. Yatırımın beklenen kârlılığı faiz oranlarından yüksek olduğu sürece yatırım yapma kararı verilir. Bu bağlamda faiz oranları tüketim ve yatırım kararlarını etkileyen önemli bir değişken olmaktadır. Faiz oranları ekonomide çok yakından izlenen değişkenler arasında yer almaktadır. Bireyler faiz oranlarına bakarak bir taraftan

yatırım yapıp yapmama kararı verirken diğer taraftan hangi enstrümanlara yatırım yapacaklarının da kararını verirler (Parasız, 2009: 68).

3.3.2. Gayri Safi Milli Hasıla

Gelir genelde üretilen mal ile hizmetlerin değer olarak ifadesidir. Ulusal gelirden bir ülkede belli bir dönemde, genolarak bir yılda üretilmiş olan mal ve hizmetlerin toplamının yani toplam hasılanın parasal olarak ifadesidir. Çeşitli üretim alanlarından elde edilen çıktılarının toplanabilmesi ve birlikte ifade edilebilmesi için para yada parasal değerleri ortak ölçü birimi olarak kullanılmaktadır. Toplam hasılanın en temel ve genel ölçüsü Gayri Safi Milli Sermayedir. Gayri Safi Milli Hasılanın (GSMH) değeri iki ayrı yolla ifade edilebilmektedir. Hasılanın ölçüldüğü ve elde edildiği dönemde geçerli olan fiyatlar kullanılırsa cari fiyatlarla (GSMH), hasılanın belli bir temel ya da baz yılının fiyatları kullanarak hesaplanmasında sabit fiyatlarla Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) denir (Oktay,2002: 15-16).

GSMH, iki şekilde hesap edilmektedir. Reel (GSMH) ve Nominal (GSMH). Eğer, bu hesaplamanın yapıldığı yıl geçerli olan mal ve hizmet fiyatları; yani cari fiyatlar kullanılarak hesap ediliyorsa, içinde enflasyon veya deflasyondan kaynaklanan deformasyonu da taşır anlamındadır. Bu nedenle, fiyat hareketlerinin aldatıcı etkisinden temizlemek için ayrıca (Reel GSMH) hesaplanır. Reel GSMH; belirli bir baz yılın mal ve hizmet fiyatları dikkate alınarak, yani Türkiye için enflasyondan arındırılmış olarak hesap edilen bir GSMH değeridir. Bir yılın nominal GSMH değeri, enflasyondan, daha doğru bir değişikliklerle fiyatlardaki dalgalanmalardan arındırılarak, Reel GSMH değerine dönüştürülecek ise, bunun için deflatör kullanılır. GSMH Deflatörü, nominal serileri reel serilere dönüştürmek amacıyla kullanılan bir endekstir (Genel Ekonomi, 2004: 23).

3.3.3. Kredi Kavramı ve İşletmelerin Kredi İhtiyacı

Para veya mal cinsinden bir değer belirlenir ve önceden tespit edilmiş koşullarla geri alınması kaydıyla verilmesi veya üçüncü kişiler tarafından bu şekilde verilecek bir değer geri ödemesine kefil olunması yada bir taahhüdün yerine getirileceğinin garantisidir. Kredi, itibar anlamını taşımaktadır ve sonucunda kâr getirmesi beklenen, temeli güvene dayalı iki taraflı bir işlemdir. Kredi bankacılıkta, geri

ödeyeceği konusunda kendisine güven duyulan gerçek veya tüzel kişiye nakdi veya gayri nakdi bir itibarın, belirlenen koşullarda geri alınmak kaydıyla, bir bedel karşılığında belirli bir süre için verilmesi olarak belirlenir. Ekonomik ilişkilerde, vadeli mal, hizmet satışını ve ödünç para verme olayını ifade eder. Kredi para ile ödeme vaadinin değiştirilmesidir. Kredi güven ve güvenceye dayanan bir işlem sayılır. Kredi tasarruf edilen paraların piyasaya akmasını, malların en yararlı biçimde kullanılmasını sağlamak suretiyle ulusal ekonomi yönünden büyük önem taşır. Krediye bankalar aracı olurlar. Kredi veren para verip, ödeme vaadi almakta, kredi alan para alıp ödeme vaadi vermekte gerekir. Para her an kullanılabilir satın alma gücüne sahip olduğuna, yani para ile istenilen mal ve hizmet satın alınabildiğine göre, kredi verenin bugün hizmet ve mal satın almaktan vazgeçerek gelecekte hizmet ve mal satın almasını; kredi alanın gelecekte hizmet ve mal satın almaktan vazgeçerek bugün hizmet ve mal satın almasını mümkün yapar. Başka bir ifadeyle kredi bugünkü mallarla gelecekte ele geçecek malların mübadelesi şeklinde de düşünülebilir (Zarakolu, 1999: 50–51).

3.3.4. Enflasyonun Tanımı

Enflasyon, gelişmekte olan pek çok ülkenin ekonomilerinde karşılaştıkları ve üstesinden gelebilmek için uğraş verdikleri en önemli sorunlarından birisidir. Enflasyon sadece ekonomik bir olay değildir. Enflasyon aynı zamanda politik, sosyal ve psikolojik boyutları da olan bir olgudur. Dolayısıyla enflasyon tüm toplumu ve toplumun bir parçası olan işletmelerin faaliyetlerini de önemli ölçüde etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle Enflasyon, latince bir kelime olup, şişkinlik anlamına gelen inflation sözcüğünden türetilmiştir (Frich, 1989: 1).

Enflasyon terimi ile genel olarak, fiyatların yükseldiği dönemler iktisatta ve kastedilmekte da fiyatların şişmesi anlamında kullanılmaktadır (Köklü, 1984: 359).

Başka anlamda enflasyon, bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinin ve maliyetlerin sürekli ve önemli ölçüde artması olarak tanımlanabilir (Helmkamp ve Leroy, 1986). Ekonomik gelişmenin ve toplumsal refahın önündeki en önemli engellerden birisi olması ve üretim girdilerinin fiyatlarındaki artışını göstermektedir (Pehlivan, 2000: 353).

3.3.5. Kısa Vadeli Yabancı Kaynak Oranı

İktisadi varlıkların ne kadarlık bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla (borçlarla) karşılandığını gösterir. Pasif içinde kısa vadeli yabancı kaynaklarının ağırlığının sayısal ifadesidir. İşletmenin çok fazla kısa vadeli borcu olması ödeme güçlüğü riskini de beraberinde getirmesine neden olur. Bu risk kısa vadeli yabancı kaynak (K.V.Y.K)'ın uzun vadeli varlık (duran varlıklar) finansmanında kullanılmasıyla daha da artar. İşletmenin negatif net işletme sermayesi olduğunun göstergesidir.

Kısa vadeli yabancı kaynaklar toplamı/ Pasif toplamı $\leq 1,3$. (Tcmb, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 09.06.2015)

3.3.6. Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Oranı (U.V.Y.K)

İktisadi varlıkların ne kadarlık bölümünün uzun vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığını gösterir. Pasif içinde uzun vadeli yabancı kaynaklarının ağırlığının sayısal ifadesidir.

Uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamı / pasif toplamı = 1,6. (Tcmb, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 09.06.2015)

3.3.7. Temettü Verimi

Şirketin son ödediği yıllık temettünün cari pazar fiyatına bölünmesi ile bulunur. Temettü Verimi = Pay Başına Temettü/Bir Hissenin Pazar Fiyatı

Yüksek temettü verimi piyasalarda şirketin büyüme potansiyelinin yüksek olmadığı şeklinde algılanacağı gibi düşük temettü verimi ise olumlu şekilde şirketin yüksek miktarda büyümeyi sağlayacak yatırım fırsatlarının varlığı olarak algılanabilir. (Bilgaz, <http://bilgaz.net>, Erişim Tarihi: 08.12.2015)

3.3.8. Toplam Borç / Özsermaye Oranı

Bu oran, şirketin tüm borçlarının özsermayesi ile karşılaştırılması amacıyla kullanılır. Söz konusu oran şirketin toplam borçlarının özsermayeye bölünmesi ile hesaplanır. Toplam Borç – Öz Varlık Oranı = Toplam Borçlar/ Özsermaye

Bu oran şirketin her 1 TL'lik özsermayesine karşılık kaç liralık toplam borcu olduğunu gösteren orandır. Dolayısıyla bu oran finansal yapının bileşimi hakkında da bize bilgi verir. Bu oran ne kadar yüksekse, şirketin iflas riski o kadar yüksektir. Özellikle artan TB/ÖV oranı eğer istikrarlı olmayan bir kâr trendi ile ortaya çıkmakta ise bu durum şirket açısından (finansal açıdan) çok önemli sorunlar yaratabilir. (Bilgaz, <http://bilgaz.net>, Erişim Tarihi: 08.12.2015)

3.4. LİTRATÖR ÖZETİ

3.4.1. Dünyada Yapılan Araştırmaların Özeti

Deesomsak ve diğerleri (2004), Asya Pasifik Bölgesi'nde bulunan Tayland, Malezya, Singapur ve Avustralya'dan elde edeceği bilgiler doğrultusunda sermaye yapısını belirleyen faktörler hakkında bir araştırma yapmayı amaçlamıştır. Çalışma kapsamında 4 ülkeden toplam 1.527 firmanın 1993-2001 yılları arasındaki finansal verileri en küçük kareler yöntemine göre incelemiştir. Çalışma sonucunda, Singapur haricindeki diğer ülkeler için firma büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında pozitif; büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı, likidite ve hisse senetleri performansı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki olduğunu belirtmiştir.

Delcoure (2006), Çek Cumhuriyeti, Polonya, Rusya ve Slovakya' da 1996-2002 yılları arasında faaliyet gösteren toplam 129 firmanın finansal tablolarını inceleyerek sermaye yapısını oluşturan değişkenleri tespit etmeye çalışmıştır. Elde ettiği sonuçlara göre, sermaye yapısı kuramlarının bu ülkelerde açıklayıcı olduğunu belirtmiştir. Firma büyüklüğünün kısa dönem borçlanmayla pozitif; somutluğun kaldıraç ile pozitif; kârlılık ile kaldıracın negatif ilişkili olduğunu tespit etmiştir. Firma riski ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişki tanımlayamamıştır.

Huang ve Song (2006), 1994-2003 yılları arasındaki 10 yıllık süreçte 1200' den fazla Çin firmasının sermaye yapıları ile veri seti oluşturarak bir analiz gerçekleştirmiştir. Ortaya atılan sonuçlara göre, örneklem setindeki Çin firmalarının kaldıraç oranı firma büyüklüğü ve duran varlıklarla artmakta; kârlılık, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranları ile azalmaktadır. Firmaların devlet tarafından veya özel kuruluşlar tarafından sahip olma durumunun sermaye yapısına bir etkisi olmadığı,

firmaların uzun dönem kararlarında vergi etkisinin yüksek olduğu araştırmada ulaşılan sonuçlar arasındadır. Başka bir çıkarım ise Çin firmalarının diğer ülkelerden farklı olarak uzun dönem borç kullanımına daha yatkın olduklarıdır.

Tang ve Jang (2005), ABD’ de faaliyet gösteren 27 adet konaklama ve 27 adet yazılım işletmesinin 1997-2003 yılları arasındaki sermaye yapılarını karşılaştırmıştır. COMPUSTAT veri tabanından topladığı verileri panel veri haline getirerek en küçük kareler yöntemi ile regresyon ile analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, konaklama firmaları için uzun dönem borç kullanımı ile literatürde geçen sermaye yapısı yaklaşımları arasında anlamlı bir bağ elde edememiştir. Ancak konaklama firmaları için maddi duran varlık oranı, büyüme oranları ve uzun vadeli borç oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Yazılım firmaları için ise, uzun vadeli borçlanma oranı, maddi duran varlık oranı, kârlılık ve serbest nakit akışı arasında negatif; büyüme fırsatları, işletme büyüklüğü ve işletme riski arasında pozitif ilişki saptamıştır.

Chakraborty (2011), Hindistan’ da Bombay ve Ulusal Menkul Kıymetler Borsası’nda faaliyet gösteren ve finansal olmayan 875 firmanın 2002-2010 yılları arasında, grup ilişkisinin sermaye yapısı üzerinde etkisini incelemiştir. Araştırma sırasında genel momentler metodu kullanılmıştır. Elde edilen verilere göre grupla ilişkili olan firmaların, tek olarak çalışan firmalara göre daha yüksek kârlılık oranına sahip oldukları tespit edilmiş. Bu durum grup halinde çalışılan durumda, borçlanmaya ait temsilci faaliyetlerinin düşmesine bağlanmıştır. Kârlılık, firma büyüklüğü ve özgünlüğün kaldıraç oranı ile negatif, maddi duran varlık oranı ve borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısı ile pozitif olduğu sonucuna varılmıştır.

Sheikh ve Wang (2011), Pakistan’ da Karaçi Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 160 üretim işletmesinin 2003-2007 yılları arasındaki sermaye yapısını incelemiştir. Panel veri metodoloji kullanılmış, sabit etkiler modeline göre regresyona tabi tutulmuştur. Elde edilen sonuçlara göre, kârlılık, likidite, kazancın akışkanlığı ve somutluk kaldıraç oranı ile ters orantılı; borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranları ise anlamlı düzeye sahip bir ilişki içerisinde değildir.

Ghazouani (2013), Tunus Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 20 adet endüstriyel, ticari ve servis sektörlerinde çalışan, finans sektörü haricindeki firmanın 2004- 2010 yılları arasındaki finansal tablolarını kullanarak sermaye yapısının

dengelem kuramı ile olan ilişkisini incelemiştir. Araştırma sırasında dinamik panel veri yöntemi kullanılmış ve regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Sonuçlara göre, kârlılık ve aktif yapısı, Tunus firmalarının kaldıraç oranları için iki açıklayıcı ana değişkendir. Firma büyüklüğü, risk oranı ve varlık yapısı borçlanma oranı ile pozitif, büyüme oranı ve kârlılık ise borçlanma oranı ile negatif ilişkilidir.

Mobellaghi ve Maghaddam (2013), 2003-2007 yılları arasında İran’ da bulunan Tahran Menkul Kıymetler Borsası’nda, 6 farklı sektörde işlem gören 101 firmanın 2003- 2007 yılları arasındaki finansal verilerini toplayarak regresyon analizine tabi tutulmuştur. Araştırmada, firma büyüklüğü arttıkça dengeleyici bir unsur olarak kârlılığın da arttığı, ancak bu ilişkideki oranın sektörler arasında farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Kaldıraç oranı ile sektör tipi ve kârlılık arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

3.4.2. Türkiye’de Yapılan Araştırmaların Özeti

Durukan (1997), yaptığı çalışmada 1990-1995 yılları arasında İMKB’ de işlem gören 68 firmanın sermaye yapısını incelemiştir. Çalışmada en küçük kareler yöntemi kullanılmış ampirik çalışmalar sonucunda, kârlılık ve borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörler olduğu ortaya çıkmıştır. Araştırma sonucuna göre, firma büyüklüğü, vergi oranı ve büyüme oranı ile sermaye yapısı arasında pozitif ilişki, işletme riski, kârlılık ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif ilişki bulunmaktadır.

Kula (2001), yaptığı çalışmada Afyon Organize Sanayi Bölgesi’nde faaliyet gösteren KOBİ niteliğindeki 80 adet firmanın 1999 yılındaki verilerini kullanmıştır. Araştırma yöntemi olarak 25 soruluk bir anket oluşturarak elde ettiği verilere göre sermaye yapısını etkileyen faktörleri irdelemeye çalışmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuca göre işletmelerin istikrarsız dönemlerinde borçlanma oranının azaldığı, finansman hiyerarşisine uygun olarak iç öncelikle iç fonlardan sonra borç kaynaklarından, en son olarak ise hisse senedi ihracına başvurdukları sonucu ortaya çıkmıştır. Vergi avantajlarının ve borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısına bir etkisinin olmadığı da elde edilen sonuçlar arasındadır.

Acaravcı ve Doğukanlı (2004), yapıları çalışmada İMKB’ de işlem gören imalat sanayinde bulunan 66 firmanın 1992-2002 yılları arasındaki verilerini ele alarak panel

veri analizi yöntemini kullanarak sermaye yapısını belirleyen faktörleri incelemiştir. Firmalara özgü faktörler, makroekonomik değişkenlerin kullanıldığı çalışmada firmaların toplam varlıklarının büyüme oranları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranının, sermaye yapısı (borç/özsermaye) üzerinde pozitif etkiye; kârlılık değişkeninin ise negatif etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Elde edilen sonuçların finansman hiyerarşi teorisi ile desteklendiği belirtilmiştir.

Demirhan (2009), gerçekleştirdiği araştırmada, İMKB’ de işlem gören yirmi hizmet sektörü firmasının 2003 yılından 2006 yılına kadar olan mali tablolarını ele almıştır. Panel veri analizinin kullanılmış olduğu çalışmada, sermaye yapısını en iyi temsil eden bağımsız değişkenlerin kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı, toplam borçların özsermayeye oranı ve kısa vadeli borçların özsermayeye olan oranı olduğunu savunmuştur. Kârlılık, büyüklük, varlık yapısı ve likidite oranlarının sermaye yapısını en güçlü şekilde temsil ettiği sonucuna varmıştır.

Karadeniz (2008, Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısını incelemiştir. 1990-2006 yılları arasında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tarafından yayınlanan sektör bilançolarından faydalanan ve İMKB hisselerinde işlem gören konaklama şirketlerinin finansal verilerini 1994-2006 ve 2000-2006 yılları için ayrı ayrı panel veri oluşturmuştur. Elde ettiği veri setini sabit etkiler modelini kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonucunda, İMKB’ de işlem gören konaklama işletmelerinin finansal hiyerarşi kuramı ve dengelem kuramının değişken bazında açıkladığını saptamıştır. Ayrıca bir anket uygulaması gerçekleştirerek, sonucunda İMKB’ de işlem görmeyen Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısının finansman hiyerarşi kuramına daha fazla uyduğunu tespit etmiştir.

Terim ve Kayalı (2009), yaptıkları çalışmada İMKB’ de imalat sektöründe işlem gören 134 firmanın 2000-2007 yılları arasındaki yıllık mali tabloları kullanılmıştır. Çalışma sonucunda net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları ile sermaye yapısı arasında güçlü bir ilişki varken, firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı açısından anlamlı sonuçlar elde edilememiştir.

Yükeri (2009), Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi’nde imalat sanayisinde faaliyet gösteren 112 firmadan elde ettiği anket sonuçlarına göre, imalat işletmelerinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri incelemiştir. Elde edilen sonuçlara

göre, firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmadığını, öncelikli olarak iç fon kaynaklarını tercih ettikleri, iç fon kaynaklarının yetersiz olması halinde dış fon kaynaklarını kullandığını ve finansal esnekliğin sağlanması isteğinin borçlanma politikasında önemli rol oynadığını belirtmiştir. Bu sonuçlar ışığında, örneklem setindeki firmaların finansman hiyerarşisi kuramına uygun olarak davrandığı ortaya çıkmıştır.

Dinçergök (2010), yaptığı çalışmada, 2000-2007 yılları arasında Türkiye’ de İMKB, Meksika’ da Meksika Menkul Kıymetler Borsası (BMV), Arjantin’ de Arjantin Menkul Kıymetler Borsası (BCBA), Brezilya’ da Brezilya Menkul Kıymetler Borsası (BOVESPA) ve Endonezya’ da Endonezya Menkul Kıymetler Borsası’nın (BEI) imalat sektöründe yer alan firmaları inceleyerek sermaye yapısını etkileyen faktörleri tespit etmeyi amaçlamıştır. Örneklem setine Türkiye’ den 79, Meksika’ dan 35, Brezilya’ dan 67, Arjantin’ den 19 Endonezya’ dan 55 firma olmak üzere toplam 255 firmanın finansal verilerini toplayarak bir panel veri seti oluşturmuştur. Çalışma sonucunda, maddi duran varlıklar ile kaldıraç oranı arasında pozitif, kârlılık ve büyüme oranı arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Akman (2012), 2003-2011 yılları arasında İMKB’ de işlem gören üretim firmalarından 79 tanesinin rastsal örnekleme yöntemine göre seçmiş, bu firmaların ilgili dönem içerisindeki finansal tablolarını kullanarak panel veri elde etmiştir. Yapılan sabit etkili regresyon modeline göre sermaye yapısı değişenlerini belirlemiştir. Elde edilen sonuçlara göre, kârlılık, varlık yapısı, likidite oranı ve varlık kullanım oranıyla kaldıraç oranının negatif, büyüme oranı ve piyasa zamanlaması ile pozitif ilişki içerisinde olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca incelenen sermaye yapısının, finansman hiyerarşisi ve diğer kuramlarla yeterli oranda açıklanamayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Gülşen ve Ülkütaş (2012), sermaye yapısının belirlenmesinde finansman hiyerarşisi kuramı ve ödünleşme kuramının etkinliğini incelemiştir. Araştırmada İMKB sanayi endeksinde yer alan firmalardan 143 tanesinin 1990-2005 yılları arasında kamuya açıklanan yıllık mali tablolarından elde edilen veriler göre dengeli olmayan panel veri sabit etkiler modeli ve rastsal etkiler modelin göre regresyon analizine tabi tutulmuştur. Elde edilen sonuçlara göre, firma büyüklüğü, kârlılık düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki, bir önceki yıl kârlılık düzeyi ve dağıtılan temettüleri ile

kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ayrıca, Türkiye’deki sanayi işletmelerinin sermaye yapılarını belirlerken genel olarak finansman hiyerarşisi kuramına göre hareket ettikleri sonucu ortaya çıkmıştır.

Aydeniz ve Özduvan (2012), yaptıkları çalışmada, İMKB-100’de işlem gören 87 firmanın 2010 yılındaki finansal tablolar ile bir veri seti oluşturarak işletmelerin borçlanma oranlarının sermaye yapısına olan etkisi araştırılmıştır. Araştırma yöntemi olarak regresyon analizi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, firmaların kaldıraç oranlarının sermaye yapısını etkilemediği tespit edilmiştir.

Sarioğlu ve diğerleri (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, İMKB’de işlem gören, çimento, otomotiv, otomotiv yan sanayi ve bilişim sektörlerinde faaliyet gösteren kırk iki adet firmanın, 2007-2011 yılları arasındaki yıllık finansal tabloları ele alınarak panel veri metodolojisi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda, uzun vadeli borçların toplam aktiflere olan oranının çimento ve otomotiv sektöründe anlamlı bir sonuç bulunmadığını, diğer sektörlerde ise, şirket büyüklüğünün toplam borçların toplam aktiflere olan oranını pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Elde edilen sonuçların, Türkiye’deki sermaye yapısının sermaye yapısı teorilerine uygun olduğu, ayrıca sektörler arasında sermaye yapılarının farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

3.5. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ, VERİ SETİ ve MODEL

Çalışmada, BIST’te işlem gören 40 adet banka finansman, sigorta, finans kiralama ve holding şirketlerine ait 2008-2014 yılları arasında yıllık veriler kullanılarak muhasebe ve ekonomik değişkenlerinin sermaye yapısına etkisi araştırılmaktadır. Bu doğrultuda muhasebe değişkenleri olarak borç-aktif oranı ve net kâr değişkeni ve ekonomik değişken olarak da enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla değişkenleri açıklayıcı değişkenler seçilerek sermaye yapısı üzerindeki etkileri yıllık veriler kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile tahmin edilmektedir. Bu seçimde, verilerin ulaşılabilirliği esas alınmıştır. Araştırmada panel veri analizi kullanıldığı için panel veri regresyonunu tanımlamakta da yarar vardır.

Basit bir panel veri regresyonu modeli şu şekilde yazılabilir:

$$Y_{it} = \beta_{1,t} + \beta_2 X_{i,t} \quad (2.1)$$

Bu modelde, i birim sayısını ve t ise dönemi temsil etmektedir. En fazla n birim ve en fazla t dönemin olduğunu varsayalım. Model (2.1)'i tahmin edebilmek modelin sabitinin, eğimlerinin ve hata teriminin davranışına ve onlara ait yapılması gereken varsayımlara bağlıdır. Genellikle bu modelin tahmininde aşağıdaki varsayımlar yapılabilmektedir:

a) Zaman boyunca ve birimler arasında sabit terim ve eğim katsayıları sabit ve hata teriminin farklı olduğu varsayılmaktadır.

b) Eğim katsayıları sabittir ancak sabit terim birimlere göre değişmektedir.

Modeli tahmin etmek için en basit yöntem a şıkkından birim boyutunu kaldırmak ve genel en küçük kareler (EKK) yöntemini kullanmaktır. Bu durumda model (2.1) aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$Y_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.2)$$

Görüldüğü gibi fonksiyon 2.2'de birimler arasında sabit miktar ve eğim katsayıları değişmemektedir. Bu durumda model Havuzlanmış En Küçük Kareler (HKK) ismini alarak EKK yöntemiyle tahmin edilmektedir.

Birimler arasındaki bağımsızlığı dikkate alan diğer bir yaklaşım birimler arasında sabit miktarın farklı ve eğim katsayılarının sabit olduğunun varsayımıdır. Bu durumda denklem (2.1) aşağıdaki gibi belirlenmektedir:

$$Y_{i,t} = \beta_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.3)$$

Burada, sabit terimdeki i birimlerin özelliklerinden kaynaklanarak sabit terimin değişimini göstermektedir. Ekonometri literatüründe model (2.3)'e “sabit etkiler (SE) regresyon modeli” veya “gölge değişkenli en küçük kareler regresyon modeli” olarak adlandırılmaktadır. Sabit etkiler ifadesinin sebebi birimler arasında sabit terimin değişmesine rağmen, her birim içinde sabit terimin değişmemesidir. Modelin tahmininde Havuzlanmış en Küçük Kareler (HKK) mi yoksa Sabit Etkiler regresyon modelinin mi uygulanacağına aşağıdaki boş hipotezin sınanmasıyla karar verilmektedir.

H_0 : Birimler arasında sabit terim değişmemektedir. Dolayısıyla havuzlanmış en Küçük Kareler (HKK) (Pooling Least Squares, PLS) yöntemi kullanılmaktadır.

H_1 : Birimler arasında sabit terim değişmektedir. Dolayısıyla panel veri analiz (panel data regression) yöntemi kullanılmaktadır.

Yukarıdaki boş hipotezi sınamak için F dağılımına uyan aşağıdaki sınırlı F istatistiği kullanılmaktadır.

$$f = \frac{(R_{se}^2 - R_{hkk}^2) / (N-1)}{(1-R_{se}^2) / (NT-K-N)} \sim F(N-1, NT-K-N) \quad (2.4)$$

Burada, R_{se}^2 , R_{hkk}^2 sırasıyla Sabit Etkiler ve Havuzlanmış en küçük kareler regresyon modelinden elde edilen belirleyici katsayısı, N yatay kesit sayısı, K açıklayıcı değişken sayısı ve T ise zaman boyutudur. Eğer hesaplanan f miktarı F'e ait kritik tablo değerinden büyük olursa H_0 hipotezi reddedilip ve Panel veri (sabit etkiler regresyon modeli) yaklaşımı uygun olarak kullanılacaktır. Aslında direk olarak sabit etkiler modeli kullanılabilir ancak bu modelde serbestlik derecesi eksikliği ve çoklu doğrusal bağlantı sorunu ile karşı karşıya kalına bilir.

Rassal etkiler modelini veya hata düzeltme modelini destekleyen ekonometriciler, sabit etkiler modelini gölge değişkenler olduğu için eleştirmektedirler. Çünkü gölge değişkenlerin etkisini hata teriminde görmek daha mantıklı ve kolaydır. Bu ekonometricilere göre panel regresyon modelinde β_{1i} 'yi sabit tutmak yerine, β_1 şeklinde rassal değişken olarak tutmak daha doğrudur. Dolayısıyla her birim için sabit miktar $\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i$ şeklinde ifade edilebilir. Bu eşitlikte ε_i sıfır ortalama ve σ_ε^2 varyans olan hata terimidir.

Sabit etkiler ile rassal etkiler yöntemi arasından uygulamada uygun yöntemin seçilmesine Hausman test istatistiği vasıtasıyla karar verilmektedir. Hausman'nın test istatistiği χ^2 dağılımına uyarak aşağıda verilmektedir:

$$KH = [(\beta_{fe} - \beta_{re})' (cov_{fe} - cov_{re})^{-1} (\beta_{fe} - \beta_{re})] \sim \chi^2(K) \quad (2.5)$$

K açıklayıcı değişkenlerin sayısı, β_{fe} ve β_{re} sırasıyla sabit etkiler ve rassal etkiler modelinden elde edilen katsayı vektörü, cov_{fe} ve cov_{re} ise sırasıyla sabit etkiler ve rassal etkiler modelinden elde edilen kovaryans matrisidir. Hausman test istatistiği aşağıdaki boş hipotezi sınamaktadır:

H_0 : Rassal etkiler yöntemi uygundur.

H_1 : Sabit etkiler yöntemi uygundur.

Yukarıda değinildiği gibi Hausman test istatistiği açıklayıcı değişken sayısında serbestlik derecesi ile χ^2 dağılımına uymaktadır. Hesaplanan Hausman test istatistik değeri χ^2 'e ait tablo değerinden büyükse, başka bir değişle olasılık değeri 0.05'ten küçükse rassal etkiler yöntemini uygun gören boş hipotez reddedilmekte ve sabit etkiler yöntemi uygulanmaktadır.

Modelde kullanılan bağımlı değişken toplam borçların özsermayedeki oranından elde edilen sermaye yapısının logaritması (LSY) olarak tanımlanmaktadır. Modellerdeki bağımsız değişkenler ise borç-aktif oranı, net kâr, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve gayri safi yurt içi hâsıla, net kâr dışında hepsi logaritma şeklinde olmaktadır. Modelde kullanılan ve teste tabi tutulan bütün değişkenlere ait veriler ilgili sitelerden (İsyatirim, <http://isyatirim.com.tr>; Kap <http://kap.gov.tr>, Tcmb, <http://tcmb.gov.tr>, Tuik, <http://tuik.gov.tr> ve Worldbank, <http://worldbank.org> vb. Erişim Tarihi: 01. 02. 2016) toplanmıştır. Değişkenlere ait anlam, tanım ve veri kaynağını gösteren özet tablo aşağıda düzenlenmiştir.

Tablo:3.1. Çalışmanın Değişkenleri ve Hesaplama Yöntemi

Değişken	Anlam	Tanım	Veri Kaynağı
LSY	Sermaye Yapısı	$\frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Öz Sermaye}}$	İşyatırımdan Elde Edilerek Hesaplanmıştır
LBAO	Borç-Aktif Oranı	$\frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$	İşyatırımdan Elde Edilerek Hesaplanmıştır
TO	Net Kâr*(Net Kâr Yerine Temettü Ödeme Kullanılmıştır)	Net Kâr	İşyatırım
LINF	Tüketici Fiyat Endeksinden Hesaplanmış Olan Enflasyon	$\frac{TÜFE_t - TÜFE_{t-1}}{TÜFE_{t-1}} \times 100$	WDI Dünya Bankası
LIR	Faiz Oranı	TL Üzerinden Açılan Mevduat Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranlarının Basit Yıllık Ortalaması	TCMB'ından Elde Edilerek Hesaplanmıştır.
LDK	Döviz Kuru	TL / Abd\$	Paracevirici.Com/Doviz-Arsiv/Merkez-Bankasi/Gecmis-Tarihli-Doviz/Amerikan-Dolari
LGSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla(2005 \$)	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla(2005 \$)	WDI Dünya Bankası

Sermaye yapısının bağımsız değişkenlere olan esnekliklerini hesaplamak için negatif değerlere sahip olan net kâr değişkeni dışında bütün değişkenlere ait veriler logaritma şeklinde modele dâhil edilmektedir.

EViews9 programında hesaplanmıştır. * %1 ve ** %5 önem seviyesinde anlamlıdır.

Değişkenlerin durağanlık sınamalarını gösteren tablo 3.2'ye göre, bütün değişkenler ortak birim kök süreci Levin, Lin & Chu t, sınama sonucu olarak düzeyde durağan bulunmuştur. Dolayısıyla değişkenlere ait regresyonun doğru olduğu tespit edilerek eşbütünleşme sınamasına gerek duyulmamaktadır.

3.5.2. Tahmin Sonuçları

Modelde kullanılan değişkenlerin tanıtları ve birim kök testleri yapıldıktan sonra belirlenen modelin tahmini ele alınabilmektedir. Bu doğrultuda modelin tahmininde Havuzlanmış en küçük kareler (HKK) mi yoksa Sabit Etkiler regresyon modelinin mi uygulanacağına dair aşağıdaki boş hipotez sınanmaktadır.

H_0 : Birimler arasında sabit terim değişmemektedir. Dolayısıyla Havuzlanmış en küçük kareler (HKK) (Pooling Least Squares, PLS yöntemi kullanılmaktadır.

H_1 : Birimler arasında sabit terim değişmektedir. Dolayısıyla panel veri analizi (panel data regression) yöntemi kullanılmaktadır.

Bu hipotezin sınanması için F istatistiği hesaplanarak tablo3.3'de verilmektedir.

Tablo 3.3. Hesaplanan F Değeri, F-Prob Değeri ve Kullanılabilecek Olan Uygun Yöntem

Cross-Section F			Cross-Section Chi-Square			Yöntem
Değer	d.f	Prob	Değer	d.f	Prob	
25.83	(39,234)	0.000	467.22	39	0.000	Panel

EViews9 programında hesaplanmıştır.

Tablo 3.3'de hesaplanan F istatistiğine göre, modelde farklı sabit terimler bulunarak panel veri analizi uygun bulunmaktadır.

Panel veri analizinde sabit etkiler yaklaşımı veya rassal etkiler yaklaşımının kullanılmasına aşağıdaki boş hipotezin Hausman testi ile sınanmasıyla karar verilecektir.

H_0 : Rassal etkiler yönteminin kullanılması uygundur

H_1 : Sabit etkiler yönteminin kullanılması uygundur

Hausman test istatistiği ile χ^2 dağılımına tabi olarak sınanmaktadır.

Eğer hesaplanan Hausman değeri χ^2 'ye ait tablo değerinden büyük olursa H_0 hipotezi reddedilerek sabit etkiler yaklaşımı uygulanacaktır. Eğer hesaplanan Hausman istatistiği χ^2 'ye ait tablo değerinden küçük olursa o zaman H_0 hipotezi reddedilmemekte ve rassal etkiler modeli uygulanmaktadır. Araştırmada yer alan şirketlerde hesaplanan χ^2 değeri, χ^2 (prob) değeri ve kullanılabilecek olan uygun yöntem aşağıdaki tablo 3.4.de verilmektedir.

Tablo 3.4. Hasman Test İstatistik Değerleri

Cross-Section Random			Yöntem
Chi-Square Statistic	Chi-Sq. D.F	Prob	
20.85	6	0.0000	Sabit Etkiler

EViews9 programında hesaplanmıştır.

Tablo 3.4'de göre, modelin tahmininde panel regresyonu sabit etkiler modeli uygun bulunmaktadır. Dolayısıyla araştırma modeli sabit etkiler yöntemi ile tahmin edildiğine göre sabit etkiler modeline ait birimler arası korelasyonun var olup olmadığını test etmek zorunlu bulunmaktadır. Panel veri modellerinde genel varsayımlardan bir tanesi, hata terimlerinin birimlere göre bağımsız olduğudur, ancak yatay kesit birimler boyunca hataların eşzamanlı korelasyona sahip olması genellikle görülebilmektedir. Bu durumda korelasyon matrisinin birim matris olmasını engellemektedir. Bu nedenle birimler arası korelasyonsuzluk varsayımı test edilmelidir. Birimler arası korelasyonun varlığını sınamak için Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi, Pesaran'ın testi, Friedman'ın testi ve Frees'in testi önerilmiştir. T, zaman boyutunun büyük ve N, birim sayısının küçük ($T > N$) olduğu durumlarda, standart Breusch-Pagan LM testi kullanılması daha doğru sonuçlar vermektedir. Pesaran (2004) T'nin küçük ve N'nin büyük ($N > T$) olduğu durumlarda birimler arası korelasyonun varlığını test etmek için Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testine alternatif olarak CD testini önermiştir.

Monte Carlo benzetimleri ($N > T$) olduğu zaman standart Breusch-Pagan LM testinin performansının kötü, Pesaran'ın CD testinin iyi olduğunu göstermiştir (Yerdelen T. F., 2012, 214-217).

Bu çalışmada birimler arası korelasyon (yatay kesit bağımlılık) testi $N > T$ olduğu için Pesaran'ın CD test istatistiği ile sınanmış ve hesaplanan değerler ve olasılık değerleri aşağıdaki tablo 3.5'de verilmiştir.

Tablo 3.5. Yatay Kesit Bağımlılığının Breusch-Pagan LM Testi ve Pesaran'ın CD Test Sonuçları

N	T	İstatistik	Prob	Test
40	7	-1.48	0.1391	Pesaran CD

EViews9 programında hesaplanmıştır.

Tablo 3.5’de görünen Pesaran CD testine göre, modelde birimler arası korelasyonsuzluğunu (yatay kesit bağımsızlığını) ifade eden boş hipotez reddedilmemektedir. Dolayısıyla modeldeki birimlerin performansları bir birlerini etkilememektedir. Elde edilen bu sonuçlara göre, modelin panel regresyonu sabit etkiler yöntemi ile tahmin edilen sonuçlar aşağıdaki tablo 3.6’da verilmektedir.

Tablo 3.6. Sermaye Yapısı (LSY) Bağımlı Değişken Olarak Modelin Panel Regresyonu Sabit Etkiler Yöntemi İle Tahmin Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart hata	T istatistiği	Prob
C	-10.92	4.76	-2.29	0.02
LBAO	1.11	0.009	118.99	0.00
TO	-1.4E-11	2.13E-11	-0.65	0.51
LINF	-0.1	0.017	-5.93	0.00
LIR	-0.37	0.039	-9.5	0.00
LDK	0.62	0.075	8.29	0.00
LGSYH	0.31	0.18	1.69	0.09
R ² =0.99 F=3987 F-Prob=0.000 D.W.= 2.20				

EViews9 programında hesaplanmıştır.

Tablo 3.6.’da verilen tahmin sonuçlarına göre, net kâr (TO) dışında diğer bütün değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi anlamlı bulunmaktadır. Net Kâr değişkeninin sermaye yapısı üzerindeki etkisi negatif ve sifıra yakın olarak çok zayıf bulunmaktadır. Ayrıca bu değişkenin etkisi istatistiksel olarak anlamsız bulunduğu için sermaye yapısında etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Modelde bir diğer madi değişken olan Borç-Aktif oranı sermaye yapısını pozitif etkileyerek artırmaktadır. İşletmelerin toplam borçlarının toplam aktiflere kıyasla artması sermaye yapısının yabancı kaynaklardan oluşması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla bu iki değişken arasında pozitif etkileşim bulunmaktadır. Adı geçen değişken katsayısının tahminine göre, Borç-Aktif Oranında meydana gelen %1’lik bir artış sermaye yapısının yabancı kaynaklardan oluşmasında %1.11’lik bir artışa sebep olmaktadır. Bunun anlamı işletmelerin yabancı kaynakları daha etkin kullanmaları demektir. İşletmelerin yabancı kaynaklardan daha fazla yararlanmaları iki açıdan önemli olabilmektedir. Birincisi, işletmeler finans kurumları ile firmaların yeterince güvenlerini sağlamışlardır. Başka bir ifadeyle işletmeler banka ve diğer finans kurumlara yeterince

güven sağlamışlardır demektir. İkinci sebep ise işletmeler faaliyetlerini borçlar vasıtasıyla daha fazla genişletebilir ve atıl kaynakları verimli kullanarak ekonomiyi de katkıda bulunabilmekte olabilirler. Tahmin edilmiş olan bu etki istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlıdır.

Modeldeki bütün iktisadi değişkenlerin sermaye üzerindeki etkileri yorumlanabilir ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Enflasyon oranı sermaye yapısını etkileyen faktörlerden en önemlisidir. Enflasyon mal ve hizmet genel fiyat düzeyinin sürekli ve düzensiz artması olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon satın alma gücünü azaltır ve ekonomik düzensizliklere neden olur. Drobetz ve diğerleri (2007) işletme yöneticilerinin finansal kararlarında enflasyonun önemli olduğunu vurgulamışlardır. Bu araştırmacılara göre, uzun dönemde enflasyon oranının artması sebebiyle işletmelerde fon girişi iyileşerek rezervleri ve dağıtılmamış kârları artıracaktır. Dolayısıyla bu fonlar sermaye kaynağı olarak kullanılarak mali destekleri azaltabilirler. Başka bir ifadeyle enflasyon oranının sermaye yapısı üzerinde negatif etkisi beklenmektedir. Çalışma kapsamındaki işletmelerin sermaye yapısı üzerinde enflasyonun etkisi beklediği gibi negatif bulunmuştur. Bu değişkenin sermaye yapısındaki etkisi -0.1 bulunmaktadır. Bu katsayıya göre, enflasyon oranında meydana gelen %1’lik bir artış, sermaye yapısında yabancı kaynak yerine öz kaynaklar kullanılarak sermaye yapısında %0.1’lik bir azalışa neden olmaktadır. Bu etki istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Faiz oranında herhangi bir artış yatırımcıların kâr beklentilerini artıracak ve risksiz devlet bonolarının getirisinde de artış meydana getirecektir. Bu da işletmelerin finans maliyetlerini artıracaktır. İşletme yöneticileri her zaman düşük maliyetli finans sağlamak için sermaye bünyesindeki yabancı ve yüksek maliyetli kaynakları azaltarak iç kaynaklardan yararlanma yoluna gideceklerdir. Bunun anlamı faiz oranı ile sermaye yapısı arasında negatif ilişki olmasıdır. Teorik olarak beklenildiği gibi çalışma sonuçlarına göre, sermaye yapısı üzerinde faiz oranının negatif etkisi bulunmaktadır. Tahmin edilen etki -0.37’dir. Bu katsayıya göre, faiz oranında meydana gelen %1’lik bir artış, çalışma kapsamına giren işletmelerin sermaye yapısında %0.37’lik bir azalmaya sebep olmaktadır. Bu katsayı istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı çıkmıştır.

Döviz kuru da işletmelerin finansmanında önemli role sahiptir. Döviz kuru bir ülkenin para biriminin diğer bir ülke para birimi bazındaki değeri olarak

tanımlanmaktadır. Bu çalışmada döviz kuru ABD Dolarının TL bazındaki fiyatı olarak kullanılmıştır. Genellikle sermayelerini yabancı ülkelerden sağlayan işletmeler döviz kurundan daha fazla etkilenebilmektedirler. Döviz kurunda meydana gelen artışlar işletmelerin borç tutarını artırarak toplam borç-özsermaye oranının yükselmesine sebep olur. Bunun anlamı döviz kuru ile sermaye yapısı arasında pozitif ilişki demektir. Teorik temellere dayalı beklentilerin aksine çalışmada döviz kurunun sermaye yapısı üzerindeki etkisi pozitif çıkmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, döviz kurunda meydana gelen %1’lik bir artış, sermaye yapısında %0.62’lik bir artışa sebep olmaktadır. Elde edilen etki diğer çalışma sonuçlarına uymamaktadır. Döviz kurunun sermaye yapısındaki etkisi istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Gayrı Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYH) bir ülke sınırları içerisinde bir yıl boyunca üretilen nihai mal ve hizmet değeri demektir. GSYH’da meydana gelen artış neticesinde gelirlerin artması tasarrufları artırabilir, faiz oranı düşebilir ve dolayısıyla borçlanma maliyeti azalarak işletmeler sermaye oluşumunda daha fazla borçlanabilirler. Çalışmadaki tahmin sonuçlarına göre, GSYH’da meydana gelen %1’lik bir artış sermaye yapısında %0.31’lik bir artışa sebep olmaktadır. Bu etki istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı bulunmaktadır. Ancak elde edilen bu sonuç Fanelli ve Keifman araştırma sonuçlarının tersi olmuştur.

Modelde R^2 ve F istatistikleri modelin yüksek seviyede iyi olduğunu göstererek modelin doğru model olduğunu ifade etmektedir. Modelde kalıntılar arasında otokorelasyonun olduğunu Durbin-Watson istatistiği gösterdiği için, modele AR(1) dahil edilerek bu sorun da çözülmüştür.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Çalışmada, BIST’te işlem gören 40 adet banka, finansman, sigorta, finansal kiralama ve holding şirketlerine ait 2008-2014 yılları arasında yıllık veriler kullanılarak mali ve iktisadi değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi panel veri analizi yöntemi ile araştırılmaktadır.

Modelin tahmin sonuçlarına göre, net kâr dışında diğer bütün değişkenler sermaye yapısı üzerinde yorumlanabilir etkiye sahiptirler. Tahmin sonuçlarına göre, net kâr değişkeni dışında araştırmadaki diğer değişkenlerin araştırma kapsamındaki şirketlerin sermaye yapısı üzerindeki etkileri anlamlı bulunmuştur. Tahmin sonuçlarına göre, muhasebe değişkeni olan Borç-Aktif oranının sermaye yapısı üzerindeki etkisi 1.11 olarak en büyük etkiye sahip olmuştur. Sermaye yapısı üzerinde iktisadi değişkenlerin etkisi de araştırılmış ve bu değişkenler arasında en büyük etki döviz kuruna ilişkindir. Genellikle sermayelerini yabancı kaynaklardan finans eden işletmeler döviz kurundan daha fazla etkilenmektedirler. Döviz kurunda meydana gelen artışlar işletmelerin borç değerlerini artırarak toplam borç-özsermaye oranının yükselmesine sebep olur.. Bunun anlamı döviz kuru ile sermaye yapısı arasında pozitif ilişki demektir. Teorik temellere dayalı beklentilerin aksine çalışmada döviz kurunun sermaye yapısı üzerindeki etkisi pozitif çıkmıştır. Tahmin sonuçlarına göre, döviz kurunda meydana gelen %1’lik bir artış, sermaye yapısında %0.62’lik bir artışa sebep olmaktadır. Ayrıca elde edilen bu pozitif etkileşim sonuçları diğer çalışmalarla da, örneğin, Fenelli ve Keifman (2002), Antoniou, Guney ve Paudyal (2006) ve Bokpin (2009) sonuçlarıyla uyum sağlamıştır. Döviz kurunun sermaye yapısındaki etkisi istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Ekonomik değişkenler içinde döviz kurundan sonra sermaye yapısında negatif olarak en etkin değişken olarak faiz oranı bulunmuştur. Bunun sebebi ise, faiz oranında herhangi bir artış yatırımcıların kâr beklentilerini artıracak ve risksiz devlet bonolarının getirisinde da artış meydana gelecektir. Bu da, işletmelerin finansal maliyetlerini artıracaktır. İşletmeler, her zaman düşük maliyetli finans olanakları aradıkları için, sermayedeki yabancı ve yüksek maliyetli kaynakları azaltarak iç kaynaklardan yararlanma yoluna gitmektedir. Faiz oranının tahmin edilen etkisi -0.37’dir. Bu katsayıya göre, faiz oranında meydana gelen %1’lik bir artış çalışma kapsamına giren işletmelerin sermaye yapısında %0.37’lik bir azalmaya sebep olmaktadır. Bu katsayı

istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı çıkmıştır. Ayrıca, elde edilen bu sonuç Bokpin (2009) araştırmasından elde edilen sonuçla uyumludur.

İktisadi değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde üçüncü etkin değişkeni GSYH olarak tahmin edilmiştir. Bu değişkenin etkisi pozitif bulunmuştur. Bunun sebebi ise, GSYH'da meydana gelen artış neticesinde gelirlerin artması tasarrufları artabilir, faiz oranı düşebilir ve dolayısıyla borçlanma maliyeti azalacağından işletmeler sermaye sağlarken daha fazla borçlanma yoluna gidebileceklerdir. Dolayısıyla GSYH artışı neticesinde sermaye yapısı güçlenebilir ve bu iki değişken arasında pozitif ilişki bulunabilir denebilir. Çalışmadaki tahmin sonuçlarına göre, GSYH'da meydana gelen %1'lik bir artış sermaye yapısında %0.31'lik bir artışa sebep olmaktadır. Bu etki istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı bulunmaktadır.

Sermaye yapısını etkileyen iktisadi değişkenlerin bir diğeri de enflasyon oranıdır. Sermaye yapısı üzerinde bu değişkenin etkisi teorik temele uyumlu olarak negatif bulunmuştur. Araştırmacılara göre, uzun dönemde enflasyon oranının artması sebebiyle işletmelerde fon girişi iyileşerek, rezervleri ve dağıtılmamış kârları artıracaktır. Dolayısıyla bu fonlar sermaye kaynağı olarak kullanılarak mali destekleri azaltabilirler. Başka bir ifadeyle, enflasyon oranının sermaye yapısı üzerinde negatif etkiye sahip olması beklenmektedir. Çalışma kapsamındaki işletmelerin sermaye yapısı üzerinde enflasyon etkisi beklentiler gibi negatif bulunmuştur. Bu değişkenin sermaye yapısındaki etkisi -0.1 bulunmaktadır. Bu katsayıya göre, enflasyon oranında meydana gelen %1'lik bir artış, sermaye bileşiminde yabancı kaynak yerine öz kaynaklar kullanılarak sermaye yapısında %0.1'lik bir azalışa neden olmaktadır. Bu etki istatistiksel olarak %1 önem seviyesinde anlamlı bulunmuştur.

Sermaye yapısında iktisadi değişkenlerin etkisinin tahmin sonuçlarına göre, makro politikacılar ve karar vericilerin makro değişkenlerin belirlenmesi ve değişmesi ile ilgili politika uygulamalarında makro hedeflerin yanı sıra şirketlerin performansındaki etkilere de odaklanmaları önerilmektedir. Ayrıca şirket yöneticilerinin finansal kararlarında sermaye yapısını etkileyen faktörlere özel ilgi göstermeleri de önerilmektedir. Mali değişkenlerin sermaye yapısındaki etkileri göz önüne alındığında, BIST performansını izleyen şirket dışındaki karar vericilerin ilgilerini geçeceği söylenebilir.

Bu önerilerin yanında, araştırmacıların sermaye yapısındaki diğerk değişkenlerin etkisini de araştırmaları önerilir. Örneğinkâr yönetimi gibi değişkenlerin de sermaye yapısı üzerindeki etkisi araştırılabilir. Çünkü, bazı şirketler alacaklar ve borçlar gibi nakit olmayan hesapları yöneterek kâr yönetimi yapmaktadırlar.



KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol BasımYayın.
- Akgüç, Ö. (2006). *Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi*. İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık.
- Akhtar, S. Oliver, B. (2005). “The Determinants of Capital Structure For Japanese Multinational And Domestic Corporations”, <http://ecocomm.anu.edu.au/research/papers/pdf/0601.pdf>. (Erişim Tarihi:25.01.2015).
- Müslümov, A. G. ve Alövsat. (2004). *Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: Oecd Ülkeleri ve Türkiye Örneği*. Kurumsal Yatırımcılar Derneği Yayınları, 83.
- Arnold, G. (1998). *Corporate Financial Management*. England: Financial Times Prentice Hall. 791.
- Babuşçu, I. Adalet, H. (2008). *SPK İleri Düzey Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*. 2. Baskı, Akademi Consulting & Training.
- Bancel, F. Mittoo, V. U. (2004). “The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms”. *Financial Management*, 33 (4), 103- 132.
- BERK, N. (1990). *Finansal Yönetim*. Stanbul: Bilim Teknik Yayın Evi.
- Bhaduri, S. N. (2002). “Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence From the Indian Corporate Structure”. *Journal of Economics and Finance*, 26 (2), 200-216.
- Bontempi, M.E. (2002). “The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: İts Relevance For Italy”. *Empirical Economics*, 27 (1), 1–22.
- Brigham, E. F. Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management*. Mason Ohio: South-Western Educational Publication. 617.
- Buferna, F. Bangassa, K. Hodgkinson, L. (2005). “Determinants of Capital Structure Evidence From Libya”. *University of Liverpool Research Paper Series*, 8, 1-32.
- Burgman, T. A. (1996). An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 27 (3). 553-570.

- Can, Y. (2006). *Türk İmalat Sanayi'nin Finansmanında Banka Kredilerinin Rolü: Modigliani-Miller Teoremi* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Türkiye: Muğla Üniversitesi.
- Cassar, G. Holmes, S. (2003). "Capital Structure And Financing of Smes: Australian Evidence". *Accounting and Finance*, 43, 127-140.
- Ceylan, A. Turhan K. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim, 9. Baskı*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Chen, Y. Hammes, K. (1997). "Capital Structure, Theories And Empirical Results-A Panel Data Analysis". [Bildiri]. *Conference on Financial Regulation at Groningen*, Netherlands.
- Cohen, R. (2004). "An Implications of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems On the Relation Between Equity And Debt". 1-3. (www.rdcohen.50megs.com/MMabstract.pdf).
- Day, G. Liam, F. (1988). "Valuing Market Strategies," the *Journal of Marketing*, 52 (3), 45-52.
- Dean, J. (1969). *Capital Budgeting: Top Management Policy on Plant, Equipment and Product Development*. New York: Columbia University Press.
- Diacogiannis, G. P. (1994). "Financial Management A Modelling Approach Using Spreadsheets", England: McGraw-Hill Book Company.
- Dokur, İ. (2005). *Bankacılık Krizleri ve Asimetrik Bilgi Sorunu: Teori ve Türkiye Üzerine Uygulama* (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Kayseri: Erciyes Üniversitesi.
- Erdogan, M. (1990). *İşletme Finansmanı*. Diyarbakır: Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu.
- Erdoğan, N. L. E. "Genel Muhasebe". Türkiye: Anadolu Üniversitesi Yayını (<http://www.erkankaraarslan.org/wp-content/uploads>).
- Ezzell, J. Porter, B. (1976). "Flotation Costs and the Weighted Average Cost of Capital". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (11), 403-413.

- Fama, E. French, R. K. (2002). "Testing Trade Off And Pecking Order Predictions About Dividends And Debt" the *Review of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Frank, M., Goyal, V. K. (2005). "Tradeoff And Pecking Order Theories of Debt". *Working Paper*, University of British Columbia, 8.
- Frielinghaus, A. Mostert, B. ve Firer, C. (2005). "Capital Structure And the Firm's Life Stage" *South Africa Journal of Business Management*, 36 (4), 9-18.
- Frydenberg, S. (2004). "Determinants of corporate capital structure of Norwegian manufacturing firms". *Trondheim Business School Working Paper*, (6), 8-23.
- Harris, M. Raviv, A. (1990). "Capital Structure and Informational Role of Debt". the *Journal of Finance*, 45 (2), 321-349.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). "The Theory of Capital Structure". *Journal of Finance*, 46 (1), 297-355.
- Hubbard, R. G. (2002). *The Financial System And the Economy*. Addison Wesley Publishing Company, 260.
- Jaggi, B. Gul, F. A. (1999). "An Analysis of Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows And Size On Corporate Debt Policy". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12 (4), 371-381.
- Jensen, M. C. Meckling, H. W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure". *Journal of Financial Management*, 3 (4), 305-360.
- Jung, K. & Kim, Y. & Stulz, R. (1996). "Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, And the Security Issue Decision" *Journal of Financial Economics*, 42 (2), 159-185.
- Karacan, A. İ. (2000). *Bankacılık ve Kriz: Bir Yazın Taraması*, İstanbul: Creative Yayıncılık.
- Krasker, W. (1986). "Stock Price Movements In Response To Stock Issues Under Asymmetric Information". *Journal of Finance*, Vol: 41, 93-105.
- Megginson, W. (1997). *Corporate Finance Theory*. Massachusetts, USA: Addison-Wesley Inc., 305-306.

- Mishkin, F.S. (1995) *The Economics of Money, Banking And Financial Markets*. Harper Collins College Publisher, , 83.
- Myers, S. (1984). “The Capital Structure Puzzle”. *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Myers, S. Majluf, N. (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that do not Have”. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Narayanan, M. P. (1988). “Debt Versus Equity Under Asymmetric Information”. the *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 23 (1), 39-51.
- Noe T. H. Rebello, M. J. ve Wang, J. (2003), “Corporate financing: an artificial agentbased analysis”. *Journal of Finance*, 58 (3), 943- 973.
- Ooi, J. T. L. (1999). “The debt maturity structure of UK property companies”. *Journal of Property Research*, 16 (4), 293-307.
- Özaltın, O. (2006). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Pagano, M. (2005). *The Modigliani-Miller Theorems, A Cornerstone of Finance*. CSEF, WP: 139.
- Pike, R. Neale, B. (2003). *Corporate Finance and Investment Decision Strategies*. England: Prentice Hall, Harlow, 20-21.
- Ross, Stephen A. Westerfield, R. W. JAFFE ve Jeffery, F. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance, 6th Edition*. USA: Mcgraw-Hill.
- Ryen, T. Glen, M. & Vasconcellos, G. ve Kish, J. R. (1997). “*Capital Structure Decisions: What Have We Learned?*”. *Business Horizons*, 41.
- Sayılğan, G. Karabacak, H. ve Küçükkocaoğlu, G. (2006). “The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data”. <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselcapstrpaper.pdf>. Erişim Tarihi: 01.04.2015
- 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.

- Suto, M. (2003). "Capital Structure And Investment Behavior of Malaysian Firms In the 1990s: A Study of Corporate Governance Before the Crisis". *Corporate Governance: An International Review*, 11 (1), 25-39.
- Teplova, T. V. (2000). *Finansoviy Menedjment: Upravlenie Kapitalom i Investitsiyam*. Moskova: GU VSE, 152-153.
- Tunca, Z. (1984). *Ekonomi Ansiklopedisi*, Cilt3, İstanbul: Paymaş Yayınları
- Türko, M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa Yayınevi, 498-507.
- Türko, M. (2002). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa Yayınları, 490-491.
- Van Horne, J. (1971). *Financial Management and Policy*, New Jersey: Prentice-Hall, 201-204.
- Van Horne, J. (2002). *Financial Management and Policy*, 12. Baskı. New Jersey Prentice Hall, 383-384.
- Van Horne, J. (2002). *Financial Management and Policy*, 12. Baskı, New Jersey: Prentice Hall, 211-212.
- Welch, I. (2006). *A First Course in Corporate Finance*. Brown University Press.
- Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri, Devlet Planlama Teşkilatı*. Ankara: 21.
- Yülek, M. (2011). "Küresel Bakış: Nakit Fazlasını Ne Yapalım?," Dünya Online, 07.02.2011, <http://www.dunya.com/nakit-fazlasini-ne-yapalim-113511yy.htm>, Erişim Tarihi:28.10.2015). Ymmogut, <http://www.ymmogut.com/dosyalar>, , Erişim Tarihi: 10.09.2015(Giv, <http://www.giv.org.tr/userfiles/files>, Erişim Tarihi: 07.09.2015)

İNTERNET KAYNAKÇA

- Bilgaz, <http://bilgaz.net>, Erişim Tarihi: 08.12.2015
- Dunya, <http://dunya.com>, Erişim Tarihi: 28.10.2015
- Erkankaraarslan, <http://www.erkankaraarslan.org>, Erişim Tarihi: 09.08.2015
- Giv, <http://www.giv.org.tr/userfiles/files>, Erişim Tarihi: 07.09.2015
- Hikmetgunes, <http://hikmetgunes@turmob.org.tr>, Erişim Tarihi: 09.05.2015

İsyatirim, <http://isyatirim.com.tr>; Erişim Tarihi: 01. 02. 2016

Kap <http://kap.gov.tr>, Erişim Tarihi: 01. 02. 2016

Kulamyo; <http://kulamyo.cbu.edu.tr>, Erişim Tarihi: 03.02.2016

Megep, <http://megep.meb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 07.09.2015

Myomuhasebe, <http://myomuhasebe.tr.gg>, Erişim Tarihi: 09.08.2015

Selcuk, <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/filesi>, Erişim Tarihi: 2016.01.22

Spk, <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tarihi: 07.12.2015

Tcmb, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 09.06.2015

Tkhk , <http://www.tkhk.gov.tr>, Erişim Tarihi: 09.07.2015

Tuik, <http://tuik.gov.tr> , Erişim Tarihi: 01. 02. 2016

Uye, <http://uye.yaklasim.com>, Erişim Tarihi: 12.04.2016

Worldbank, <http://worldbank.org>, Erişim Tarihi: 01. 02. 2016

Ymmogut, <http://www.ymmogut.com/dosyalar> , Erişim Tarihi: 10.09.2015

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	KHADIJEH AGHAPOUR
Doğum Yeri ve Tarihi	İran- Ahar- 01.08.1979
Eğitim Durumu	
Lisans Öğrenimi	İşletme
Y. Lisans Öğrenimi	İşletme
Bildiği Yabancı Diller	Türkçe- Azerice- Farsça- İngilizce(okuma yazma)
Bilimsel Faaliyetleri	1. İran'da gelir dağılımı üzerine doğrudan yabancı yatırımın etkisi. 2. İran şeker sektöründeki ihracatın karşılaştırmalı üstünlüğünün incelenmesi. 3. Muhasebe ve Şirket Özelliklri Değişkenlerinin Bist'de İşlem Gören Banka ve Sigorta Şirketlerinin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri 4. E-Ticaret Ortamında Denetim Avantajları
İş Deneyimi	
Stajlar	---
Projeler	---
Çalıştığı Kurumlar	Özel Şirketler
İletişim	
E-Posta Adresi	khadijehaghapour@yahoo.com
Tarih	25.05.2016