



İSTANBUL TİCARET
ÜNİVERSİTESİ

T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANALİTİĞİ ANABİLİM DALI

İŞLETME ANALİTİĞİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

İŞLETMELERİN SERMAYE MİKTARI, ORTAKLIK YAPILARI
VE PİYASADAKİ FAALİYET SÜRELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Yüksek Lisans Tezi

Kaan Buğra Kan

İstanbul, 2024



İSTANBUL TİCARET
ÜNİVERSİTESİ

T.C.

İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANALİTİĞİ ANABİLİM DALI

İŞLETME ANALİTİĞİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

İŞLETMELERİN SERMAYE MİKTARI, ORTAKLIK YAPILARI
VE PİYASADAKİ FAALİYET SÜRELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Yüksek Lisans Tezi

Kaan Buğra Kan

200023279

Danışman: Prof. Dr. Münevver Turanlı

İstanbul, 2024

ETİK BEYAN SAYFASI

Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İstanbul Ticaret Üniversitesi Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamiyla uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesi'nin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

Kaan Buğra Kan

TEŐEKKÜR

Bu tez, birçok insanın emeği ve desteğiyle hayat buldu. İlk olarak, tez danıőmanım Prof. Dr. Münevver Turanlı'ya, akademik bilgisi ve deneyimiyle yönlendirmeleri için minnettarım. Her aşamada gösterdiği sabır ve destek, bu sürecin daha anlamlı hale gelmesine yardımcı oldu. Bu serüvene başlamama vesile olan değerli hocam Prof. Dr. Nihat Alayoğlu'na sağladığı derinlemesine bakış açıları ve kritik geri bildirimleri için özel teşekkürlerimi sunarım. Son olarak, ailem her zaman yanımda olarak bana güç verdi; onların sevgisi ve desteği olmadan bu yolculuğu tamamlayamazdım. Hepinize sonsuz teşekkürler.

İŞLETMELERİN SERMAYE ORTAKLIK YAPILARININ PİYASADAKİ FAALİYET SÜRELERİ VE KARLILIKLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Kaan Buğra KAN

ÖZET

Ticari büyüme, bir işletmenin değerini etkileyebilecek çok önemli bir faktördür. Ticari büyüme işletmelerin kendilerini daha geniş ekonomik sisteme veya sektöre özgü ekonomik sisteme entegre etme kabiliyetini ölçmektedir. Yatırımcılar açısından bakıldığında, bir şirketin genişlemesi, işletmenin olumlu bir yönünü ifade etmekte ve yatırım beklentilerini de etkileyebilmektedir. Yatırım fırsatlarının varlığı, işletmenin gelecekteki büyüme yörüngesine ilişkin olumlu bir gösterge sağlayabilmekte ve sonuç olarak değerini yükseltebilmektedir. İşletmenin değeri, büyümesinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Yukarıda bahsedilen sonuçlar, bir işletmenin değerinin büyümesinden etkilenmediği fikrini çürütmektedir. Bir işletmenin sahiplik yapısı, sermaye ortaklığı yapısı, karlılığı ve büyümesinin değeri üzerindeki ilişkisinin analiz edilmesinin sonuçlarında tutarsızlık olduğu için, bu çalışma İstanbul Ticaret Odası'na kayıtlı işletmelerin pazarında sermaye ortaklığı yapısının, karlılık ve faaliyet süresi arasındaki ilişkiyi araştırmayı amaçlamaktadır.

Sonuçlar; işletmelerin çoğunluğu ilk 6 yılında şahıs şirketinden limited şirkete dönüşmektedir. Açılan işletme şubesinden çok kapanan işletme şubesi bulunmaktadır. Hem limited şirketleri hem de şahıs şirketlerinin şubeleri ilk yıllarında faaliyetlerini sonlandırmaktadır. 5 ve üzeri ortağı olan limited şirket sayısı oldukça azdır. Bu şirketlerinden çoğunluğu 500.000 TL ve altı sermaye miktarında yoğunlaşmaktadır. 1, 2 veya 3 ortak sayısına sahip limited şirketlerinde sermaye miktarı artsa bile şirketlerin sayısı kayda değer seviyede kalmaktadır. İşletmelerin limited şirketi veya şahıs şirketi olması ile faaliyet süresi arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Limited şirketleri şahıs şirketlerine göre daha uzun yıllar faaliyet süresine sahiptir. İşletmelerin sermaye miktarı ile sermaye artımı arasında, işletmelerin sermaye miktarı ile ortak sayısı arasında ve işletmelerin sermaye artımı ile ortak sayısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: İşletme, Sermaye ortaklık yapısı, Piyasa faaliyet süresi, Karlılık.

THE RELATIONSHIP BETWEEN THE CAPITAL SHAREHOLDING STRUCTURE OF ENTERPRISES, THE DURATION OF THEIR ACTIVITY IN THE MARKET AND THEIR PROFITABILITY

Kaan Buğra KAN

ABSTRACT

Business growth is a significant factor that can influence the value of a business. It assesses the degree to which businesses can integrate themselves into the broader economic system or the economic system specific to their industry. From the perspective of an investor, the expansion of a business is indicative of a favorable aspect of the business and has an impact on investment prospects. The presence of investment opportunities provides a positive indication of the business's future growth potential, which can result in an increase in the business's value. The growth of a business influences the value of the business. The present study challenges the previous results that indicated business growth had no impact on the value of the business. The inconsistent findings in regards to the effects of ownership structure, capital shareholding structure, profitability, and business growth on the value of the business have led to this examination of the effect of the capital partnership structure on profitability and operating times in the market for businesses registered in the Istanbul Chamber of Commerce.

The data reveals that most businesses undergo a transformation from sole proprietorships to limited liability companies within their initial six years of operation. Additionally, there are more instances of business closures than there are of new business branches opening. It has been observed that both limited liability companies and branches of sole proprietorships tend to discontinue their operations within the first year of establishment. Additionally, only a small number of limited companies have five or more partners, with the majority of such companies having a capital of 500,000 TL or less. Despite an increase in capital, limited companies with one, two, or three partners continue to constitute a significant portion of the total number of companies. A significant statistical correlation exists between the type of business structure and the duration of operation. Specifically, limited liability companies demonstrate a longer operating lifespan than sole proprietorships. There is a significant relationship between the amount of capital of enterprises and capital increase, between the amount of capital of enterprises and number of shareholders, and between the amount of capital increase of enterprises and number of shareholders.

Keywords: Business, Capital shareholding structure, Market activity period, Profitability.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR	xii
GİRİŞ	1
1. İŞLETMELERİN SERMAYE ORTAKLIK YAPILARINA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER.....	3
1.1. Sermaye Yapısı.....	3
1.1.1. Sermaye Yapısı Kavramı	3
1.1.1.1. Kısa Vadeli Kaynaklar	4
1.1.1.2. Uzun Vadeli Kaynaklar	5
1.1.1.3. Öz kaynaklar	6
1.1.1.4. Sermaye Maliyeti.....	6
1.1.1.5. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	7
1.1.1.6. Finansal Kaldıraç	10
1.1.2. Sermaye Yapısı Teorileri	11
1.1.2.1. Net Gelir Teorisi.....	12
1.1.2.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi	13
1.1.2.3. Geleneksel Teori	14
1.1.2.4. Modigliani-Miller (MM) Teorisi	16
1.1.2.5. Dengeleme Teorisi (Tradeoff)	17

1.1.2.5.1. Statik Dengeleme Modeli	18
1.1.2.5.2. Dinamik Dengeleme Modeli	20
1.1.2.6. Temsil Maliyetleri Teorisi	22
1.1.2.7. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order) ve Bilgi Asimetrisi	23
1.1.2.8. Sinyalleme Teorisi	24
1.1.2.9. Piyasa Zamanlama Teorisi	24
1.1.2.10. Serbest Nakit Akışı Teorisi.....	25
1.1.3. Değerlendirme	26
1.2. Ortaklık Yapısı	27
1.2.1. Ortaklı İşletme Yapısı.....	27
1.2.1.1. Genel İş Ortaklıkları.....	27
1.2.1.2. İş Ortaklığının Avantajları ve Dezavantajları	27
1.2.1.3. En Yaygın İş Ortaklığı Yapıları	28
1.2.1.4. Ortaklık Kurmanın Zorlukları.....	30
1.2.2. Tek Ortaklı İşletme Yapısı.....	30
1.2.3. Çok Ortaklı İşletme Yapıları.....	32
1.3. Karlılık Teorileri.....	32
1.3.1. Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	32
1.3.2. Serbest Nakit Akışı Teorisi.....	34
1.3.3. Mevcut Teorilerin Değerlendirilmesi	34
2. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	36
2.1. Sermaye Yapısını Etkileyen En Önemli Faktörler	36
2.1.1. İşletme Yaşı	36
2.1.2. Karlılık	36
2.1.3. İşletme Büyüklüğü.....	37

2.1.4. Varlık Yapısı (Maddi Varlıkların Ağırlığı)	37
2.1.5. İşletme Riski	38
2.1.6. Büyüme Olanakları	38
2.1.7. Vergilendirme	38
2.1.8. Benzersizlik	39
2.1.9. Likidite.....	39
2.1.10. Faaliyet Kaldırıcı.....	39
2.1.11. Sektör Özellikleri.....	40
2.1.12. Temettü Ödemesi.....	40
2.1.13. Vergi Kalkanı.....	41
2.1.14. Borç Dışı Vergi Kalkanı	41
2.2. Literatür Taraması	42
3. VERİLER VE METODOLOJİ	52
3.1. Yöntem	52
3.2. Evren ve Örneklem.....	52
3.3. Çalışmanın Sınırlılıkları	53
3.4. Araştırma Hipotezleri	53
3.5. Verilerin Toplanması.....	53
3.6. Verilerin Analizi.....	54
4.BULGULAR	56
4.1. İşletmelerin Kuruluş ve Kapanış Tarihleri	56
4.2. Sermaye Değişimleri	59
4.3. Ortaklık Yapılarının Değişimleri.....	60
4.4. Firmaların Yabancı Sermayeye (Ortağa) Sahip Olma Durumu	67
5.SONUÇ.....	72
KAYNAKÇA	76

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. İTO'ya Bağlı İşletme Sayısı	56
Tablo 2. İşletmelerin Kuruluş Yıllarına Göre Frekansları	56
Tablo 3. İşletmelerin Kapanış Yıllarına Göre Frekansları	57
Tablo 4. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Sermaye Değişimleri	59
Tablo 5. Şahıs İşletmesinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Faaliyet Süre Frekansları.....	61
Tablo 6. Şube Açılış, Kapanış veya İptalin Faaliyet Süresine Göre Değişimi	63
Tablo 7. İşletme Şubelerinin Sermaye Ortaklık Yapısına Göre Faaliyet Süreleri	64
Tablo 8. Mann Whitney U Testi	66
Tablo 9. İşletmelerin Faaliyet Sürelerinin İşletme Şubelerinin Sermaye Ortaklık Yapıları Arasındaki İlişkinin Analizi	66
Tablo 10. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Miktarı.....	67
Tablo 11. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Artırımı.....	69
Tablo 12. İşletmelerin Sermaye Artırımı ile Ortak Sayıları Arasındaki İlişkinin Analizi.....	71
Tablo 13. İşletmelerin Sermaye Miktarı ile Ortak Sayıları Arasındaki İlişkinin Analizi	71
Tablo 14. İşletmelerin Sermaye Miktarı ile Sermaye Artırımı Arasındaki İlişkinin Analizi.....	71
Tablo 15. Hipotezlerin Son Durumları	72

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Geleneksel Sermaye Yapısı Teorisi ve Aşamaları.....	17
Şekil 2. Statik Dengeleme Teorisi.....	20
Şekil 3. Yıllara Göre Açılan ve Kapanan Şirket Dağılım Grafiği.....	59
Şekil 4. Şahıs İşletmesinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Faaliyet Süre Dağılım Grafiği.....	62
Şekil 5. Şube Açılış, Kapanış veya İptal Dağılım Grafiği	63
Şekil 6. Şahıs işletmesinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Faaliyet Süre Dağılım Grafiği.....	65
Şekil 7. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Miktarı Dağılım Grafiği	68
Şekil 8. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Miktarı Dağılım Grafiği	70

KISALTMALAR

AOSM:	ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
CAPM:	Sermaye Varlığı Fiyatlandırma Modeli
İTO:	İstanbul Ticaret Odası
Kd:	toplam borcun maliyeti
Ke:	öz kaynak maliyeti
Ke:	öz sermaye maliyeti
Ko:	toplam sermaye maliyeti
NI:	Net Gelir
NOI:	Net Faaliyet Geliri
Rd:	Borç maliyeti
SO:	Sınırlı Ortaklık
SSO:	Sınırlı sorumlu ortaklığı
SSSO:	Sınırlı Sorumluluk Sınırlı Ortaklığı

GİRİŞ

Sermaye ortaklığı olan işletmelerin temel amacı, artan işletme değeri yoluyla ortaklarını veya hissedarını arttırmaktır. Hissedarın ve işletmenin serveti, işletmenin konumunu korumak amacıyla işletmenin kâr üretme kabiliyetini ve işletmenin büyüme oranını en üst düzeye çıkarmak amacıyla hissedar tarafından yönetim tarafı ile yürütülen yatırım kararı, finansman ve varlık yönetiminin bir yansıması olan hisse senedi piyasası fiyatı ile sunulmaktadır (Salvatore, 2005). İşletmenin değerini etkileyen faktörlerden biri de sermaye ortaklık yapısıdır, çünkü işletme değeri en üst düzeye çıkarıldığında hissedarların ve hedeflerin gerçekleştirilmesinde çıkarları olan yönetimin birleşmesine ihtiyaç vardır. Ampirik bulgular, sermaye ortaklık yapısının işletmenin değerini etkileyeceğini göstermektedir (Antari vd., 2012). Bulgular, sermaye ortaklık yapısının işletme değeri üzerinde hiçbir etkisi olmadığını kanıtlayan bulgularla tutarsızdır (Kristianto, 2010). Belirli bir derecede borç kullanımı, sermaye finansmanı maliyetini etkili bir şekilde düşürebilmektedir. Bunun nedeni, borç maliyetinin vergiden düşülebilir olması ve hisselerin piyasa değerini artırma potansiyeline sahip olmasıdır. Sonuç olarak, uygun faiz oranlarıyla stratejik olarak borçlanmanın, işletmelerin optimal bir sermaye yapısına ulaşmalarını ve toplam değerlerini arttırmalarını sağlayabileceği sonucuna varılabilmektedir. Sermaye yapısı işletme değerinden etkilenir, ayrıca kurumsal sermaye ortaklık da işletme değerinin sonucunu önemli ölçüde etkiler (Brigham vd., 2006). Bu bulgular, sermaye yapısının işletme değerini olumsuz etkileyeceğini kanıtlayan diğer bulgulardan farklıdır (Antari vd., 2012). Yatırım faaliyetlerinin getirisinin değerlendirilmesi, işletmenin kârlılığı göz önünde bulundurularak doğru bir şekilde yapılabilmektedir. Kârlılık, finansal yatırımın kâr potansiyelinin bir göstergesidir, çünkü işletmenin kâr elde etme kabiliyetindeki artış, hisse senedi fiyatında da artışa neden olmaktadır. Dolayısıyla, kârlılığın işletmenin değeri üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmaktadır. Bu bulgular, kârlılığın bir şirketin değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı görüşüyle çelişmektedir (Kristianto, 2010).

İşletmenin değerini de etkileyebilecek faktörlerden biri, işletmelerin kendilerini aynı endüstri için genel ekonomik sisteme veya ekonomik sisteme ne ölçüde koyabileceklerini ölçen işletme büyümesidir. Yatırımcıların bakış açısından, bir şirketin büyümesi, olumlu yönlerinin ve potansiyel yatırım fırsatlarının bir göstergesi

olarak hizmet etmektedir. Bu tür fırsatların varlığı, şirketin gelecekteki büyümesi hakkında olumlu bir görünüm oluşturabilmekte ve sonuçta genel değerinde bir artış sağlayabilmektedir. Bu nedenle, işletmenin büyümesi değerlemesi üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Bu bulgular, işletme büyümesinin işletmenin değeri üzerinde hiçbir etkisi olmadığı görüşüyle çelişmektedir (Kristianto, 2010).

Bu bulguların işletmenin mülkiyet yapısı, sermaye ortaklık yapısı, karlılığı ve büyümesinin işletmenin değerine etkilerinin analiz edilmesindeki tutarsızlığı nedeniyle bu çalışmada, İstanbul Ticaret Odası'nda kayıtlı işletmelerde sermaye ortaklık yapılarının karlılık ve faaliyet süreleri arasındaki ilişki incelenmektedir.



1. İŞLETMELERİN SERMAYE ORTAKLIK YAPILARINA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

1.1. Sermaye Yapısı

1.1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Ross vd. (2003) göre, bir şirketin fon toplamak için iki seçeneği vardır: borç verenlerden para almak veya hissedarlardan sermaye toplamak. Borçlanma durumunda, borç verenler şirkete nakit sağlamakta ve şirket de üzerinde anlaşılan bir faiz oranıyla birlikte borcu geri ödemeyi kabul etmektedir. Öte yandan, şirket hissedarlardan sermaye toplarsa, hissedarlar yatırımlarından sabit bir getiri almamaktadırlar. Bunun yerine, şirkette hisse sahibi olmakta ve gelecekteki kar ve nakit akışının bir kısmına hak kazanmaktadırlar. Hissedarlar, sermaye finansmanı için öz kaynak sağlayan yatırımcılar olarak kabul edilmektedir. Borç ve öz kaynak finansmanı arasındaki seçime ilişkin karar, sermaye yapısı kararı olarak adlandırılmaktadır. Sermaye terimi, kuruluşun uzun vadeli finansman kaynaklarını ifade etmektedir.

İşletmeler öz kaynak finansmanlarını üç yöntemle artırabilmektedirler. İlk yaklaşım yeni hisse senedi ihraç etmektir. Yeni ihraç edilen bu hisseleri satın alan yatırımcılar, şirketin gelecekteki gelir ve kazançlarının bir yüzdesi karşılığında nakit yatırım yapmaktadırlar. İkinci olarak, işletme mevcut varlıklarından elde ettiği nakit akışını elinde tutabilmekte ve bunu yeni hisse senedi ihraç etmeksizin mevcut hissedarları adına yeni varlıklara yatırım yapmak için kullanabilmektedirler. Son olarak, işletme yeni bir ortak getirerek öz sermaye finansmanını artırmayı tercih edebilmektedir.

Sermaye yapısı genel olarak, şirketin faaliyetleri için kullandığı sermayenin tamamını oluşturan borç ve öz sermayenin birleşimi olarak kabul edilmektedir. Gajurel'in (2005) tanımına göre, "bir firmanın sermayesini oluşturan çeşitli fon kaynaklarıdır." Abor'un (2008) tanımına göre, bir firmanın sermaye yapısı, faaliyetlerini finanse etmek için kullanılan öz sermaye ve borcun birleşimini ifade etmektedir. Bununla birlikte, bir işletmenin veya herhangi bir firmanın sermaye yapısını, işletmenin özel ekonomik koşullarını veya çevresini dikkate almadan değerlendirmek mantıksız olmaktadır. Finansal analistler ve araştırmacılar, önemli operasyonel riskler veya tehlikelerle karşı karşıya olan şirketlerin sermaye yapılarında genellikle düşük borç seviyelerini

koruduklarını gözlemlemişlerdir. Öte yandan, bu tür risklere düşük düzeyde maruz kalan firmalar yüksek düzeyde borca sahip olma eğilimindedir.

Bir şirketin finansal kaldıraç veya vites oranı, işletme sermayesinin cari borçları ve uzun vadeli borçlarının toplamından oluşan yüzdesi ile belirlenmektedir. Patricks'e (1998) göre, uzun vadeli ve kısa vadeli borçlanma arasındaki seçim, sabit oranlı (uzun vadeli) veya yüksek oranlı (kısa vadeli) borçlanma arasındaki bir karar olarak çerçevelenebilmektedir. Kuruluş genellikle borç ve öz kaynak kombinasyonunu veya mümkün olan en yüksek değeri elde eden çeşitli finansman kaynaklarının bir karışımını seçmektedir (Gajurel, 2005). Bir şirketin ideal sermaye yapısı, değerini maksimize eden borç ve öz kaynak kombinasyonudur (Ross ve ark., 2008). Bir firmanın sermaye yapısının belirlenmesi halen işletme yöneticilerinin vermesi gereken kritik bir stratejik karardır (Gatsi ve Akoto, 2010). İdeal bir sermaye yapısında, borç kullanımından elde edilen ilave vergi avantajı, finansal sıkıntı nedeniyle ortaya çıkan ilave masraflara eşittir (Patricks, 1998). İşletme, fonlarının tamamını yeniden yatırıma harcamak yerine, bir kısmını gelecekteki yatırımlar için rezerv nakit olarak tutmayı veya hissedarlarına temettü dağıtmanın bir yolu olarak kullanmayı tercih edebilmektedir. Ticari faaliyetler doğası gereği risklidir ve bu riskleri belirlemek ve uygun şekilde yönetmek yöneticinin sorumluluğundadır. Borç avantajlı olabilmektedir, ancak aşırı borç işletmenin iflasına yol açabilmektedir (Brealey ve ark., 2011).

Finansman düzenlemeleri, işletme değerinin bölünmesinin belirlenmesinde çok önemli bir rol oynamaktadır. Firmanın sermaye yapısı, finansman seçeneklerinin dikkatlice analiz edilmesiyle belirlenebilmektedir. Geçmişte işletme, varlıklarına yatırım yapmak için öz sermayeden daha fazla borç ihraç ederek sermaye artırmayı tercih etmiş olabilmektedir. Ancak, şimdi işletme daha fazla öz kaynak ihraç ederek ve gelirlerini borcunun bir kısmını ödemek için kullanarak bu bileşimi değiştirmeyi düşünmelidir. Finansman kararları yatırım kararlarından ayrı olarak alınabilmektedir (Ross, 2003)

1.1.1.1. Kısa Vadeli Kaynaklar

Menkul kıymetler veya geçici yatırımlar olarak da adlandırılan kısa vadeli kaynaklar, genellikle beş yıllık bir süre içinde hızla nakde dönüştürülebilen finansal varlıklardır.

Kısa vadeli kaynakların önemli bir kısmı genellikle sadece 3-12 aylık bir süre içinde satılarak nakde dönüştürülmektedir. Kısa vadeli kaynaklar sıklıkla para piyasası hesapları, yüksek getirili tasarruf hesapları, devlet tahvilleri ve hazine bonoları ile temsil edilmektedir. Genellikle bu kaynaklar yüksek kaliteli ve yüksek likiditeye sahip varlıklar veya yatırım araçlarıdır (Ross, 2003).

Kısa vadeli kaynaklar, aynı zamanda, bir işletmeye ait olan özellikle finansal varlıklardan oluşmaktadır. Ayrı bir hesapta kaydedilen ve kurumsal bilançonun dönen varlıklar bölümünde yer alan bu kapsamdaki kısa vadeli kaynaklar, bir işletmenin yaptığı ve bir yıl içinde nakde çevrilmesi beklenen kaynaklardır.

Kısa vadeli kaynaklar, uzun vadeli kaynaklar ile karşılaştırılabilmektedir.

- Kısa vadeli kaynaklar, genellikle 5 yıl içinde kolayca nakde çevrilebilen finansal yatırımlardır.
- Kısa vadeli kaynaklar, bir işletmenin sahip olduğu ancak bir yıl içinde satmayı planladığı elinde tuttuklarını da ifade edebilir.
- Kısa vadeli kaynaklar genellikle daha düşük getiri oranlarına sahip olsa da, oldukça likittir ve yatırımcılara gerektiğinde hızlı bir şekilde para çekme esnekliği vermektedir.
- Bir işletmenin kısa vadeli kaynaklarının değerindeki herhangi bir artış veya azalma, doğrudan işletmenin üç aylık gelir tablosuna yansıtılmaktadır (Gajurel, 2005).

1.1.1.2. Uzun Vadeli Kaynaklar

Uzun vadeli kaynaklar, bireylerin veya işletmelerin üç yılı aşan bir süre boyunca ellerinde tutmayı planladıkları varlıkları ifade etmektedir. Bu varlıklar hisse senetleri, gayrimenkul ve nakit gibi çeşitli kalemleri kapsayabilir. Uzun vadeli yatırımcılar, daha yüksek getiri arayışlarında önemli riskler üstlenmektedirler.

Uzun vadeli kaynaklar, anlık piyasa dalgalanmalarının bir sonucu olarak herhangi bir değişikliğe maruz kalmamaktadır. Bununla birlikte, bu tür kaynaklar azalan piyasa değerlerini yansıtacak şekilde değersizleştirilebilmektedir (Ross ve ark., 2008).

Uzun vadeli kaynaklar, uzun bir dönem boyunca önemli miktarda servet yaratma potansiyeline sahiptir. Türev piyasalarda yetkinliği olmayan bireyler, finansal geleceklerini stratejilendirmek için genellikle uzun vadeli kaynak getirilerine

güvenmektedirler. Bu, hisse senedi temettülerinden elde edilen geliri ve sabit mevduatlardan kazanılan faizi kapsayabilmektedir.

Yatırımcıların günlük olarak küçük dalgalanmalar için piyasaları izlemesi gerekmediğinden, uzun vadeli kaynakları takip etmek daha az zaman alan bir süreçtir.

Risk faktörü dışında yatırım maliyetlerinin başlıca bileşenleri aracılık ücretleri ve sermaye kazancı vergileridir. Yatırımlarını uzun süre ellerinde tutan yatırımcılar, yatırımlarını daha kısa süre ellerinde tutan yatırımcılara kıyasla daha az sıklıkta ve potansiyel olarak daha düşük oranlarda işlem ücretine maruz kalmaktadır. Çok sayıda yatırımcı sermaye kazancı vergilerinin ödenmesini erteleyebilmekte ve böylece getirilerin banka hesaplarında birikmesini sağlayabilmektedir. Ayrıca, sermaye kazancı vergileri kısa vadeli karlara kıyasla daha düşük oranda alınmaktadır (Gatsi ve Akoto, 2010).

1.1.1.3. Öz kaynaklar

Öz kaynak, bir varlığın veya varlık grubunun bağlı borçlar hariç toplam değerini ifade etmektedir. Aynı zamanda, temel değerleri işletmenin varlıklarının net değerinden yükümlülüklerinin düşülmesi olduğu için öz kaynak olarak sınıflandırılabilen işletme hisselerini de kapsamaktadır. Kalan iki varlık kategorisi sabit gelirler ile nakit ve nakit benzerleridir.

Öz kaynak, bir işletmenin varlıklarından tüm yükümlülükleri düşüldükten sonra kalan varlıklarındaki artı payı ifade etmektedir. İşletmenin faaliyetlerinden elde edilen kar ve kazançların toplamından oluşmakta, hissedarlar tarafından yapılan yatırımlara eklenmekte ve faaliyetlerden kaynaklanan zararlar ve sahiplere yapılan dağıtımlarla azaltılmaktadır (Patricks, 1998).

1.1.1.4. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyetinin belirlenmesi, bir şirketin yeni bir üretim tesisinin inşası gibi bir sermaye bütçeleme girişiminin yürütülmesini sağlamak için gerekli minimum getiri oranının hesaplanmasını içermektedir.

"Sermaye maliyeti" ifadesi, analistler ve yatırımcılar tarafından, önerilen bir kararın maliyetine göre haklı olup olmadığını belirlemek için yaygın olarak kullanılmaktadır. Yatırımcılar da bu terimi, hem maliyetleri hem de riskleri göz önünde bulundurarak

potansiyel yatırım getirisini değerlendirmek için kullanabilmektedirler (Brealey ve ark., 2011).

Çok sayıda işletme, ticari büyümenin finansmanı için borç ve öz sermayenin bir karışımını kullanmaktadır. Bu gibi durumlarda, kapsamlı sermaye maliyeti, tüm sermaye kaynaklarının ağırlıklı ortalama maliyetinin hesaplanmasıyla belirlenmektedir. Çeşitli finansman kaynaklarının farklı ağırlıklarını dikkate alan ortalama sermaye maliyetini ifade etmek için kullanılan terim, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) olarak bilinmektedir.

Sermaye maliyeti, bir işletmenin yeni ekipman satın almak veya yeni bir yapı inşa etmek gibi bir sermaye projesini finanse etmek için elde etmesi gereken getiridir (Pandey, 2005).

Bir şirket tarafından yeni projelere ilişkin olarak alınan yatırım kararları, her zaman şirketin projeyi finanse etmek için kullandığı sermaye maliyetini aşan bir getiri sağlamalıdır. Aksi takdirde, proje paydaşlara herhangi bir getiri sağlamayacaktır (Amidu, 2007).

Bir projenin engel oranını tespit etmek için kullanılan temel bilgi sermaye maliyeti kavramıdır. Büyük bir projeyi üstlenmek üzere olan bir işletme, projenin üstlenilme maliyetini karşılamak ve daha sonra işletme için kar üretmeye devam etmek için üretmesi gereken para miktarı hakkında bilgi sahibi olması gerekmektedir (Frank ve Goyal, 2011).

Bir yatırımcının bakış açısından, sermaye maliyeti, hisse senedi veya başka bir yatırımın satın alınmasından elde edilebilecek beklenen getirinin bir değerlendirmesini temsil etmektedir. Bu yalnızca bir tahmindir ve olası en olumlu ve en olumsuz sonuçları tanımlamaktadır. Bir yatırımcı, bir hisse senedinin fiyatının potansiyel getirilerine göre makul olup olmadığını değerlendirmek için bir şirketin finansal sonuçlarındaki değişiklikleri analiz edebilmektedir (Baker ve Wurgler, 2002).

1.1.1.5. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), bir şirketin adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi, tahvil ve diğer borç türleri gibi çeşitli kaynakları içeren vergi sonrası ortalama sermaye maliyetinin bir göstergesidir. Bir işletmenin varlıklarını finanse etmeye istekli olduğu ortalama oranı temsil etmektedir.

Gerekli getiri oranının AOSM kullanılarak belirlenmesi, işletmeye sermaye sağlayan hem tahvil sahipleri hem de hissedarlar tarafından talep edilen getiriye yakalayan tek bir rakamı temsil ettiği için yaygın olarak kabul gören bir yöntemdir. Bir firmanın hisse senedi yüksek volatilité ile karakterize ediliyorsa veya borçları riskli olarak algılanıyorsa, yatırımcılar daha yüksek getiri talep edeceğinden, firmanın AOSM'sinin artması muhtemeldir (Mohohlo ve ark., 2008).

AOSM, her bir sermaye kategorisinin oransal olarak ağırlıklandırıldığı bir işletme için sermaye maliyetini ifade etmektedir.

AOSM, işletmeler ve yatırımcılar için belirli bir projenin veya satın alınan çekiciliğini değerlendirmek için sıklıkla bir karşılaştırma oranı olarak kullanılmaktadır.

AOSM'nin hesaplanması, hem borç hem de öz kaynak maliyetinin piyasa değerine göre ilgili ağırlıklarıyla çarpılmasını içermektedir. Elde edilen ürünler toplam AOSM'yi belirlemek için toplanmaktadır (Yiğit, 2016).

AOSM sadece bir şirketin sermaye maliyetini belirlemek için kullanılmamaktadır, aynı zamanda indirgenmiş nakit akışı analizinde gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmek için bir iskonto oranı olarak da kullanılmaktadır. AOSM formülü ve uygulaması, bu formülü farklı amaçlar için kullanan analistler, yatırımcılar ve işletme yönetimi için faydalıdır. Kurumsal finans alanında, bir işletmenin sermaye maliyetinin değerlendirilmesi çeşitli nedenlerle büyük önem taşımaktadır. Bu nedenlerden biri, AOSM'nin bir işletmenin net bugünkü değerini hesaplamak için kullandığı iskonto oranı olarak hizmet etmesidir.

AOSM'nin hesaplanması, yeni işlere veya projelere girmenin potansiyel faydalarının değerlendirilmesinde büyük önem taşımaktadır. Bir işletme, bir birleşmenin sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri sağlayacağına ikna olursa, bu işletme için olumlu bir karardır. Eğer yönetim yatırımcılarının beklediğinden daha düşük bir getiri öngörüyorsa, daha iyi sonuçlar elde etmek için sermayesini etkin bir şekilde tahsis etmelidir (CFA Journal) (Baral, 2004).

İşletmelerin çoğunluğu ödünç fon kullanarak faaliyet gösterdiğinden, sermaye maliyeti bir şirketin potansiyel net karlılığının değerlendirilmesinde çok önemli bir faktör haline gelmektedir. AOSM bir firmanın ödünç fon elde etmek için yaptığı

harcamaları ölçmektedir. AOSM formülü, hesaplamasında şirketin hem borcunu hem de öz sermayesini dikkate almaktadır.

Çoğu durumda, düşük olan bir AOSM, yatırımcıları daha düşük bir maliyetle cezbedebilecek sağlam bir işletmeye işaret etmektedir. Tersine, artan bir AOSM genellikle daha istikrarsız olarak algılanan ve yatırımcılara daha yüksek getiri ile geri ödeme yapması beklenen bir işletmeyi ifade etmektedir (Shyam-Sunder ve Myers, 1999).

Tek bir kaynaktan finansman sağlayan bir işletme için sermaye maliyetini hesaplamak nispeten basit bir işlemdir. Eğer hissedarlar yatırımlarından %10'luk bir getiri oranı bekliyorlarsa, firmanın sermaye maliyeti yine %10 olan öz sermaye maliyetine eşit olmaktadır (Frank, 2009).

Aynı ilke, şirketin yalnızca borç finansmanına dayanması durumunda da geçerlidir. Bu durumda, eğer şirket ödenmemiş tahvilleri için ortalama %5 getiri ödüyorsa, borç maliyeti %5'tir. Sonuç olarak, bu sermaye maliyeti haline gelmektedir.

Öz sermaye maliyetinin (Re) belirlenmesi, sermayenin belirli bir değeri olmadığı için zorluk yaratabilmektedir. Bunun aksine, işletmeler tahvil sahiplerine önceden belirlenmiş bir faiz oranına göre geri ödeme yapabilmektedir. Buna karşılık, öz sermaye, işletmenin ödemekle yükümlü olduğu herhangi bir somut değere sahip değildir. Bu nedenle işletmeler, yatırımcıların hisse senedinde öngörülen değışikliğe bağlı olarak ihtiyaç duydukları getiri oranı olan öz sermaye maliyetini yaklaşık olarak hesaplamalıdır (Rasiah, 2011).

Hissedarların bir işletmeye yaptıkları yatırımdan belirli bir getiri elde etmeyi bekledikleri göz önüne alındığında, hissedarlar için gerekli getiri oranı işletmenin bakış açısından bir maliyet olarak kabul edilmektedir. İşletmenin beklenen bu getiriyi sağlayamaması halinde, hissedarlar hisselerini elden çıkaracak ve bu da hem hisse senedi fiyatında hem de işletmenin toplam değerinde düşüşe yol açacaktır. Öz sermaye maliyeti, bir işletmenin yatırımcılarını tatmin edecek bir hisse fiyatını korumak için elde etmesi gereken toplam getiri oranıdır.

Kuruluşlar öz sermaye maliyetini belirlemek için sıklıkla Sermaye Varlığı Fiyatlandırma Modelini (CAPM) kullanmaktadır. Ancak bu hesaplama, gelecekteki

büyümenin kesin bir tahminini sağlayamayan geçmiş verilere dayandığından tamamen doğru değildir.

Borç maliyetinin (Rd) hesaplanması daha basit bir süreçtir. Tipik olarak bu, bir kuruluşun ödenmemiş borcunun vadeye kadar ortalama getirisinin hesaplanmasını içermektedir. Borç yükümlülüklerini açıklamak zorunda olan halka açık bir şirket değerlendiriliyorsa, bu yaklaşım daha basittir.

Özel sektöre ait işletmeler söz konusu olduğunda, çeşitli firmalardan kredi notlarını değerlendirmek ve ardından yatırımcıların ihtiyaç duyacağı getiri tahmin etmek için risksiz varlıklar üzerine uygun bir yayılma eklemek mümkündür.

Şirketler faiz giderlerini vergi ödemelerinden düşebilmektedirler. Böylece, bir kurumun borcunun nihai maliyeti, ödenen faizden vergi tasarrufunun çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Vergi sonrası borç maliyeti, Rd (1- kurumlar vergisi oranı) kullanılarak hesaplanmaktadır.

1.1.1.6. Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç, bir şirketin sermaye yapısında sabit getirili menkul kıymetlerin ve imtiyazlı hisse senetlerinin ne ölçüde kullanıldığını ifade etmektedir.

Finansal kaldıraç kullanımı, borç sermayesi ile temin edilen varlıkların, finansmanı için katlanılan faiz oranından daha yüksek getiri sağlaması durumunda da avantajlıdır.

Her iki durumda da, finansal kaldıraç kullanımı işletmenin kârında bir artışla sonuçlanmaktadır. Bununla birlikte, işletmenin riskten korunma için yeterli vergiye tabi geliri yoksa veya faaliyet karı önemli bir eşğin altındaysa, finansal kaldıraç kullanımı öz sermaye değerini azaltacak ve sonuç olarak işletmenin genel değerini düşürecektir (Frank ve Goyal, 2011).

Bir işletmenin sermaye yapısının önemi göz önüne alındığında, sermaye karar verme sürecinin ilk aşaması, bir işletmenin yönetiminin işini yürütmek için gereken dış sermaye miktarını belirlemesini gerektirmektedir. Gerekli miktarı belirledikten sonra yönetim, işletmenin hangi koşullar altında sermaye elde edebileceğini tespit etmek için finansal piyasaları değerlendirmelidir. Bu aşama, piyasa koşulları işletmenin borçlanma senetleri veya adi hisse senetlerini belirli bir seviyede veya maliyette arz etme kapasitesini sınırlayabileceğinden hayati önem taşımaktadır.

Yukarıda belirtilen sorular ele alındıktan sonra, işletme yönetimi uygun sermaye yapısı stratejisini tasarlayabilir ve potansiyel yatırımcılara pazarlanması gereken bir dizi finansal araç formüle edebilmektedir. Bu sistematik yaklaşıma uygun olarak, yönetimin finansman kararı, uzun vadeli stratejik planına ve zamanı geldiğinde işi nasıl büyütme planladığına dayanmalıdır (Baker ve Wurgler, 2002).

Finansal kaldıraç kullanımını çeşitli endüstriler ve iş sektörleri arasında önemli farklılıklar göstermektedir. Bazı endüstri sektörlerinde işletmeler oldukça yüksek derecede finansal kaldıraç ile faaliyet göstermektedir (Internal Revenue Service, 2009). Perakende mağazaları, havayolları, marketler, kamu hizmetleri ve bankacılık kurumları bazı işletmeler örneklerdir.

Bir şirket için en uygun sermaye yapısını belirleme arayışı, Franco Modigliani ve Merton Miller'ın "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment" başlıklı Nobel Ödüllü araştırma makalelerini yayınladıkları 1958 yılına kadar uzanmaktadır (Myers, 2003).

Çalışmalarının önemli bir öncülü olarak Modigliani ve Miller, kurumsal gelir vergilerinin ve sıkıntı maliyetlerinin iş ortamında bulunmadığı koşullarda, finansal kaldıraç kullanımının işletmenin değerini etkilemediğini açıklamışlardır (The American Economic Review). Alakasızlık Önerme teoremi olarak bilinen bu görüş, akademik teorinin şimdiye kadar yayınlanmış en önemli parçalarından biridir. Ne yazık ki, Alakasızlık Teoremi, teorinin gerçek dünyada uygulanması için kabul edilmesi gereken bazı pratik olmayan varsayımlar içermektedir. Bu sorunun farkına varan Modigliani ve Miller, bir işletme için optimal sermaye yapısını belirlemek amacıyla, Alakasızlık Önerme teoremini kurumlar gelir vergilerinin etkisini ve tehlike maliyetinin potansiyel etkisini içerecek şekilde genişletmiştir (Frank ve Goyal, 2011).

Genellikle sermaye yapısının Dengeleme Teorisi olarak adlandırılan gözden geçirilmiş araştırmaları, bir şirket için en uygun sermaye yapısının borç sermayesi kullanımıyla bağlantılı vergi avantajları ile ilişkili maliyetler arasında ihtiyatlı bir denge olması gerektiğini öne sürmektedir (Frank ve Goyal, 2011).

1.1.2. Sermaye Yapısı Teorileri

Sermaye yapısı ile ilgili teoriler iki gruba ayrılabilir. Birinci grupta takas teorisi (Baxter 1967; Kraus ve Litzenberger, 1973), vekâlet teorisi (Jensen ve Meckling,

1976) ve serbest nakit akışı teorisi (Jensen 1986) yer almaktadır. İkinci kategori, herhangi bir optimal borç seviyesi varsaymayan Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Myers ve Majluf, 1984) ve hisse senedi piyasası zamanlama teorisidir (Baker ve Wurgler, 2002). Her iki teori kategorisi de statik ya da dinamik bir çerçevede temsil edilebilmektedir. Hedefe yönelik uyum davranışı içeren ilk kategori, genellikle teorilerin dinamik versiyonlarında modellenmektedir. Öte yandan, ikinci kategorideki teoriler, dinamik versiyonlarında firmanın ayarlama yaptığı hedef kaldırıcı içermemektedir. Teorilerin ikinci sınıflandırmasının dinamizmi hedef faktörlerle değil, ters seçimin maliyeti (Finansman Hiyerarşisi Teorisi) veya adi hisse senedinin yanlış fiyatlandırılması (Piyasa Zamanlama Teorisi) gibi hedef dışı faktörler ile ilişkilidir.

İki teori kategorisinin dinamizmi arasındaki temel ayrım, ilk kategorideki teorilerin ima ettiği dinamizmin, gözlemlenen kaldırıcı hedef kaldırıcı doğru aşamalı olarak kaydırmasıdır. İkinci kategori teorilerin dinamik yapısı, kaldırıcı oranını etkileyen temel faktöre bağlı olarak, gözlemlenen kaldırıcının herhangi bir yönde etkilenmesine izin vermektedir. Bu teorilerin statik versiyonlarının temel özelliklerini sunarak, hedefe yönelik dinamik ayarlama ile ilişkili varsayımlarda bulunmak daha kolay hale gelmektedir. Bu teoriler alternatif olmaktan ziyade tamamlayıcı olarak görülmelidir (Myers, 2003). Dolayısıyla, gerçek maliyet ve faydalar, tüm teorilerde vurgulanan maliyet ve faydaların toplamı olabilmektedir.

1.1.2.1. Net Gelir Teorisi

Net Gelir teorisi ilk olarak 1959 yılında Durand David tarafından ortaya atılmıştır (Pandey, 2005). Bu teoriye göre, bir şirketin hisse fiyatı, kredi faizinin ödenmesinden sonra kalan kâr veya gelir tarafından belirlenmektedir. Bu nedenle, şirketin sermaye maliyeti düştükten sonra elde ettiği ancak faiz giderlerini içermeyen gelir net işletme geliri (NOI) olarak adlandırılırken, faiz giderleri de dahil olmak üzere tüm maliyetler dikkate alındıktan sonra hissedarlara sunulan kâr şirketin net geliri olarak bilinmektedir. Sunulan kavram, bir şirketin piyasa değerinin ve hisse senedi fiyatının, hissedarlarının erişebileceği toplam gelire bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Benzer şekilde, bir şirketin değeri, borçlarının değerinin hisse senetlerinin değeriyle ilişkili olarak değerlendirilmesiyle açıklanmaktadır. Sonuç olarak, bir şirketin sermaye yapısında borç kullanımının hem net geliri hem de sermaye maliyeti üzerinde etkisi

olduğu sonucuna varılabilmektedir. Ayrıca, borç kullanımının şirket hisselerinin piyasa değeri üzerinde de etkisi bulunmaktadır. Sonuç olarak, yukarıda bahsedilen teori, bir şirketin sermaye yapısında yapılan değışikliklerin hem toplam maliyet hem de sermaye değeri üzerinde etkisi olduğunu göstermektedir. Ancak, bu teorinin optimal sermaye yapısı kavramını dikkate almadığını belirtmek gereklidir (Mundy, 1992). Net gelir yaklaşımı aşağıdaki varsayımlara bağlıdır:

1. Tüm firmalar için iki finansman kaynağı vardır; öz sermaye ve borç.
2. Kurumlar vergisi, işlem maliyeti ve dağıtılmamış kârlar bulunmamaktadır.
3. Öz sermaye maliyeti, borç maliyetine göre daha yüksektir.
4. Öz sermaye ve borç sermayesinin toplam yüzdesi eşit kalmaktadır.
5. Borç oranı, genel finansal riski etkilememektedir.
6. Borç maliyeti, herhangi bir düzeyde stabil kalmaktadır.
7. Temettü ödeme oranının %100'e eşit olması gerekmektedir.

Aşağıdaki yaklaşım, şirketlerin borçlanma kapasitelerini mümkün olan azami ölçüde kullanarak sermaye yapılarını geliştirme fırsatına sahip olduklarını açıklamaktadır. Bu seçenek öz sermaye kullanımından daha ucuzdur. Bu nedenle, bir şirketin en ekonomik finansman kaynağı olarak da kabul edilen borç seviyesi yükselirse, toplam sermaye maliyeti düşmektedir. Sonuç olarak, şirketin değeri ve hisse senedi fiyatı yükselmektedir. Daha sonra, Durand (1959) net gelir önermesinin sınırlamalarını ortaya koymuş ve net faaliyet geliri yaklaşımına uygun olarak revize etmiştir (Pandey, 2005).

1.1.2.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi

Net faaliyet geliri (NOI) teorisine göre, bir şirketin değeri, borç faizi hariç tüm giderlerin muhasebeleştirilmesinden sonra hissedarları için üretilen gelir miktarına göre belirlenmektedir. Bu nedenle, hissedarlara tahsis edilen veya bir şirketin değerini artırmak için kullanılan gelir, net faaliyet geliri yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Bu yaklaşım, Net Gelir (NI) yönteminin karşısında yer almaktadır. NI yöntemi, firmanın sermaye yapısını tespit etmek için uygulanabilmektedir. Bir firmanın sermaye yapısı kararlarının firmanın değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) üzerinde etkisi olduğu fikri geleneksel yaklaşım tarafından ortaya atılmaktadır. Öte yandan, net

faaliyet geliri (NOI) yaklaşımı bu kararların önemsiz olduğunu ve dolayısıyla finansal kaldıraç seviyesinin firmanın AOSM'sini veya piyasa değerini etkilemediğini savunmaktadır. Dolayısıyla, bir şirketin sermaye yapısı onun değerini belirlememektedir. İlginç bir şekilde, Net Gelir yaklaşımına benzer şekilde, NOI de şirketler için en uygun sermaye yapısını önermemektedir (Mundy, 1992). NOI teorisi aşağıdaki varsayımlara bağlıdır:

1. Tüm firmalar için iki finansman kaynağı bulunmaktadır; öz sermaye ve borç.
2. Kurumlar vergisi, işlem maliyeti ve dağıtılmamış kârlar bulunmamaktadır.
3. Firmaların değeri FVÖK / Toplam sermaye maliyeti ile hesaplanmaktadır.
4. Borç maliyeti her zaman öz sermaye maliyetinden daha azdır.
5. Toplam borcun sermaye maliyeti ve öz sermayenin sermaye maliyeti aynı kalmaktadır.
6. Firmanın değeri, varsayılan NOI'ye ve genel kapitalizasyon oranına bağlıdır.
7. Edinilen borcun seviyesi, firmanın net faaliyet gelirini etkilememektedir.
8. Bir firmanın belirsizlik durumu, sermaye yapısındaki değişiklik ile çözülememektedir.
9. Kaldıraç yapısındaki değişiklik nedeniyle AOSM'nin değerinde bir değişiklik bulunmamaktadır.
10. Temettü dağıtım oranı %100'dür.

Net faaliyet geliri yaklaşımı iki önermeye ayrılabilir. İlk önerme, bir firmanın değerinin getirisine ve faaliyetleriyle ilişkili riske bağlı olduğunu öne sürmektedir. İkinci önerme, öz sermayenin aksine borcun, bir firmanın sermaye yapısını oluşturmanın daha ekonomik bir yolu olduğunu ve böylece bir işletme ek borç kullandığında sermaye maliyetinin sabit kalmasını sağladığını ileri sürmektedir.

1.1.2.3. Geleneksel Teori

Geleneksel teoriye göre, bir şirketin değeri belirli bir borç kapitalizasyon seviyesine ulaşılan kadar artmaktadır. Bu noktanın ötesinde, değer stabilize olma eğilimindedir ve şirket çok yüksek kaldıraçlı hale gelirse sonunda düşmektedir. Borç devrilme noktasına ulaştıktan sonra bir şirketin yaşadığı değer düşüşü, kaldıracağı aşırı

bağımlılıktan kaynaklanmaktadır. Tersine, kaldıraç olmayan bir firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) öz sermaye finansman maliyetine eşit olacaktır ve ilave borç maliyeti öz sermaye finansmanının marjinal maliyetine eşit olana kadar borç olarak AOSM'sini düşürebilmektedir. Şirket, artan kaldıraç ile buna eşlik eden borç maliyetlerindeki artış arasındaki dengeyi göz önünde bulundurmalıdır. Borçlanma maliyetleri arttıkça, kazanılan ek değer dengelenir. Daha fazla borcun daha büyük bir piyasa değeri ve sermaye maliyetine yol açtığı nokta dikkatle değerlendirilmelidir. Bir işletme için en uygun sermaye yapısına ulaşmak, öz sermaye ve borç finansmanının bir kombinasyonu yoluyla gerçekleştirilebilmektedir (Deesomsak, 2004).

Geleneksel inanış, servet yaratmanın yalnızca pozitif yatırım getirisi sağlayan varlıklara yatırım yapmaya bağlı olmadığı yönündedir. Bu varlıkların ideal bir öz sermaye ve borç kombinasyonu ile elde edilmesi de aynı derecede önemlidir. Bu teoriye göre, sermaye maliyetinin kaldıraç seviyesine bağlı olduğu varsayılmaktadır. Örneğin, bir şirket sadece borç ve öz kaynak finansmanına dayanıyorsa, tüm karını temettü olarak dağıtıyorsa, toplam varlıkları ve gelirleri değişmiyorsa, sabit finansmana sahipse ve yatırımcılar vergiye tabi olmadan rasyonel bir şekilde hareket ediyorsa bu durum meydana gelmektedir. Verilen varsayımlar listesine bakarak eleştirilerin arkasındaki nedenleri anlamak mümkündür.

Geleneksel teori, finansal piyasaların etkinliğini ortaya koyan Modigliani ve Miller (MM) teorisi ile yan yana getirilebilmektedir. Sonuç olarak, borç ve öz sermaye finansmanı temelde birbirinin yerine kullanılabilen ve kurumlar vergisi oranları ve faiz ödemelerinin vergiden düşülebilirliği gibi diğer faktörler bir firmanın optimal sermaye yapısını belirlemektedir.

Teori özünde üç farklı aşamada açıklanabilmektedir (Ahmadinia ve ark., 2012). İlk aşama olan I. Aşama, öz sermaye maliyetinin (K_e) şirketin borç seviyesindeki artışa paralel olarak marjinal bir artış yaşayabileceğini veya değişmeden kalabileceğini açıklamaktadır. Ayrıca, bu noktada, toplam borcun maliyeti (K_d) öz kaynak maliyetini (K_e) aşmamakta ve borç maliyeti (k_d) sabit kalmaktadır. Sonuç olarak, toplam sermaye maliyetinin (K_o) borç seviyesindeki artış tekdüze hale gelmekte ve toplam işletme değerinde (v) bir artışa neden olmaktadır. II. aşamada, bir şirketin borcu arttıkça, öz sermaye maliyetinin (k_e) bir önceki aşamaya göre daha hızlı artmaktadır. Bu, belirli bir büyüklük seviyesine ulaşıldığında elde edilebilecek daha düşük k_e 'nin

avantajlarını açıklamaktadır. Bu aşamada, firmanın sermaye maliyetinin (ko) minimum seviyede, toplam değerinin ise maksimum seviyede olduğu görülebilmektedir. III. aşama, belirli bir eşiğin ötesinde, düşük borç maliyetini aşan firmanın artan borç büyüklüğü nedeniyle öz sermaye maliyetinin (ke) yükseldiğini açıklamaktadır. Sonuç olarak, AOSM yükselmekte ve firmanın değerlemesinde bir düşüşe neden olmaktadır. Bu noktada, öz sermayenin borca dönüştürülmesi sonucunda firmanın değeri azalmaktadır.

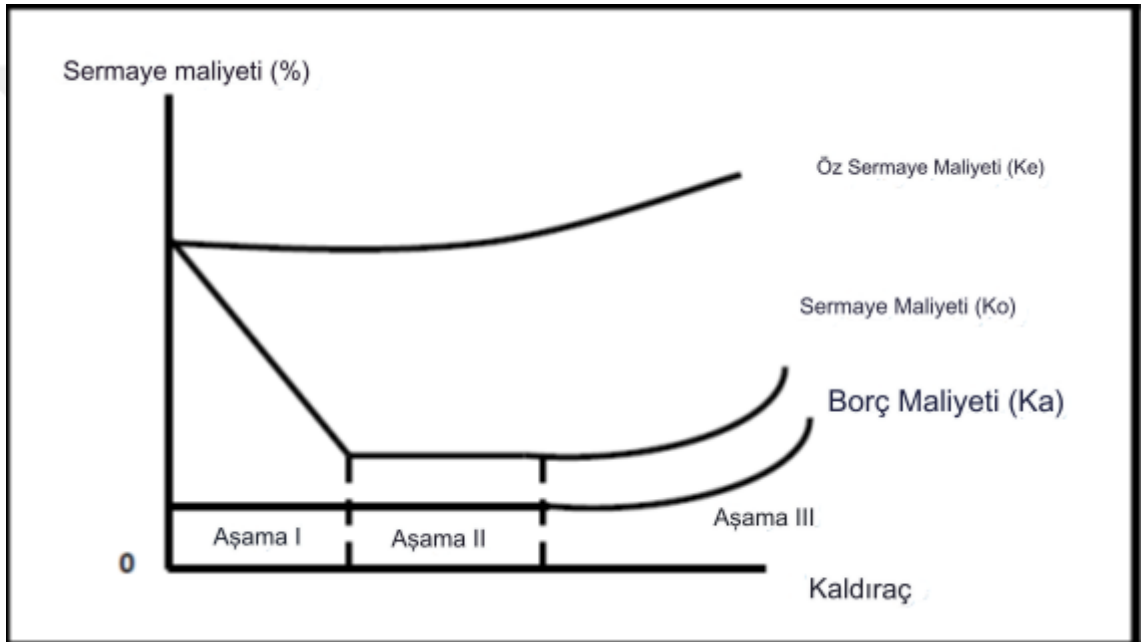
1.1.2.4. Modigliani-Miller (MM) Teorisi

Geleneksel teorilerden sonra Modigliani ve Miller (1958) Modigliani-Miller teorilerini ortaya atmışlardır. Modigliani ve Miller (1958), ön ilgisizlik önermelerinde, piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı durumda, bir firmanın sermaye yapısını formüle etme seçimlerinin, değeri üzerinde herhangi bir etki bırakmadığını ve iflas maliyetinin ve vergilerin olmaması halinde, genel ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) sabit olduğunu açıklamışlardır. Kısacası, MM önermesi, firmanın piyasa değerinin, temettülerini dağıtmak ve yatırım için finansman tahsis etmek için seçtiği yola bağlı olmadığını, ancak risk ve kazanç gücü ile tahmin edildiğini açıklamışlardır (Abdul Hadi ve diğerleri, 2017).

MM önermesi I. önermede, sermaye piyasasını mükemmel bir piyasa olarak kabul ederek bazı temel varsayımları kapsamaktadır, yani vergilerin olmaması, işlemlerde maliyetin olmaması, iflas maliyetinin olmaması, borçlanma maliyeti ve borç verme maliyetinin firmalar ve yabancılar için aynı olması, borçlu ve borç verenler için benzer faiz oranı, borç üzerinden ödenecek faiz vergi kalkını sağlamamaktadır, bu nedenle firmalar % 100 temettü ödeme politikası izlemektedirler. Dolayısıyla, bu varsayımları takip ederek, hissedarların servetiyle ilgisi olmayan optimal sermaye yapısı ve borç öz sermayesi seçeneklerinin olmadığını varsaymaktadırlar (Modigliani ve Miller, 1958). Daha sonra, II. önermede, bir firmanın kaldıraçındaki artışın, işletme için öz sermaye maliyetini de artıran firmanın riskine yol açtığına, ancak öz sermaye maliyeti daha yüksek borç maliyetiyle telafi edildiğinden ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sürekli olarak sabit olduğuna işaret etmektedir.

Teknik olarak, MM ilgisizlik teorisi çok sağlamdır ancak özellikle vergisiz var olan sermaye piyasası için sağladığı varsayımlar gerçek dünyada gerçekçi ve pratik

değildir. Bu nedenle, bu önermeleri daha gerçekçi ve güçlü kılmak için Modigliani Miller (1963), kurumlar vergilerinin işletme değeri ve sermaye maliyeti üzerindeki etkisini ekleme ihtiyacı duymuştur. Dolayısıyla vergi kalkanının varlığında borcun artması ile işletme değeri artmaktadır. Borç üzerindeki faiz maliyeti, firmanın kar marjından düşülebilir bir gider olarak ele alınmaktadır ve bu nedenle firmanın genel net vergi borcu azalmaktadır. Bu, borç sermayesi kullanmanın işletme için faydalı olduğunu ve sermaye maliyetini düşürdüğünü açıklamaktadır. MM teorisi, pratik olmayan ve geçersiz varsayımları nedeniyle, bilim adamları arasında sürekli olarak eleştirilmiştir ve yeni teorilerin ortaya atılmasına sebep olmuştur.



Şekil 1. Geleneksel Sermaye Yapısı Teorisi ve Aşamaları
(Ahmadinia ve diğerleri, 2012)

1.1.2.5. Dengeleme Teorisi (Tradeoff)

Dengeleme Teorisi Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya atılmıştır. Prensip olarak, bu teori, MM ilgisizlik teorisinde vergi kalkanının kısıtlamaları kaldırıldıktan sonra ortaya konan en eski sermaye yapısı kavramlarından biridir. Özellikle, bu teori, vergi kalkanının faiz ödemeleri üzerindeki faydalarını dikkate almaktadır.

Dengeleme teorisi (Baxter, 1967), firmaların, iflas maliyetleri dahil olmak üzere borçlanmayla ilişkili maliyetler ile başta vergi tasarrufları olmak üzere borçlanmanın avantajlarını dengeleyerek sermaye yapılarını seçtiklerini öne sürmektedir. Bu değiş

tokuş, firmanın değerini maksimize eden bir hedef kaldıraç varlığını ifade etmektedir. Teorinin kalbinde yer alan bir hedefin varlığı, bu hedef kaldıraçından bir sapma ayarlanmasını gerektirmektedir.

Dengeleme teorisinin dinamik versiyonu, kaldıraç oranının ayarlama davranışını içermektedir; burada ayarlamalar, hedeften sapmanın maliyetinin hedefe yaklaşmanın maliyetini aşmasına yanıt olarak gerçekleştirilmektedir (Fischer ve ark., 1989). Dinamik özelliğin bir avantajı, hedef kaldıraç varsayımlarını içermeyen diğer sermaye yapısı teorilerine kıyasla dengeleme teorisi için gerekçe sağlama kabiliyetidir, çünkü hedefe ayarlama dengeleme teorisinin temel bir özelliğidir (Myers ve Majluf, 1984).

Hem finansman hiyerarşisi teorisi hem de piyasa zamanlaması teorileri, kaldıraç dinamiklerinin hedef kaldıraçla ilgili olmayan faktörlerden etkilendiğini öne sürmektedir. Finansman hiyerarşisi teorisi, ters seçim maliyetlerinin kaldıraç dinamiklerini yönlendirdiğini öne sürerken, piyasa zamanlaması teorisi, bir firmanın öz sermayesinin yanlış fiyatlandırılmasının itici güç olduğunu öne sürmektedir. Fama ve French'e (2002) göre, bir hedefin varlığı ve söz konusu hedefle uyum derecesi, dengeleme teorisini destekleyen en ikna edici kanıtları sağlamaktadır.

1.1.2.5.1. Statik Dengeleme Modeli

Sermaye yapısı teorilerinin hedef kaldıraç içeren statik versiyonları, firmaların borçla ilişkili maliyetler ve faydalar arasında bir değiş tokuş yaptığı fikrini vurgulamaktadır. Bu değiş tokuş, farklı kesitsel bağlamalarda firmalar arasında gözlemlenen kaldıraç çeşitliliğinin bir açıklaması olarak hizmet etmektedir. Yukarıda bahsedilen teoriler, bir hedef kaldıraç varlığı varsayımı altında işlemektedir. Ayrıca, tüm firmaların kendi hedeflerine başarıyla ulaştığı inancına sahiptirler. Bununla birlikte, bu teorilerde denge pozisyonunu belirleyen faktörler bir teoriden diğerine değişmektedir. Vergi temelli takas teorilerine göre, faiz vergisi kalkanının avantajları, daha fazla borç almanın dezavantajları, özellikle de iflasla ilişkili masraflar tarafından reddedilmektedir. Baxter (1967) ve Kraus ve Litzenberger (1973), vergiye tabi bir şirketin, vergi kalkanının artan değeri olası mali zorlukların mevcut değerine eşitlenene kadar borç yükünü artırması gerektiğini iddia etmektedir.

Sermaye yapısına ilişkin çeşitli teoriler, kaldıraç ve kârlılık arasındaki ilişkiye dair birbirine zıt görüşlere sahiptir. Dengeleme teorisi, rasyonel yönetimin borcu tercih

ederek vergi avantajlarını optimize etmeye çalıştığını ileri sürmektedir. Sonuç olarak, profesyonel firmalar borç vergi kalkanının değerini maksimize etmek için kaldıraç oranlarını artırma eğilimindedir (Myers, 1984). Metinde, şirketlerin ek borcun vergiler açısından avantajları ile finansal sıkıntıların potansiyel maliyetleri arasında bir denge kuracak borç seviyelerine ulaşmaya çalıştıkları öne sürülmektedir. Borcun vergi avantajları, temsilcilik ve iflas masrafları ile birlikte, yüksek kârlı işletmeleri sermaye yapılarına daha fazla borç dahil etmeye teşvik edebilmektedir. Bu olgunun ardında yatan neden, yüksek kâr elde eden işletmelerin borç geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirme kapasitelerinin daha yüksek olması nedeniyle iflas riskine daha az eğilimli olmalarıdır. Sonuç olarak, daha düşük borç maliyetleriyle vergi kalkanlarını en üst düzeye çıkarmak için daha fazla borç finansmanı arama eğilimindedirler. Dengeleme teorisine göre, aşağıdaki faktörlere bağlı olarak kaldıraç ve karlılık arasında pozitif bir korelasyon bulunmaktadır.

Borç-öz sermaye oranı arttıkça, faiz vergisi kalkanı ile iflas arasında bir denge söz konusu olmakta ve optimal sermaye yapısı olan D/E ortaya çıkmaktadır. Üstteki eğri borç finansmanından elde edilen vergi kalkanı faydalarını gösterirken, alttaki eğride eksi iflas maliyeti gösterilmiştir.



Şekil 2. Statik Dengeleme Teorisi

1.1.2.5.2. Dinamik Dengeleme Modeli

Sermaye yapısının dinamik olarak ayarlanması konusunda geniş bir literatür bulunmaktadır. Bu literatür bankasındaki ortak bir tema, arzu edilen veya optimal borçluluk ile gerçeğin hiçbir zaman eşit olamayacağıdır. İşlem maliyetleri ve finansal piyasa aksaklıkları gibi piyasa sıkıntıları, gerçek borçların istenilen düzeyde ayarlanmasını engelleyebilmektedir. Fischer ve ark. (1989) küçük yeniden sermayelendirme harcamalarının bile zaman içinde bir şirketin borç/öz kaynak oranında önemli değişikliklere yol açabileceğini gösterirken, Leland (1998) en uygun borç seviyesini belirleyerek vekâlet maliyetlerinin önemini vurgulamıştır.

Myers'a (1984) göre, uyum maliyetleri statik takas teorisi kapsamında çok fazla önem taşımamakta ve nadiren tartışılmaktadır. Bununla birlikte, optimal orana doğru kademeli bir kaymaya yol açan ayarlama maliyetleri bulunmaktadır. Firmaların ideal senaryodan sapan öngörülemez olayları ortadan kaldırması mümkün değildir. Ancak, ortak bir hedef orana sahip şirketlerin bir alt kümesinde geçerli borç oranlarının kesitsel dağılımını incelemek mümkündür.

Dinamik dengeleme teorisine göre, şirketler değerlerini maksimize etmeye çalışmakta ve bu hedeften herhangi bir sapma maliyete neden olmaktadır. Sonuç olarak, bu tür sapmalar zaman içinde kademeli olarak ortadan kaldırılacaktır. Mevcut literatür genellikle uzun vadeli hedef kaldırıcının varlığını desteklemekte ve tipik bir firmanın belirli bir hedefe uyum hızının (SOA) da kademeli olarak bu hedefe yakınsadığı, ancak bu SOA'nın büyüklüğünün de henüz çözülmüş bir konu olmadığı fikrini kabul etmektedir (Frank ve Goyal, 2007). De Miguel ve Pindado (2001) tarafından yıllık yaklaşık yüzde 80'lik çok yüksek bir SOA olduğu bulunmuştur. Özkan (2001)'de yılda 50'den fazla nispeten hızlı olan Flannery ve Rangan (2006), dengeleme teorisi lehine kanıt olarak yorumladıkları yıllık yüzde 35'lik hızlı ancak daha makul bir SOA'yı belgelemektedir. Buna karşılık, Fama ve French (2002), temettü ödeyenler için minimum yüzde 7 ve temettü ödemeyenler için maksimum yüzde 18 arasında değişen yavaş bir SOA bulurken, Huang ve Ritter (2009) yıllık yüzde 17'lik bir SOA bulmuşlardır. SOA'nın durgunluğuna rağmen, Fama ve French (2002) bulgularını dengeleme modeliyle uyumlu olarak yorumlamakla birlikte, sonucun Finansman Hiyerarşisi Teorisini reddetmek için kullanılamayacağını da ileri sürmüşlerdir. Yavaş bir SOA, sermaye yapısı ile ilgili kararların alınmasında takas faktörlerinin dikkate alınması gereken birincil faktör olmayabileceği anlamına gelmektedir.

SOA'da gözlemlenen çeşitliliğin makul bir açıklaması, farklı ülkelerdeki ekonomik koşullar, kurumsal çerçeveler, vergi rejimleri ve sermaye yapısına ilişkin kararlarla ilgili yönetim mekanizmalarındaki farklılıklara bağlanabilmektedir (Antoniou ve ark., 2008).

Bununla birlikte, SOA'nın aynı ülke içindeki firmalar arasında ve aynı tahmin yöntemini kullanan çalışmalarda bile heterojenlik göstermesi muhtemeldir. Flannery ve Hankins (2007), sermaye yapısı kararlarının optimal kaldıraç seviyesi, bu kaldıraçtan sapmanın maliyeti ve optimal kaldıraç seviyesine uyum sağlamanın maliyetleri tarafından belirlendiği dinamik bir sermaye yapısı teorisi önermiştir. SOA, bir firmadan diğerine farklılık gösteren ve SOA'larda değişikliklere yol açan yeniden dengelemenin maliyet ve faydalarına bağlıdır. Elsas ve Florysiak'a (2011) göre, firmaların temerrüt riski düzeyi, beklenen iflas maliyetleri ve hedeften sapmanın fırsat maliyetleri ile SOA'nın değeri arasında pozitif bir korelasyon bulunmaktadır. Ayrıca, Drobetz ve Wanzenried (2006) daha hızlı büyüyen ve hedeflerinden daha fazla sapan

firmaların hızlı bir şekilde uyum sağlama kabiliyetlerinin daha yüksek olduğunu bulmuştur. Byoun'a (2008) göre, tek bir sabit SOA kullanarak tüm firmaların sermaye yapısı dinamiklerini yakalamak mümkün değildir. Bunun nedeni, SOA'nın finansal açıktan ve bir firmanın aşırı veya düşük kaldıraçlı olmasından etkilenebilmesidir. Byoon (2008), finansal fazlası hedef borcun üzerinde olan firmaların uyum oranının %33, finansal açığı hedefin altında olan firmaların uyum oranının ise %20 olduğunu tespit etmiştir. Buna karşılık, hedef sermaye yapısında eksiklik olan şirketlerin oranı yüzde 3, fazla olan ve hedeflerini aşan şirketlerin oranı ise yüzde 2 olarak bulunmuştur. Buna ek olarak, Dang ve ark. (2012) önemli finansman farklılıkları, önemli yatırımlar veya düşük kazanç oynaklığı olan şirketlerin hedef sermaye yapılarına daha hızlı uyum sağladıklarını keşfetmiştir.

1.1.2.6. Temsil Maliyetleri Teorisi

Jensen ve Meckling (1976) tarafından ortaya atılan teori, temsil maliyetinin sahipler ve yöneticiler arasındaki çıkar farklılığından kaynaklandığını ileri sürmektedir. Ayrıca teori, bir şirketin yöneticiler ve sahipler arasındaki çatışmalarla ilişkili maliyetleri azaltarak optimal bir sermaye yapısına ulaşabileceğini öne sürmektedir. Buna ek olarak, Jensen ve Meckling (1976) bir firmadaki borç seviyesinin, firmanın kendisinden ziyade yöneticilerin firmanın hedeflerine ulaşmadaki performansını izlemek için etkili bir gösterge olarak hizmet ettiğini açıklamaktadır. Dolayısıyla, bu eylem sayesinde bir şirket toplam harcamalarını etkili bir şekilde azaltabilmekte ve operasyonel verimlilik yolunda ilerleyerek finansal performansını artırabilmektedir (Buferna ve ark., 2005).

Geçmiş akademik literatür, bir şirketin kaldıraçla ilgili kararının genel piyasa değeri üzerinde etkisi olduğunu ileri sürmektedir (Jensen, 1989). Bununla birlikte, kurumsal finans alanındaki temel çıkmaz, işletme yöneticilerinin ve hissedarların farklı çıkarlarının nasıl uzlaştırılacağı ve hissedarların firmalarını genişlemeye yönlendirmelerinin nasıl kısıtlanacağıdır (Jensen, 1989; 1986). Temsil Maliyeti Teorisi, bir şirketin varlıklarını ve faaliyetlerini finanse etmek için kaldıracını artırarak yöneticilerini yönetmesi ve hedeflerine ulaşması için bir araç sunmaktadır. Ancak artan borç, şirketin yöneticileri için tasfiye ve potansiyel iş kaybı riskini artırmaktadır.

1.1.2.7. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order) ve Bilgi Asimetrisi

Mükemmel işleyen sermaye piyasasının MM varsayımı olarak Myers ve Majluf (1984), Dengeleme Teorisinin rekabetçi bir fikri olarak tanımlanan bu teoriyi sunmuşlardır. Aslında, Myers ve Majluf (1984), bu modeli Donaldson'un (1961) işletme yöneticilerinin dış borçtan ziyade iç kullanılabilir fonları tercih ettiğini öne süren varsayımlarını dikkate alarak ortaya atmışlardır. Bu nedenle, bu teori önce elde tutulan kazanç sonra borç ve son olarak da öz sermaye olarak tercih edilmektedir (Myers ve Majluf, 1984).

Myers ve Majluf (1984), teorilerinin davranışının asimetrik bilgi bulgularına bağlı olduğunu açıklamışlardır. Onlara göre, bir işletme için finansman maliyeti, asimetrik bilgi ile önemli bir ilişkiye sahiptir. Finansman Hiyerarşisi Teorisi, dış finansörlerin firmaların değeri, gelecekteki büyüme fırsatları ve varlıkları hakkında doğru dürüst bir fikre sahip olmadıklarını açıklamaktadır. Bu nedenle firmanın hisse senedi fiyatı piyasada doğru bir şekilde değerlendirilememektedir. Bu nedenle, işletme projeleri için dış finansmana ihtiyaç duyduğunda, dış yatırımcılar hisselerin fiili net bugünkü değerinden daha yüksek fiyattan satın almaktadırlar ve bu da mevcut hissedarların mülkiyet haklarının zayıflamasına neden olmaktadır (Chen ve Hammes, 2004). Özellikle, MM önermeleri doğrultusunda, Finansman Hiyerarşisi Teorisi optimal olan sermaye yapısı kavramını göz ardı etmektedir (Luigi ve Sorin, 2009). Sonuç olarak, Myers ve Majluf (1984), bu sermaye yapısı teorisinin dört temel varsayımını sunmaktadırlar (i) Birincisi, firmalar iç finansmanı tercih eder (ii) İkincisi, borç öz sermayeye tercih edilir (iii) Üçüncüsü, işletme öz sermayeye doğru ilerler (iv) Son olarak, işletme, katı temettü ödeme politikası izleyerek, firmanın öngörülen yatırım projesiyle uyumlu olması gereken hedeflenen temettü ödeme oranını seçer.

Myers ve Majluf (1984), iyi tanımlanmış bir hedef borç oranı olmadığını iddia eden finansman hiyerarşisi teorisini ortaya atmıştır. Bu teori, Donaldson'ın (1961) kitabı da dahil olmak üzere daha önceki kurumsal araştırma literatüründen etkilenmiştir. Finansman Hiyerarşisi Teorisi, işletmelerin dış (borç) finansmanı yerine iç (gelir) finansmanı tercih ettikleri bir optimal yapının olmadığını varsaymıştır. Ayrıca bu teori, fiili borç oranlarındaki zaman serisi varyansının çok daha fazlasını açıklamıştır. Finansman Hiyerarşisi Teorisinin pratiği üzerine geniş çapta bir tartışma yaşanmıştır,

ancak tartışmasız olan şey, ancak Finansman Hiyerarşisi Teorisinin pratikteki avantajları tüm taraflar tarafından kabul edilmektedir.

1.1.2.8. Sinyalleme Teorisi

Bu teori Ross (1977) tarafından ortaya atılmıştır ve firmanın üst yönetiminin, açıklanan hisse senedi için yüksek değer elde etmek ve firmanın değerini artırmak için varlıklara ve projelere ilişkin içsel bilgilerini yabancı yatırımcılarla paylaşmaktan tamamen sorumlu olduğunu açıklamaktadır. Bununla birlikte, şirket yöneticileri genellikle kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmekte ve dış hissedarlara doğru bilgi vermeyebilmektedir (Markopoulou ve Papadopoulos, 2009). Sonuç olarak, bu durum dış yatırımcıların şirketin faaliyetlerine ilişkin yanlış algıya kapılmalarına ve şirketin yeterli varlıklara sahip olmadığı ve daha düşük bir piyasa değerine sahip olduğu sonucuna varmalarına neden olabilmektedir. Teknik açıdan bakıldığında bu sorun, yatırımcılarla etkili bir şekilde iletişim kuran bir mali politika uygulanarak ele alınabilmektedir.

Özellikle bu teori, piyasa değeri düşük olan firmalar için uygun değildir. Bhattacharya ve Dittmar'a (2004) göre bir işletme, işletme için değerli olan bu sinyalleri dış yatırımcılara iletmeli, olumlu sinyaller sağlamalı ve bir firmanın toplam değerinin artmasına yardımcı olmalıdır.

1.1.2.9. Piyasa Zamanlama Teorisi

Piyasa Zamanlama Teorisine göre, bir şirket piyasa zamanlamasını dikkate almakta ve hisselerinin değeri aşırı tahmin edildiğinde hisse senetlerini çıkarmakta ve düşük tahmin edildiğinde geri satın almaktadır (Baker ve Wurgler, 2002). Hipotez, bir şirketin yönetiminin, kuruluşları için borç finansmanı seçeneklerine ilişkin kararlar almak için en uygun zamanlama konusunda genellikle bilgisiz olduğu fikrine dayanmaktadır. Bu durum, yönetimin sermaye yapısını oluşturmak için en uygun zamanın belirleyicilerini tespit etmekle görevlendirildiği durumlarda zorlu bir sorun teşkil etmektedir. Piyasa Zamanlama Teorisi, piyasayı göz önünde bulundurarak işletme hisselerinin alım ve satımı için uygun zaman dilimini seçmede firmaların finansal yönetimini kolaylaştırmaktadır. Bu teoriye göre, bir firmanın hisse senedinin fiyatı aşırı değerlendirildiğinde, işletme operasyonel projelerini gerçekleştirmek için

borçlanmayı tercih etmelidir; aksi takdirde, değerinin altında olacak ve öz sermaye finansmanına güvenmek zorunda kalacaktır (Setyawan, 2011).

Baker ve Wurgler (2002) piyasa zamanlamasının bir şirketin sermaye yapısına ilişkin kararını etkileyen çok önemli ve temel bir belirleyici olduğunu iddia etmektedir. Ancak, finans yöneticileri, firmalarının sermaye yapısı için borç ve öz kaynak arasında seçim yaparken bu belirleyiciyi sıklıkla göz ardı etmektedir. Ayrıca, Finansman Hiyerarşisi Teorisi ile tutarlı olan firmaların, piyasa zamanlama teorisi ile tutarlı olan firmalara kıyasla, borcuna veya öz sermayesine doğru hareket etmediklerini açıklamaktadır. Teknik olarak, bu teori, bir işletmenin hisse fiyatları daha yüksek ve fazla tahmin edildiğinde hisse senedi çıkaracağını açıklamaktadır. Benzer şekilde, bir işletme hisse fiyatı veya piyasadaki deftere değeri düşük değerde olduğunda öz sermayeyi geri satın alacaktır (Luigi ve Sorin, 2009). Ancak Hovakimian (2006), bir firmanın sermaye yapısı için piyasa zamanlamasını dikkate almanın, firmanın öz sermaye ve borç için borç seçimleri üzerinde kayda değer veya uzun süredir devam eden önemli bir etkisi olmadığını açıklamaktadır. Aynısı, firmanın borç sermayesi seçimi için piyasa zamanlaması değerlendirmesinin uzun ömürlü olmadığı ve en fazla iki yıl içinde kaybolduğu sonucuna varan Altı (2006) tarafından da doğrulanmıştır.

1.1.2.10. Serbest Nakit Akışı Teorisi

Serbest nakit akışı teorisi, bir şirketin yatırımlar da dahil olmak üzere tüm giderlerini karşıladıktan sonra kalan bakiyesiyle ilgilidir. Bu finansal ölçüt, şirkete hissedar ve şirket değerini artıracak fırsatları takip etme kapasitesi sağladığı için önemlidir. Açıkçası, yetersiz nakit ile yeni ürünler yaratmak, işletme maliyetlerini karşılamak, temettüleri bölmek ve borçları kapatmak zordur (Afrasiabishani ve diğerleri, 2012). Bir işletme için sermaye yapısı ile ilgili olarak bu teori, borç ve temettülerin ödenmesinden kaynaklanan faiz maliyetini kapatarak serbest nakit akışının kullanılmasının, işletme yöneticilerinin firmanın nakitini özel amaçlar için kötüye kullanmasını engellediğini açıklamaktadır. Ayrıca bu teori, mevcut serbest nakit akışı seviyesini azaltmak için temettü dağıtımından önce borcun anapara ve faiz maliyetinin ödenmesine öncelik verilmesini savunmaktadır (Jensen, 1986).

1.1.3. Değerlendirme

Net Gelir (NI) ve Net Faaliyet Geliri (NOI) yaklaşımları da dahil olmak üzere ilk sermaye yapısı teorileri, optimal sermaye yapısı kavramını içermemektedir. Bununla birlikte, geleneksel teoriye göre, firmaların optimal bir sermaye yapısına sahip olduğu varsayılmaktadır. Daha sonra Miller ve Modigliani I. önermesi, vergi kalkanının olmadığı mükemmel işleyen sermaye piyasasında firmaların sermaye yapısının değeri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını açıklığa kavuşturmuştur. Daha sonra, II. bir önermede faiz vergisi kalkanı eklenmekte ve borcun firmanın kaldıraç etkisinde kullanılmasının toplam piyasa değeri üzerindeki etkisi açıklanmaktadır. Daha sonra, Statik Dengeleme teorisi, bir firmanın borçtan elde edilen maliyet ve faydalar arasında değiş tokuş yaparak optimal sermaye yapısına ulaşabileceği sonucunu ifade etmektedir. Karşılaştırmalı olarak, Dinamik Dengeleme teorisi zaman unsurunu dikkate almaktadır ve firmanın optimal sermaye yapısı seviyesinden sapabileceğini ancak çeşitli piyasa güçlerinin varlığında optimal veya hedeflenen noktaya geri dönebileceğini açıklamaktadır. Bir Rekabetçi Dengeleme teorisi olarak kabul edilen Finansman Hiyerarşisi teorisi, bir şirketin sermaye yapısı ihtiyaçlarını karşılamak için birincil araç olarak iç fonların kullanımına öncelik verdiğini, bunu son çare olarak borç ve öz sermayenin izlediğini öne sürmektedir. Piyasa zamanlama teorisi, bir firmanın hisse beyanının zamanlamasını dikkatle değerlendirmesi gerektiğini öne sürmektedir. Temsil Maliyeti Teorisi ise, yöneticiler ile işletme sahipleri arasındaki çatışmanın maliyetlere yol açtığını öne sürmektedir. Öte yandan, Serbest Nakit Akışı Teorisi, önce borçtan kaynaklanan faiz maliyetinin ödenmesine ve ardından firmanın yöneticisinin mevcut parayı kötüye kullanmasını engellemek için temettülerin ödenmesine dikkat çekmektedir. Ayrıca, Sinyallenme Teorisi, kurumun üst kademesinin, hisse senetleri için en uygun fiyatı elde etmek ve firmanın piyasa değerini artırmak amacıyla gizli bilgilerini dış yatırımcılara ifşa etme sorumluluğunu taşıdığını ileri sürmektedir. Yukarıda tartışılan tüm teoriler göz önünde bulundurulduğunda, optimal sermaye yapısının seçilmesiyle ilgili tüm önemli kavram ve unsurları kapsamlı bir şekilde içeren tek bir sermaye yapısı teorisi olmadığı sonucuna varılabilmektedir. Yukarıda belirtilen gözlem, sermaye yapısının çözülmemiş olduğunu göstermektedir.

1.2. Ortaklık Yapısı

1.2.1. Ortaklı İşletme Yapısı

İşletme yapıları, mal sahiplerini sorumluluktan korumaya yardımcı olmaktadır ve bir işletmeyi yönetmenin vergi avantajlarını en üst düzeye çıkarmalarını sağlamaktadır.

1.2.1.1. Genel İş Ortaklıkları

En temel düzeyde bir iş ortaklığı, birleşmeyi seçen tüccarlar arasındaki bir iş birliğidir. Bu tür bir ortaklık herhangi bir yasal tanınma taşımaz ve sadece birlikte çalışmak isteyen iki veya daha fazla kişi arasında yapılan bir anlaşmadır. Tek yasal yükümlülük, ortaklığın HMRC'ye kayıtlı olması ve her ortağın kendi kendini değerlendirmek için kaydolması ve ayrı bir vergi beyannamesi sunmasıdır. İşletmenin karı ortaklar arasında dağıtılabilmekte ve her ortak kendi payına düşen vergiyi ödemektedir (Oppong-Boakye ve ark., 2013).

Her ortak, işletmenin zararından kişisel olarak sorumludur. Bu, borç ödenemez ise, ev veya diğer varlıkların risk altında olduğu ve işletme borçlarındaki paylardan kişilerin sorumlu olduğu anlamına gelmektedir (Sibindi, 2016).

1.2.1.2. İş Ortaklığının Avantajları ve Dezavantajları

İş ortaklığının avantajları

- Esneklik ve destek: Bir işi bir ortakla yürütmek, karşılıklı destek anlamına gelmektedir ve bir ortağın sıkıntı yaşamaması halinde işletme zarar görmemektedir.
- Daha geniş beceriler: İş ortakları tamamlayıcı beceriler ve deneyimler gösterebilmektedirler.
- Daha az doküman işi: Her ortak serbest meslek sahibi olmaya devam ettiğinden, limited işletmelerin idari gereklilikleriyle uğraşmaya gerek yoktur (Gonzalez, 2007).

İş ortaklığının dezavantajları

- Ortak sorumluluk: Tüm ortaklar, işletme tarafından yapılan borçlardan eşit derecede sorumludur ve kişisel varlıklar, alacaklılar tarafından borçları ödemek için talep edilebilmektedir.

- Daha az güvenlik: Bir ortak ayrılırsa, ortaklık ortadan kalkabilmektedir.
- Finansal şeffaflık: Bazı işletmeler ortaklıklarla çalışmaya daha az isteklidir.

Ortaklık iş yapısı, iki veya daha fazla kişinin birlikte bir işi yürütmesinin en basit yollarından biridir (Myers, 2001).

1.2.1.3. En Yaygın İş Ortaklığı Yapıları

İş ortaklarının yapması gereken birincil seçimlerden biri, işleri için en uygun yapıyı belirlemektir. Sınırlı ortaklık (SO) veya sınırlı sorumlu ortaklık (SSO) iki yaygın resmi ortaklık türüdür.

Sınırlı Ortaklık (SO): Sınırsız sorumluluğu olan bir genel ortak olduğunda ve diğer tüm ortakların sınırlı sorumluluğu olduğunda sınırlı bir ortaklık kurulmaktadır. Genel ortak, ortaklığın faaliyetlerini yönetmekten sorumludur. Sınırlı ortaklar genellikle işletmenin ilk finansmanını sağlayan ve işletmenin günlük yönetimine katılmayan pasif yatırımcılar olarak kabul edilmektedir (Sibindi, 2016).

Kârlar, tüm ortakların kişisel vergi beyannamelerine yansıtılmaktadır. Genel ortak, ortaklık karları üzerinden serbest meslek vergisi ödeme sorumluluğunu taşımaktadır. Ayrıca, sınırlı sorumluluğu olan ortaklar, işletmenin operasyonel yönleri üzerinde sınırlı kontrole sahiptir.

Sınırlı sorumlu ortaklığı (SSO): Sınırlı ortaklığa benzer şekilde çalışmaktadır, ancak her ortağın sınırlı sorumluluğa sahip olduğu ayrımına sahiptir. Önemli fark, bir SSO'nun her ortağın kişisel mali durumunu işletmenin mali durumundan ayırmasıdır. İşletmeye karşı yasal işlem başlatılması durumunda kişisel varlıkların korunması sağlanmaktadır. Ayrıca, bu varlıklar işletmenin alacaklılarına veya diğer ortakların borçlarına karşı korunmaktadır. Çoğu durumda, SSO'lar günlük operasyonları denetlemek üzere bir işletme müdürü istihdam etmeyi tercih etmektedir (Rasiah, 2011).

Kolektif Ortaklıklar ve Sınırlı Sorumlu Sınırlı Ortaklıkları: Kolektif Ortaklıklar ve Sınırlı Sorumlu Sınırlı Ortaklıklar herhangi bir devlet prosedürü gerektirmemektedir. Bu ortaklıklar, yazılı bir ortaklık sözleşmesini kabul eden iki veya daha fazla kişinin iş birliğini içermektedir. Ortaklar kendi adları altında vergi beyan etmektedirler. Genel

bir ortaklık, bir iş yapısı kurarken bireyler tarafından aranan önemli bir avantaj olan sorumluluk koruması sunmamaktadır.

Sınırlı Sorumluluk Sınırlı Ortaklık (SSSO), nispeten daha yeni tanıtılmış olan yeni bir ortaklık türüdür. Bu yapıda, günlük işler bir SO'ya benzer şekilde genel bir ortak tarafından yönetilmektedir. Bununla birlikte, genel ortağın sorumluluğu sınırlıdır ve her ortağın sorumluluktan korunmasını sağlamaktadır.

Ortaklık, birden fazla sahibi olan işletmeler, ortaklığın faydalarından yararlanmak isteyen ancak işletmeyi yönetmek istemeyen profesyonel gruplar veya SSŞ veya işletme gibi daha resmi bir yapı kurmadan önce yeni bir işletmeyi test etmeyi amaçlayan girişimciler için faydalı bir düzenlemedir.

Girişimciler, işletmeleri aşağıdaki kategorilerden birine giriyorsa, ortaklık yapısında çalışmaya karar verebilirler:

- İşletmenin birden fazla sahibi varsa.
- Düşük karlı, düşük riskli bir iş ise.
- Sınırlı bir müşteri tabanına sahip ise.
- Bir hobiden işletmeye geçiş yapan bir girişim ise.

İki veya daha fazla kişi arasında bir ortaklık sözleşmesi, genel bir ortaklık kurmak için tek gerekliliktir. Teorik olarak, ortaklığa el sıkışarak başlanabilse de uzmanlar yazılı bir anlaşma yapılmasını tavsiye etmektedirler (Shyam-Sunder ve Myers, 1999).

Diğer ortaklık yapıları (SO, SSO, SSSO), işletmenin bulunduğu devlette resmiyete sahip olmasını gerektirmektedir. Bu tür ortaklıkların kurulması, işletme sahiplerinin, ticari banka hesaplarının oluşturulması ve gerekli izin ve lisansların alınması da dahil olmak üzere resmi bir işletmenin belirli unsurlarını sağlamasını gerektirmektedir. Belirli yerlerde, bir işletmenin çevrimiçi olarak kaydolması mümkündür, ancak diğer alanlarda belgelerin şahsen veya posta yoluyla sunulması gerekebilmektedir.

İşletmeler: İşletmeler en karmaşık iş yapısıdır. Bir işletme, genellikle hissedarlar olarak adlandırılan sahiplerinden veya işletmecilerinden özerk ve farklı bir tüzel kişiliktir. Bir işletme, hissedarları tarafından yapılan sözleşmelerden farklı sözleşmeler yapma kapasitesine sahiptir, ancak aynı zamanda vergi ödemesi gibi belirli yükümlülükler de taşımaktadır. Ticari kuruluşlar genellikle daha büyük, köklü ve çok

sayıda çalışmanı olan şirketler için veya diğer kriterler karşılandığında daha avantajlıdır. Mülkiyet, hisse ihracı yoluyla kurulmaktadır (Baral, 2004).

Sorumluluk: Bir işletme, sürekli olan ve hissedarlarının ölümü üzerine sona ermeyen bir tüzel kişilik olarak kabul edilmektedir. Bir işletmenin hissedarları sınırlı sorumluluk hakkına sahiptir, bu da işletmenin maruz kaldığı herhangi bir borç ve yükümlülükten şahsen sorumlu olmadıkları anlamına gelmektedir. Hissedarların potansiyel kayıpları, işletmeye yatırdıkları miktarla sınırlıdır. Kişisel çek hesaplarının ticari amaçlarla kullanılması tavsiye edilmez ve müşterilerle iletişim kurarken işletme adının kullanılması gerekmektedir.

Oluşum: İşletmeler, yerine getirilmesi karmaşık prosedürler içermektedir, çok fazla yasal ve muhasebe gereksinimlerine sahiptir ve kendi işinin patronu olanlardan, ortaklıklardan veya SSS'lerden daha karmaşıktır. Bir işletmenin en büyük dezavantajlarından biri, yönetim kurulu tarafından yüksek düzeyde yönetim ve gözetimdir. Çoğu zaman, bu, birden fazla hissedar veya yatırımcı bulunduğundan dolayı karar vermeyi zorlaştırmaktadır (Yiğit, 2016).

1.2.1.4. Ortaklık Kurmanın Zorlukları

Sorumluluk: Genel ortakların sınırsız sorumluluğu vardır, yani ortaklığın yükümlülüklerinden sorumlu oldukları için kiminle ortaklığa gireceklerini dikkatlice seçmeleri gerekmektedir.

Serbest meslek vergileri: Genel ortak, bir ortaklık yoluyla elde ettiği gelir üzerinden serbest meslek vergisi ödemesi gerekmektedir. Bununla birlikte, IRS'ye göre, sınırlı bir ortak, bir ortaklığın gelirinin kendi payına düşen kısmı için serbest meslek vergisi ödemekten muaftır. Bununla birlikte, alınan garantili ödemeler üzerinden serbest meslek vergisi ödemek zorundadırlar. Garantili ödemeler, ortaklığa veya ortaklık adına verilen herhangi bir hizmet için yapılan ödemeleri içermektedir (Mohohlo vd., 2008).

1.2.2. Tek Ortaklı İşletme Yapısı

Şahıs Şirketi, sahibi ile işletme arasında herhangi bir yasal ayırım olmaksızın tek bir kişi tarafından sahip olunan ve işletilen bir işletmedir. Küçük işletmeler için en yaygın yasal yapı biçimidir.

Vergilendirme: Şahıs şirketlerine doğrudan vergi uygulanmaktadır. Ticari kuruluşun kendisi vergi beyannamesi vermekten sorumlu değildir.

Sorumluluk: Bir şahıs şirketinin sorumluluğu, bireyin işletmenin tüm borç ve yükümlülüklerinden şahsen sorumlu olmasıdır. Ancak sigorta yaptırarak ve güçlü sözleşme anlaşmaları uygulayarak bu riski azaltmak mümkündür.

Oluşum: Şahıs şirketi, iş yapmanın en basit yöntemidir. Bir şahıs şirketi kurmanın gerektirdiği masraflar asgari düzeydedir ve yalnızca sınırlı sayıda formalite gerekmektedir (Deesomsak, 2004).

Tek Kişilik İşletmelerin avantajları ve dezavantajları aşağıdaki gibidir.

Avantajlar

- Kurulması kolaydır
- Kazanç bölüşülmez
- Yetki tek elde toplanır
- Çabuk karar alınır ve uygulanır
- Değişikliklere daha kolay uyum sağlanabilir
- Kişiye saygınlık kazandırır
- Kolay ve oldukça ucuzdur.
- Mal sahibi, işletme üzerinde mutlak kontrole sahiptir.

Dezavantajlar

- Sınırsız sorumluluk
- Büyüme olanaklarının sınırlı olması
- İşletmenin yaşamı sürekli değildir
- İşletmenin büyümesi ile kişi yönetimde yetersiz kalır
- Kredi alma olanakları sınırlıdır
- Yetenekli işgücü sağlamada güçlüklerle karşılaşılabilir
- Mal sahibi, işletme tarafından yapılan tüm yükümlülüklerden sorumlu olduğu için riske sınırsız kişisel maruz kalma hakkına sahiptir.

- Yatırımcılar genelde tek mal sahibi olarak örgütlenmiş bir işletmeye yatırım yapmazlar (Myers, 2001).

1.2.3. Çok Ortaklı İşletme Yapıları

Çok ortaklı bir işletme yapısı, sahiplik ve yönetim sorumluluklarını paylaşan birden fazla ortağı içeren bir işletme türüdür. Bu yapı türü yaygın olarak ortaklıklarda, limited şirketlerde (LLC'ler) ve bazı şirket türlerinde kullanılır. Her ortak tipik olarak işletmeye sermaye, kaynak veya uzmanlık katkısında bulunur ve işletmenin kar ve zararlarını paylaşır. Ortaklıklar, sermayeye daha fazla erişim, paylaşılan uzmanlık ve azaltılmış risk dahil olmak üzere çeşitli avantajlar sunabilir. Bununla birlikte, çok ortaklı yapıların yönetimi karmaşık olabilir ve işletmenin başarısını sağlamak için tüm ortaklar arasında açık anlaşmalar ve iletişim gerektirir (Myers, 2001).

1.3. Karlılık Teorileri

Bu hususta en önce kar ve karlılık arasında bulunan ayrımın tam bir şekilde ortaya koyulması gereklidir. Kar, muhasebe açısından, bir girişimdeki toplam elde edilmiş olan gelirden, bu gelirlerin elde edilmesi için harcanmış olan bütün masrafların çıkartılmasının sonucunda elde edilmesi iken karlılık ise belli bir yatırımın, kullanımından ortaya çıkan geriye dönüşün mevcudiyeti biçiminde tanımlanmaktadır. Takas Teorisi ise, kar sağlayan firmaların kurumlar vergisini dengelemek amacıyla daha fazla kaldıraç kullanmasının gerekliliğini kabul etmektedir (Gonzalez, 2007).

1.3.1. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Finansal Hiyerarşi Teorisi, başlangıç olarak optimal bir sermaye yapısını temel almamaktadır ve firmaların dış finansman ziyade iç finans kullanmaya eğilim gösterdiklerine dair ampirik gerçekleri kullanmaktadır. İç fonlar tarafından yatırım fırsatlarının finanse edilmesinde yetersiz kalınması durumunda firmalar kimi zaman dış finansmanlardan yardım almakta kimi zaman da bu yoldan destek almamaktadırlar. Dış finansman kullanıldığı takdirde farklı dış finansman kaynaklarının arasında seçim yapılırken de asimetrik bilgidan kaynaklanmakta olan ek maliyetleri minimize etmek hedeflenmektedir. Buradaki ikinci maliyetlerden kasıt temelde dış yatırımcıların, piyasada bulunan ortalama bir firmanın maruz kalacağı başarısızlık riski hakkındaki "limon primi" sorusunu ifade etmektedir (Akerlof, 1970). Meydana gelen finansal

hiyerarşi ise şöyledir: İlk başta içeriden bulunmuş olan fonlar, sonrasında düşük riskli borç finansmanı ve ardından hisse finansmanıdır.

Myers ve Majluf (1984) açısından ise, dış yatırımcılar mantıklı olarak firmanın hisse bedelini düşürmeleri durumunda yöneticilerin risksiz borcun yerine hisse ihracı gerçekleştirmeleri muhtemeldir. Böyle indirimlerden kaçınabilmek amacıyla yöneticiler mümkünse öz kaynaklardan uzak durmalıdır. Myers ve Majluf Modeli, yöneticiler tarafından bir finansal hiyerarşinin takip edileceğini, ilk başta iç fonların sonrasında da riskli borcun ve nihayetinde de öz kaynakların kullanılacağını varsaymaktadır. Yatırım fırsatlarına sahip olunmadığı takdirde firmalar, gelecekte oluşması muhtemel dış kaynaklara bağımlılık derecelerini azaltmak için karlarını ellerinde tutmakta ve finansal bir depo oluşturmak istemektedirler.

Finansal Hiyerarşi Teorisi, piyasa değeri/defter değeri oranını bir yatırım fırsatı ölçütü şeklinde görmektedir. Bu durum değerlendirildiğinde hem Myers (1984) hem de Fama ve French (2000), piyasa değeri/defter değeri oranıyla sermaye yapısının arasında doğru bir ilişkinin Statik Finansal Hiyerarşi Modeli ile uyuşmasındaki zorluğundan bahsetmişlerdir. Statik model tekrarlandığı takdirde yüksek yatırım fırsatlarından ortaya çıkan dönemlerde kaldırıcın yükseleceği şeklinde bir sonuç çıkabilmektedir. Ama yazarlar tarafından ulaşılan sonuçlar, geçmişteki yüksek piyasa değeri/defter değeri oranlarının geçmişteki yüksek yatırımlarla kesiştiği miktarda bu tür dönemlerin kaldırıcı aşağı yönde çekme eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Ampirik bulgular hem Finansal Hiyerarşi Teorisi'ni hem de Takas Teorisi'ni desteklemektedir. Finansal Hiyerarşi ya da Takas Teorisi'ndeki, gözlemlenmiş olan sermaye yapılarının daha iyi bir göstergesinin bulunup bulunmadığına dair ampirik testler, her iki sermaye yapısı teorisi için de desteklerde bulunmaktadır (Shyam ve diğerleri, 1999; Fama ve French, 2002).

Neticede Finansal Hiyerarşi Teorisi, toplu dış finansmanın ne sebeple borçtan kaynaklanmış olduğunu, daha çok kar eden firmaların neden daha az borçlandığını açıklama yeteneğine sahiptir.

Takibi yapılan sıralama ise şu şekildedir:

- Firmalar iç finansmanı tercih etmektedir.

- Dış finansman gerekliyse firmaların önceliği en güvenli senetleri ihraç etmektedir.

Borç ile başlamaktadırlar ve sonrasında hisse senedine dönüştürülebilir tahviller gibi muhtemel hibrit menkul kıymetler ve nihayetinde de son çare olarak hisselere dönmektedirler.

Finansal Hiyerarşi Teorisi, yüksek karla dağıtılmamış olan kar ve amortisman şeklinde yeterli iç fonları bulunan büyük firmalar için uygundur. Bu firmalar, sıkı bir temettü politikası ve hedef temettü ödeme oranı izlemektedirler. Yani bu teori, yüksek kar sağlayan firmaların iç fonları kullandıklarını ve gerekliyse hisse ihracından ziyade borç olarak ihtiyacı olan dış fonları sağladıklarını ifade etmektedir.

Finansal Hiyerarşi Teorisi, hızla büyüyen firmaların, finansal ihtiyaçlarının da yüksek olduğunu ve yöneticilerin de hisse ihracı konusunda isteksiz olmalarından dolayı yüksek borç oranlarıyla karşılaşacaklarını iddia etmektedir (Oppong- Boakye ve diğerleri, 2013).

1.3.2. Serbest Nakit Akışı Teorisi

Serbest Nakit Akışı Teorisi, hususiyetle aşırı derecede yatırım yapmak isteyen yetişkinlik evresinde bulunan firmalar hedef alınarak hazırlanmıştır. Firmadaki işletme nakit akışının karlı yatırım fırsatlarından önemli derecede büyük olması halinde finansal sıkıntı tehdidi olsa da yüksek borç seviyesinin firmanın değerinde artış sağlayacağını ifade etmektedir (Myers, 2001). Bu durumda kara geçme kapasitesi, finansal sıkıntı tehdidi bulunsa da firmanın değerini yükseltmektedir. Pozitif serbest nakit akışı sahibi firmalar bu akıştan borç oranlarını düşürmek amacıyla yararlanmaktadırlar. Negatif serbest nakit akışı sahibi firmalar ise, iç fondaki eksikliğe cevap vermek için borç oranlarında artış yapmaktadırlar. Yüzde ayarlaması, göreceli bir şekilde düşük borç sahibi firmalar ile karşılaştırıldığında borcu daha çok olan firmalar için daha düşük bir şekilde ortaya çıkmaktadır.

1.3.3. Mevcut Teorilerin Değerlendirilmesi

Sermaye yapısı hakkında birçok teorik ve ampirik çalışmalar yapılmış olmasına rağmen hala derin bir şekilde araştırılması gerekli olan ve çözüm bulunamamış bir alandır. Bundan dolayı bir firmadaki sermaye yapısı incelenirken Modigliani-Miller

Teoremi, borç-öz kaynak karşılaştırmasının özelliği hakkında temel bir literatür kaynağıdır. Bir firmanın sermaye yapısı, çeşitli finansman sağlayıcılarla olan ilişkileri tarafından belirlenmektedir. Modigliani ve Miller'ın kusursuz sermaye piyasalarını varsayan teorik çerçevesine göre, farklı finansman seçenekleriyle ilişkili maliyetler birbirinden bağımsız değildir. Sonuç olarak, fırsatçı bir şekilde bir finansman biçimini diğerine tercih etmek herhangi bir ek fayda sağlamamaktadır.

Bunun yanında finansman mutlaka önemlidir; bunun sebebi de vergiler, bilgi seviyeleri arasındaki farklılıklar ve vekâletteki maliyetlerdir. Farklı sermaye yapısı teorileri, bu faktörlerin değişik şekillerde yorumlanmaları sebebiyle birbirlerinden farklı, hatta kimi zaman çelişmekte olan argümanlar sunmaktadır. Her biri alternatif finansman stratejilerinin getirdiği belli maliyetleri ve faydaları dikkate almaktadırlar; bundan dolayı da genel olarak kabul edilecek biçimde tasarlanmamışlardır.

Takas Teorisi açısından vergiler ve iflasın durumu, borcun kurumsal kullanılması bakımından önem arz etmektedir. Öte yandan Finansal Hiyerarşi Teorisi bakımından ters seçim, borcun kurumsal kullanımı bakımından önem arz etmektedir. Eleştiri getirilebilecek noktaları olan her iki teori için de geliştirici özelliği olan ayrıntı ihtiva eden araştırmaların yapılmasına gerek vardır. Piyasa Zamanlama Teorisi ise herhangi bir optimal sermaye yapısının olmadığı; piyasa zamanlama kararlarının, zaman içinde oluşmuş sermaye yapısından kaynaklanan bir sonuç olarak meydana geldiğini kabul etmektedir. Bu açıdan Piyasa Zamanlama Teorisi en açıklayıcı bakış açısına sahiptir denebilmektedir (Amidu, 2007).

2. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. Sermaye Yapısını Etkileyen En Önemli Faktörler

Ampirik literatür, farklı sermaye yapısı teorilerinden elde edilen görüşlere dayanarak, bir firmanın sermaye yapısını veya kaldıracını belirleyen çeşitli işletme düzeyinde nitelikler tanımlamıştır. Bu özelliklerden bazıları profesyonellik, yaş, firmanın büyüklüğü ve projenin varlığının yapısıdır. Dikkate alınması gereken diğer faktörler, firmanın büyümesi, işinin ne kadar riskli olduğu ve vergi ve mülkiyet yapısıdır.

2.1.1. İşletme Yaşı

Bir firmanın yaşı, sermaye yapısı modellerinde sosyal imajı değerlendirmek için kabul edilebilir bir ölçüt olarak kabul edilmektedir. İşletme daha uzun süre faaliyette kaldıkça, kendisi için sürekli olarak iyi bir iş imajı oluşturmaktadır. Bu, yönetimi ve idaresi, ürünleri ve özellikle de piyasa tarafından tanınan (Diamond, 1989) ve kredi değerliliği ile paydaşlarına olan taahhütlerini zamanında yerine getirme kapasitesi açısından edindiği itibar veya iyi niyeti ifade etmektedir.

2.1.2. Karlılık

Finansman Hiyerarşisi Teorisi işletmelerin iş projelerini veya faaliyetlerini finanse etmek söz konusu olduğunda, öncelikle işletme dışından elde edilen fonlar yerine dahili olarak oluşturulan fonu (IGF) kullanacaklarını belirtmektedir. Öncelik sırası olarak da; işletme, en az riskli olan fon kaynağını, en riskli olana göre kullanacaktır. Bu, bir firmanın yöneticilerinin, firmanın finansal sorunları hakkında dışarıdaki diğer paydaşlardan daha iyi bilgilendirilmesi ile olabilmektedir. Dolayısıyla, Myers'ın (1984) belirttiği gibi, paydaşlardan olan yöneticiler ile piyasa katılımcıları da dahil olmak üzere daha az bilgili diğer paydaşlar arasında bilgi asimetrisi bulunmaktadır. Dolayısıyla bu iddiaya bakıldığında IGF'yi kolayca alabilen firmaların bunlara bağlı olacağını söylemek mümkündür. Kazançları elde tutmak, en az maliyete sahip en güvenilir yoldur. Bu nedenle, Titman ve Wessels (1988) ve Barton ve diğerleri (1989), normal şartlar altında çok yüksek getiri sağlayan işletmelerin borç oranlarına orta derecede düşük kalacağı konusunda hemfikirdir. Çünkü ticari faaliyetler veya operasyonlar için gerekli fonları iç kaynaklardan temin etmektedirler.

2.1.3. İşletme Büyüklüğü

Şirketin büyüklüğü, kuruluşun sermaye yapısını veya kaldıracını etkileyen önemli bir faktör olarak kabul edilmektedir. Şirketin satış veya ciro açısından büyüklüğü arttıkça, kullandığı borç miktarı da artmaktadır. Bunun nedeni, daha büyük işletmelerin daha fazla iş segmentine veya gelir akışına sahip olması, bunun sonucunda gelir oynaklığının azalması ve yüksek borç oranlarına dayanma kabiliyetidir. Dış fon sağlayıcıları genellikle daha büyük kaynaklara kredi vermeyi tercih etmektedirler çünkü büyük işletmeler daha düşük iş veya işletme riskine sahiptir. Buna ek olarak, kredilerin ve faizlerin geri ödenmesi de zor olmamalıdır. Bununla birlikte, daha küçük kaynaklar genellikle dış fon sağlayıcılarıyla asimetrik bilgilerle ilgili sorunlarla başa çıkmak daha pahalıdır ve dış kredi alma yeteneklerini kısıtlamaktadır (Oppong-Boakye ve diğerleri, 2013).

2.1.4. Varlık Yapısı (Maddi Varlıkların Ağırlığı)

Bir firmanın varlıklarının niteliği, sermaye olarak uygun borç-öz kaynak karışımının belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Titman ve Wessels'e (1988) göre, bir firmanın varlıkları maddi olduğunda, tasfiye durumunda değerleri daha belirgindir. Dolayısıyla, sermaye yapısı kararları alınırken bu faktörün göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Abor (2008), kaynaklarının önemli bir kısmını maddi duran varlıklara ayıran şirketlerin daha yüksek düzeyde kaldıraç veya dış finansman kaynaklarına bağımlılık sergileyebileceğini öne sürmektedir. Bunun nedeni, maddi varlıkların kredileri güvence altına almak için kolayca teminat olarak kullanılabilmesidir. Dolayısıyla, bu tür kredilerle yaygın olarak ilişkilendirilen ters seçim sorunu azalmaktadır. Buna ek olarak, maddi varlıklardaki artış operasyonel verimliliğin artmasını sağlamaktadır ve yatırımcıları cezbetme potansiyeline sahiptir (Oppong-Boakye ve ark., 2013). Myers (1984) uzmanlaşmış veya maddi olmayan varlıklara sahip firmaların daha az borçlanma eğiliminde olduğunu iddia etmiştir. Bunun nedeni, maddi olmayan varlıkların finansal sıkıntı sırasında amortismanına tabi olması ve dolayısıyla firmanın finansal sıkıntıya girme olasılığını artırmasıdır. Şirketin varlıklarının değer kaybetme olasılığı da artmaktadır.

2.1.5. İşletme Riski

Bir şirketin faaliyetlerinde mevcut olan risk düzeyi, sermaye yapısının belirlenmesinde önemli bir faktör olarak kabul edilmektedir. Catanias'a (1983) göre, bir şirket için en uygun borç ve öz kaynak kombinasyonu, vergi kalkını iflas maliyeti teorisi ile açıklanabilecek olan operasyonel riskine bağlıdır.

İşletmenin karlılığı belirsizleştikçe, finansal yükümlülüklerini yerine getirememe ve bu tür giderlere maruz kalma olasılığı artmaktadır. Kazanç genişlemesinde daha yüksek dalgalanmalara sahip kuruluşlar, nakit akışlarının borç yükümlülüklerini karşılamak için yeterli olmayabileceği koşullara daha yatkındır. Kim ve Sorensen (1986) iş riski olasılığı daha yüksek olan şirketlerin finansal riski yönetme kabiliyetlerinin daha düşük olduğunu ve bu nedenle daha az borç kullanma eğiliminde olduklarını gözlemlemiştir.

2.1.6. Büyüme Olanakları

Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre, gelişmekte olan firmalar, kısa vadede firmanın büyümesini veya gelişimsel faaliyetlerini desteklemek için elde tutma kazançlarını kullanabilmektedir. Bununla birlikte, elde tutma kazançları üzerindeki baskı, firmanın dahili olarak üretilen fonlar tükendikçe büyümesini finanse etmek için dış fonlara dikkat etmesi gerektiği anlamına gelmektedir. Kaldıraç ve büyüme arasındaki korelasyona ilişkin araştırma sonuçları yetersizdir. Myers (1977) ve Auerbach (1985) kaldıraç ve büyüme arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu iddia etmektedir. Buna karşın, Michaelas ve ark. (1999) bir firmanın gelecekteki büyüme ve gelişmesi ile kaldıraç düzeyi ve uzun vadeli borçları arasında doğrudan bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. Oppong-Boakye ve ark. (2013) de büyüme ve borç arasında negatif bir korelasyon keşfetmiştir. Gana'daki sigorta sektöründe kaldıraçlı ve büyüyen sigorta şirketlerinin büyümelerini finanse etmek için borca daha fazla bağımlı oldukları sonucuna varmışlardır.

2.1.7. Vergilendirme

Vergilendirmenin bir firmanın kararını nasıl etkilediği konusunda çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan bazıları doğrudan vergi politikası ile ilgilidir. Herhangi bir işletme için marjinal vergi oranında meydana gelen değişiklikler, finansman kararlarını etkileyebilmektedir (MacKie-Mason, 1990; Amidu, 2007). Örneğin, sıfır

vergi oranı veya zararın ileriye taşınması olasılığının daha yüksek olduğu büyük bir vergi kapsamına sahip olan bir ekonomi, operasyonlarını finanse etmek için borç kullanma motivasyonu düşüktür, çünkü vergi kapsamı, maliyet indirimi üzerindeki etkili marjinal vergi oranını azaltmaktadır (MacKie-Mason, 1990).

Alternatif yerleşimin ampirik olarak belirlenmesi kolay değildir. Ekonomik amortismandan etkilenmeyen ve bu durumda vergi indiriminin yerini almak için kullanılabilir kesin değişkenin nasıl belirleneceği çok zordur (Titman ve Wessels, 1998).

2.1.8. Benzersizlik

Titman (1984), benzeri olmayan bir pazarda faaliyet göstermekte olan ve benzersiz mal ve hizmet üreten işletmelerin, genel olarak yüksek ARGE harcamalarıyla özel sermaye harcamaları ve işgücü yatırımları yapmakta olduklarını öne sürmüştür. Bu işletmeler daha fazla finansal sıkıntıları çekmektedirler, çünkü iflas olduğunda varlıkların tasfiye edilmesi daha zordur ve alacaklılar aracılığıyla telafi edilebilecek değer düşük olmaktadır. Bundan dolayı, bu işletmeler düşük kaldıraç sahibidirler. Benzersizlik ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğu düşünülmektedir.

2.1.9. Likidite

Bir şirketin sermaye yapısı likiditeden de etkilenmektedir. Finansman hiyerarşisi teorisi, kaldıraç ile likidite arasında bir ilişki olduğunu ve düşük likiditenin daha yüksek kaldıraçla sonuçlandığını öngörmektedir. Bu durum, yöneticilerin likit varlıkları manipüle ederek ve temsilcilik maliyetlerini artırarak hissedarları kreditorlere tercih etmesine yol açabilmektedir (Deesomsak, 2004).

Pinkova (2012), Çek Cumhuriyeti'ndeki otomotiv endüstrisi üzerine büyük ve orta ölçekli işletmelere odaklanan bir araştırma çalışması yürütmüştür. Çalışmanın sonuçları, likidite ve kaldıraç arasında ters bir korelasyon olduğunu göstermiştir.

2.1.10. Faaliyet Kaldırıcı

Faaliyet kaldırıcı, ticari faaliyetlerin yürütülmesinde sabit maliyetlerin ne ölçüde kullanıldığını ifade etmektedir. Bu faktör, işletme politikaları ve performansı üzerinde birincil etkiye sahiptir ve karlılıkla doğrudan ilişkilidir. Satış seviyesi arttıkça, sabit ve yarı sabit maliyetler orantılı olarak artmamaktadır. Sonuç olarak, daha yüksek bir

faaliyet kaldırıcı daha yüksek bir karlılık seviyesi sağlamaktadır. Zıttına kötü zamanlardaysa, daha yüksek faaliyet kaldırıcı, işletmelerin borçlarını geri ödeme yeteneğini azaltmaktadır ve gelecek oluşacak temerrüt olasılığını da artırmaktadır, bu da işletmeler tarafından düşük finansal kaldıraç seçilmesine sebep olmaktadır (Mohohlo vd., 2008).

Hem dengeleme teorisi hem de temsil maliyeti teorisi, faaliyet kaldırıcının ve borç seviyesinin arasında bulunan negatif ilişkiyi meydana çıkarmaktadır. Daha yüksek faaliyet kaldırıcı, daha fazla iş başarısızlığı ve daha yüksek iflas maliyetlerine sebep olmaktadır (Baral, 2004).

2.1.11. Sektör Özellikleri

Ampirik araştırmalar, sektör sınıflandırması ile kaldıraç arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Harris ve Raviv (1991), ampirik kanıtlara dayanarak, ilaç, elektronik ürünler ve gıda sektörlerinin düşük kaldıraç sergilediğini, kağıt, tekstil fabrikası ürünleri, çelik, havayolları ve çimento sektörlerinin ise sürekli olarak yüksek kaldıraç sergilediğini iddia etmişlerdir. Yukarıda bahsedilen korelasyon, belirli bir sektördeki önemli sayıda şirketin, arzu ettikleri sermaye yapısının bir temsilcisi olarak sektörün kaldıraç medyanını kullanmayı tercih etmesine bağlanabilmektedir (Harris ve Raviv, 1991).

İşletme kaldıraç oranları sektör sınıflandırması ile yakın ilişki içerisindedir ve bu ilişkinin düzenlenmiş işletmeler haricinde dahi geçerliliği vardır (Bradley, 1984).

Tüm sektörlerde rekabet biçimi, sektördeki ortam, sektörün mevsimsel ve dönemsel faktörlerden etkilenmesi, sermaye yapısı kararlarını etkileyen önemli faktörlerdir (Yiğit, 2016).

2.1.12. Temettü Ödemesi

Dengeleme teorisi, temettü ödeme oranı ile kaldıraç arasında ters bir korelasyon olduğunu göstermektedir. Azaltılmış bir temettü ödeme oranı, birikmiş kazançlarda bir artışa ve tasfiye olasılığının azaldığına işaret etmektedir. Düşük iflas olasılığı, buna bağlı olarak düşük iflas maliyetinin göstergesidir. Denkleştirme teorisine göre, düşük iflas maliyeti, sermaye yapısında daha yüksek bir kaldıraç derecesi anlamına gelmektedir.

Finansman hiyerarşisi teorisi, borç seviyesi ile temettü ödeme oranı arasında doğrudan bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bu teoriye göre, şirketler dış finansmana iç finansmandan daha fazla öncelik vermektedir. Dağıtılmamış karlardaki artış, düşük temettü ödeme oranıyla ilişkilendirilebilmektedir. Dolayısıyla, azalan bir temettü ödeme oranı, sermaye yapısındaki kaldıraç seviyesinin azaldığını göstermektedir (Baral, 2004).

2.1.13. Vergi Kalkanı

Borcun vergi kalkanı özelliği, bir şirketin sermaye yapısını etkileyen faktörler söz konusu olduğunda oldukça tartışılan bir konudur. Dengeleme teorisine göre, bir şirketin sermaye yapısındaki ideal kaldıraç oranı, borcun vergi kalkanı özelliğinin cari değeri ile finansal sıkıntı maliyetlerinin cari değerine dayanmaktadır (Shyam-Sunder ve Myers, 1999). İşletmeler vergi kalkanından yararlanmak için daha fazla borçlanma eğilimindedir ve bu da kaldıraç oranı ile ödenen vergi arasında öngörülen pozitif bir ilişkiyle sonuçlanmaktadır. Tersine, düşük vergilendirmenin borca ilişkin avantajları, işletmelerde daha düşük borçlanma seviyesini vurgulamaktadır (Frank, 2009).

Finansman hiyerarşisi teorisine göre, kurumsal kaldıraç ile vergi ödemeleri arasında beklenen ters bir korelasyon bulunmaktadır. Artan vergi oranı, kazançlı işletmelerin iç fonlarını azaltmakta, bu da sermaye maliyetinde artışa neden olmaktadır (Rasiah, 2011).

Modigliani ve Miller (1963) araştırmalarında kurumsal verginin önemini incelemişlerdir. Faiz giderlerinin vergi indirimine uygun olduğunu ve böylece işletmeler için borçlanma optimizasyonunu teşvik ettiğini iddia etmişlerdir. Ayrıca, kârlı işletmelerin bu durumdan yararlanmak için daha yüksek düzeyde borçlanmayı tercih edebileceklerini vurgulamışlardır.

2.1.14. Borç Dışı Vergi Kalkanı

Vergi kalkanı uygulamasının işletmenin borç seviyesinin artmasına neden olduğu genel kabul gören bir görüştür. Vergi kalkanının sunduğu vergi avantajlarına ek olarak, şirketler borçlanma gereksinimi olmaması koşuluyla borç dışı vergi kalkanı avantajlarından da yararlanabilmektedir. De Angelo ve Masulis (1980), Miller'ın (1977) şirketlerin borç finansmanının vergi avantajlarına güvenmek yerine

amortisman ve yatırım kredileri gibi araçları borç dışı vergi kalkanları olarak kullanabileceği önerisine dayanan bir model önermiştir (Sibindi, 2016).

Daha fazla sayıda borç dışı vergi kalkanına sahip olan şirketlerin daha düşük borç finansmanını tercih edeceği öngörülmektedir. Ayrıca, artan kurumlar vergisi seviyeleri borç kullanımını teşvik etmekte, amortisman gibi borç dışı vergi kalkanlarının vergi kalkanlarının faydalarına tercih edilmesine yol açmakta ve bunun da kaldıraç seviyesini düşürmesi beklenmektedir (Gonzalez, 2007).

Bradley ve diğerlerine göre, önemli maddi varlıklara sahip firmaların borç dışı vergi kalkanları ile kaldıraç oranları arasında olumlu bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkinin arkasındaki mantık, maddi varlıklara sahip işletmelerin zahmetsizce ve daha düşük faiz oranlarıyla kredi temin edebilmeleri ve aynı zamanda amortisman gibi borç dışı vergi kalkanlarından yararlanabilmeleridir (Sibindi, 2016).

2.2. Literatür Taraması

Çalışmanın bu bölümünde işletmelerin sermaye yapısı ile ilgili yapılmış uluslararası ve ulusal çalışmalara yer verilmiştir. Öncelikle uluslararası çalışmalar incelenmiştir.

Akhtar'ın (2005) çalışması, 1992 ve 2001 yılları arasında Avustralya'daki hem çok uluslu hem de ulusal firmalar için kaldıraç oranlarının belirleyicilerini araştırmıştır. Çalışma, firmanın büyüme oranı, karlılığı ve büyüklüğünün finansal kaldıraç oranlarını etkileyen önemli faktörler olduğunu ortaya koymuştur.

Tong ve Green (2005) Çin'de faaliyet gösteren en büyük işletmelerin sermaye yapısı ve karlılığı üzerine bir çalışma yürütmüştür. Araştırma bulguları, şirketlerin finansman kaldıraç oranları ile dağıtılan kar payları arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Abor (2005) çalışmasında, 1998-2002 döneminde Gana borsasında işlem gören 22 şirketin sermaye yapısı ve karlılığı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bulgularına göre, toplam sermayesi ile karlılığı arasında ters bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, toplam yükümlülükler ile toplam varlıkların öz kaynaklara oranı arasında doğrudan bir ilişki olduğunu belirtmiştir.

Huang ve Song (2006) 1994-2003 yılları arasında Çin'deki 1.200 firmanın sermaye yapıları ve karlılıkları üzerine bir çalışma yürütmüştür. Elde ettikleri bulgular, sermaye yapısı ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Gajurel (2006), 1995-2004 yılları arasında Nepal Borsası'nda işlem gören şirketler üzerinde yaptığı çalışmada, şirketlerin sermaye yapılarını analiz etmiştir. Bulgular, sermaye yapısının işletme karlılığı üzerinde ise pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Pao'nun (2008) araştırmasına göre, sermaye yapısının tanımı sektörler arasında farklılık göstermektedir. Pao, iş riski ve büyüme fırsatları gibi çeşitli faktörlerin sermaye yapısının belirleyicileri üzerinde önemli etkileri olduğunu bulmuştur. Ayrıca Pao, bu belirleyicilerin büyük şirketler için küçük şirketlere kıyasla farklı olduğu sonucuna varmıştır.

Bastos ve ark. (2009) 2001-2006 döneminde Meksika, Brezilya, Arjantin, Şili ve Peru'yu kapsayan Latin Amerika'daki 388 şirketin sermaye yapısı üzerine bir çalışma yürütmüştür. Çalışmanın bulguları, ekonomik büyüme oranları ile borç başarısızlığı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Annaa ve ark. (2010) uluslararası borsada işlem gören 117 denizcilik şirketi üzerinde bir çalışma yürütmüştür. Çalışma, denizcilik şirketlerinin sermaye yapısının kurumsal büyüklük, fiziksel varlıklar ve operasyonel performanstan etkilendiğini ortaya koymuştur. Bu faktörler, denizcilik sektöründe sermaye yapısının temel belirleyicileri olarak kabul edilmektedir. Ortaklık yapısı, sermaye yapısı seçenekleri ile kârlılık arasında bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Chakraborty (2010) çalışmasında, 1995-2008 yılları arasında Bombay ve ulusal borsalarda işlem gören 1169 finansal olmayan şirketten oluşan bir veri seti kullanarak sermaye yapısının belirleyicilerini incelemiştir. Araştırmacı, sonuçların borçlanma ve finansal hiyerarşi ilkeleriyle uyumlu olduğu sonucuna varmıştır.

Voutsinas ve Werner (2011) sermaye yapısına ilişkin kararların kredi arzı ve para piyasası koşullarının etkisine tabi olduğunu gözlemlemiştir. Ayrıca, ekonomik

dalgalanmalar sırasında küçük firmaların finansal zorluklarla karşılaşması muhtemeldir.

Hanousek ve Shamshur (2011) çalışmasında 1996-2006 yılları arasında Çek Cumhuriyeti, Estonya, Litvanya, Macaristan, Letonya, Polonya ve Slovakya'daki finansal olmayan şirketlerin sermaye yapısını analiz etmişlerdir. Çalışma, ekonomik büyümenin sermaye yapısı üzerinde önemli ve pozitif bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Velnampy ve Niresh (2012) Sri Lanka bankalarının sermaye yapısı ve karlılığı arasındaki ilişkiyi araştırmak için bir çalışma yürütmüştür. Elde ettikleri bulgular, sermaye yapısı ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Camara (2012) çalışmasında, 1991-2009 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'ndeki finansal olmayan şirketlerin sermaye yapısını incelemiştir. Çalışma, makroekonomik faktörlerin ve koşulların bu şirketlerin sermaye yapısını belirlemede önemli bir rol oynadığını göstermiştir.

Duan ve ark. (2012), 2007-2009 döneminde Çin'deki 258 özel sektöre ait işletmenin sermaye yapısı üzerine bir araştırma yürütmüştür. Elde ettikleri bulgulara göre, ürün piyasası endeksi ve yasal sistem endeksinin borç oranı ile negatif bir korelasyona sahip olduğu tespit edilmiştir.

Joliet ve Muller (2013) göre, yeni yabancı pazarlara girme arzusu sermaye yapısında önemli değişikliklere yol açmamaktadır. İyi bir sermaye yapısına sahip olan şirketler, yeni bir pazara girmenin sermaye yapıları üzerinde önemli bir etkisi olmadığını tespit etmiştir.

Mitani (2014), piyasadaki rekabetin bir şirketin sermaye yapısına ilişkin kararları üzerindeki etkisini analiz etmek için bir çalışma yürütmüştür. Mevcut piyasa koşullarının bir şirketin sermaye yapısını şekillendirmede önemli bir rol oynadığını ortaya koymuştur.

Handoo ve Sharma'nın (2014) çalışması, 2001 ve 2010 yılları arasında hem özel hem de kamu işletmelerinden 870 şirketten oluşan bir örnekleme analiz ederek sermaye yapısını tespit etmeyi amaçlamıştır. Çalışmada 10 bağımsız değişken ve 3 bağımlı

değişken üzerinde regresyon analizi kullanılmıştır. İşletmelerin kaldıraç yapısı, karlılık, büyüme, varlık yapısı, işletme büyüklüğü, borç maliyeti, vergi oranı ve borçlanma kapasitesi gibi faktörlerden önemli ölçüde etkilenmektedir.

Serghiescu ve Vaidean (2014), 2009-2011 yılları arasında borsada işlem gören 20 imalat firmasının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla bir çalışma yürütmüştür. Araştırma sonucunda karlılık ve likiditenin toplam borç oranıyla ters ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır. Şirket büyüklüğünün ve yapısının ise finansal kaldıraç ile pozitif bir korelasyona sahip olduğu gözlemlenmiştir. Karlılığın sermaye yapısının temel belirleyicisi olduğunu belirtmiştir.

Proença ve ark. (2014) Portekiz'de faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerine bir çalışma yürütmüştür. Çalışma, 2008 finansal krizinin sermaye yapısına ilişkin kararlar üzerindeki etkilerini incelemeye odaklanmıştır. İşletmenin performansını belirleyen temel faktörler likidite, varlık yapısı ve kârlılık olmuştur.

Chung ve Wang (2014) ortaklık yapısı ile işletmenin sermaye yapısı arasındaki dinamik bağlantıları araştırmıştır. Çalışma, kurumsal ortaklığın artması durumunda şirketin finansal kaldıracının azalacağını belirtmiştir.

Thippayana (2014) Tayland Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören işletmelerin büyüklükleri arttıkça finansal kaldıraç oranlarının da arttığı, ancak karlılıkları arttıkça önemli ölçüde azaldığı sonucuna ulaşmıştır. Genel olarak, bir işletmenin büyüklüğünün ve karlılığının sermaye yapısının belirlenmesinde kilit faktörler olduğu sonucuna varılmıştır.

Alves ve ark. (2015) sermaye yapısı ve yönetim kurulu kompozisyonu arasındaki ilişkinin ampirik bir analizini yapmıştır. Çalışma, bağımsız yöneticilerin yönetim kurulundaki etkisi, erkek yöneticilerin varlığı, yönetim kurulunun büyüklüğü, CEO'nun varlığı ve bunların sermaye yapısı üzerindeki etkisine odaklanmıştır. Yönetim Kurulu, daha özerk yöneticilerin varlığında kazançlara oranla daha büyük bir dış sermaye oranı içeren bir sermaye yapısının olduğuna karar vermiştir.

Onofreia (2015) çalışmasında, Romanya'nın Iasi şehrinde bulunan küçük ve mikro işletmeler için sermaye yapısının belirleyicilerini incelemiştir. Bu analizde kullanılan bağımlı değişken borç oranıdır. Çalışma, sermaye yapısının belirlenmesinde karlılık, varlık yapısı, likidite, işletme büyüklüğü ve büyüme fırsatlarını faktör olarak kullanmıştır. Finansal kaldıraçın karlılık, likidite ve varlık yapısı ile ters bir korelasyona sahip olduğu gözlemlenmiştir. İşletmenin ortak sayısı ve genişleme potansiyeli, karlılık ile ters ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Huang ve Shen (2015), şirketlerin kredi oranlarındaki düşüşe karşılık olarak sermaye yapılarını değiştirme eğiliminde olduklarını tespit etmiştir. Ancak, kredi oranları arttığında, firmanın finansal kaldıraç oranlarında önemli bir değişiklik gözlenmemektedir. Kredi oranı değişikliklerinin yönü ne olursa olsun, yasal çerçevede gelişmiş ekonomilerde finansal gelişmelere hızlı bir şekilde uyum sağlanmasını kolaylaştırmaktadır.

Fauver ve McDonald (2015), 1995-2009 yılları arasında G20 ülkelerinde faaliyet gösteren 13.000 şirketin kurumsal yönetim, sermaye yapısı ve sosyal özellikleri arasındaki ilişki üzerine bir çalışma yürütmüştür. Bulguları, daha az ortak sayısının sermaye maliyetlerinin azalmasına ve kurumsal borç kullanımının artmasına yol açabileceğini göstermektedir. Ulusal kültürün sermaye yapısı üzerindeki etkisinin gelişmekte olan ülkelere kıyasla çok daha düşük olduğu gözlemlenmiştir.

İşletmelerin sermaye yapısı ile ilgili yapılmış ulusal çalışmalar aşağıdaki gibidir.

Fıratoğlu (2005) 1995 ve 1998 yıllarında yaptığı araştırmada, kriz döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda finansal olmayan 196 şirketin sermaye yapısını incelemiştir. Çalışmanın bulguları, şirketlerin kriz dönemlerinde yurtiçi sermayeyi tercih etme eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadır.

Topal (2006), 1997-2003 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı imalat işletmelerinin sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve karlılıkları üzerine bir analiz gerçekleştirmiştir. Çalışma, şirketlerin varlıklarını borçla finanse etmelerinin belli bir orana kadar öz kaynak getirilerini olumlu etkilediğini, belli bir oranın üzerine çıktığında ise olumsuz etkilendiğini ortaya koymuştur.

Albayrak ve Akbulut (2008) çalışmalarında şirketlerin karlılığını etkileyen temel faktörleri belirlemeyi amaçlamışlardır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hizmet ve sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren 55 şirketin üç yıllık verilerini analiz etmişlerdir. Çalışmada aktif karlılık, öz sermaye getirisi, hisse başına kar ve kâr marjı değişkenlerini etkileyen kritik faktörlerden en önemlilerinden birisi ise işletme büyüklüğü ve ortaklık yapısı olduğu tespit edilmiştir.

Korkmaz ve ark. (2009) çalışması 2003-2006 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören otomotiv ve yan sanayi şirketlerinin sermaye yapısı üzerine bir çalışma yürütmüşlerdir. Çalışma, bu şirketlerin sermaye yapısını etkileyen temel faktörlerin öz sermaye karlılığı ve borç dışı vergi kalkını olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgular, bu sektördeki şirketlerin sermaye yapılarına ilişkin kararlar alınırken bu faktörlere öncelik vermeleri gerektiğini göstermektedir.

Demir ve Baştürk'ün (2009) çalışması, sermaye yapısının Borsa İstanbul'da işlem gören 129 halka açık şirketin karlılığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Bulgular, sermaye yapısındaki değişikliklerin net karda azalma ile ilişkili olduğunu ortaya koymuştur.

Teker ve ark. (2009) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 42 şirketin sermaye yapısı üzerine bir çalışma yürütmüştür. Çalışmanın bulguları, kaldıraç oranı ile hem maddi varlıklar hem de faaliyet getirisi arasında pozitif bir korelasyon olduğunu göstermektedir.

Demirhan'ın (2009) araştırmasına göre, hizmet şirketlerinin sermaye yapısının temel belirleyicileri kârlılık, şirket büyüklüğü, likidite ve varlık yapısıdır. Çalışma, borç dışı vergi marjları, büyüme fırsatları, kurumsal risk, vergi ve borçlanma maliyeti gibi değişkenlerin hizmet şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen önemli faktörler olmadığını ortaya koymuştur.

Okuyan ve Taşçı (2010) çalışmalarında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören reel sektör şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri belirlemeyi amaçlamışlardır. Çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 196 reel sektör şirketinin 2001-2008 yılları arasındaki üç aylık mali tablolarından elde edilen veriler analiz edilmiştir. Sonuç olarak, sermaye yapısının açıklanmasının tek bir

teori ile sınırlı olmadığını belirtmiştir. Özellikle, kısa vadeli borç finansal hiyerarşi teorisine, uzun vadeli kredi ise denge teorisine uymaktadır.

Güler (2010) araştırmasında, borç dışı vergi kalkanı ile kaldıraç oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu keşfetmiştir. Ayrıca, likidite ve kaldıraç oranlarının negatif ilişkili olduğunu bulmuştur.

Ata ve Yusuf (2010) tarafından yapılan çalışmaya göre, şirketin büyüklüğü dışında diğer tüm faktörlerin sermaye yapısı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Sayılgan ve Uysal (2011) sermaye yapısı ile borç dışı vergi kalkanı arasında negatif bir korelasyon olduğunu, büyüme fırsatları, varlık yapısı, karlılık ve büyüklük ile pozitif bir korelasyon olduğunu tespit etmiştir. Sonuçlar, borçlanma teorisinin bulgularla daha uyumlu olduğunu göstermiştir.

Okuyan (2011) çalışmasında, sermaye yeterlilik oranı ile risk, büyüklük, mevduat oranı ve kredi oranı arasında pozitif bir korelasyon keşfetmiştir. Ayrıca ekonomik büyüme ile aktif getiri arasında da pozitif bir korelasyon bulmuştur. Çalışma, tüm bağımsız değişkenler arasında sadece öz kaynakların karlılığının istatistiksel olarak anlamlı olmadığını bildirmiştir.

Dinçergök ve Yalçiner (2011), Türkiye, Brezilya, Arjantin ve Endonezya gibi gelişmekte olan ülkelerde yer alan 220 imalat işletmesinin sermaye yapısı üzerine bir çalışma yürütmüşlerdir. Araştırmaları, sermaye piyasasının gelişimine bağlı olarak sermaye yapısı ile kamu sektörü borcu arasında pozitif bir korelasyon olduğunu ortaya koymuştur. Faiz oranı, gerçek ekonomik genişleme ile sermaye yapılandırması arasında ters bir korelasyon göstermektedir.

Çakır ve ark. (2012) çalışmasında, şirketlerin işletme sermayesi bileşenleri ile kârlılıkları ve piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma, 2000-2009 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 122 üretim şirketinden elde edilen yıllık veriler kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Yapılan araştırma, işletme sermayesi bileşenleri oranı ve kaldıraç oranının aktif kârlılık ile

negatif bir korelasyona sahip olduğunu ortaya koymuştur. Buna karşılık, stok devir hızı ve aktif devir hızı kârlılık ile pozitif bir korelasyon sergilemiştir.

Gülşen ve Ülkütaş (2012) bir şirketin sermaye yapısı ile karlılığı arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu vurgulamışlardır. Ayrıca, bir şirketin sermaye yapısı ile büyüklüğü arasında da negatif bir ilişki gözlemlenmiştir.

Kısakürek ve Aydın (2013), bir şirketin sermaye yapısı ile satışları ve genel karlılığı arasında olumlu bir korelasyon olduğunu vurgulamıştır. Tersine, işletmenin sermaye yapısı ile kaynaklarının karlılığı arasında ters bir korelasyon olduğunu iddia etmiştir.

Sarioğlu ve ark (2013) farklı sektörlerde sermaye yapısını belirleyen faktörleri tespit etmek için bir çalışma yürütmüşlerdir. Çimento ve otomotiv endüstrilerini analiz ederken, uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranının sermaye yapısını belirlemede istatistiksel olarak anlamlı olmadığını bulmuşlardır. Analize göre, bilişim sektörü sermaye yapısı ile şirketin büyüklüğü ve varlık yapısı arasında pozitif bir korelasyon göstermektedir. Bu arada, çimento ve bilişim sektörleri, şirketin büyüklüğü ile toplam borcun toplam varlıklara oranı arasında doğrudan bir ilişki sergilemektedir.

Doğan (2013) tarafından yapılan çalışmada sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma, İstanbul'da faaliyet gösteren ve Borsa'ya kote olan sigorta şirketlerine odaklanmış ve kârlılık ile aktif büyüklüğü arasında doğrudan bir ilişki olduğunu bulmuştur.

Aydın ve Kulalı (2013) araştırmalarında, toplam borç oranı ile piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) arasında kayda değer bir pozitif korelasyon olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, kısa vadeli borç oranı ile duran varlıkların toplam varlıklar içindeki yüzdesi arasında anlamlı bir negatif korelasyon olduğunu keşfetmişlerdir. Ayrıca, bulguları uzun vadeli borç oranı ve ilişkili değişkenlerin anlamlı bir model oluşturamadığı görülmüştür.

Dizdarlar ve diğerlerine (2013) göre, azalan işlem hacmi ile artan şirket borç seviyeleri arasında pozitif bir korelasyon bulunmaktadır. Yazarlar, kriz sırasında riskli ortamın işlem hacminde ve şirket değerlerinde düşüşe yol açtığını, bunun da şirketlerin borç seviyelerinde artışa neden olduğunu belirtmektedir.

Toroman ve ark. (2013) çalışmalarında kısa ve uzun vadeli borçlar ile karlılık arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Yazarlar ayrıca, finansal harcamaların ve faaliyet gelirlerinin finansal performans ile pozitif bir korelasyona sahip olduğunu belirtmiştir.

Uluyol ve diğerlerine (2014) göre, bilişim, gıda, madencilik ve tekstil sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısının öz kaynak karlılığı üzerinde ters bir etkiye sahipken, inşaat sektöründe pozitif bir etkiye sahiptir.

Yücel'in (2014) araştırmasına göre, endüstriyel çeşitlendirme yapan şirketlerin sermaye yapısı kararları uzmanlaşmış şirketlerden farklılık göstermektedir. Çalışma, endüstriyel çeşitlendirme düzeyi ile borç finansmanı arasında pozitif bir korelasyon olduğunu bulmuştur. Buna karşılık, çeşitlendirilmiş işletmelerin borç finansmanı açısından ideal borçlanma seviyesine ulaşmaya yönelik bir düzeltme prosedüründen geçtiği tespit edilmiştir. Üstelik bu prosedür borcun bileşiminden de etkilenmektedir.

Toroman ve Sönmez (2015) çalışmalarında Borsa İstanbul'a kayıtlı ve perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren 11 şirketin 2009-2013 yıllarına ait finansal tablolarını kullanmışlardır. Bir işletmenin sahip olduğu işletme sermayesi miktarı ile brüt kârlılığı arasında fark edilebilir bir ilişki olmadığı sonucuna varmıştır. Ayrıca, brüt kârlılığın işletme sermayesi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını tespit etmişlerdir.

Alsu (2015) tarafından yapılan çalışmada, 2004-2014 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 100 işletmenin bilanço bilgileri analiz edilerek kurumsal sermaye yapılarının zaman içinde nasıl geliştiği belirlenmiştir. Sermaye yapısı iç fonlar, uzun vadeli borçlar, öz kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşmaktadır. Analiz, uzun vadeli zarar eden kuruluşların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan ayrıldığını, kâr edenlerin ise birkaç yıldır faaliyetlerine devam ettiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, süreklilik ilkesiyle uyumlu olacak şekilde belirlenmiştir.

Tifow (2015) tarafından yapılan çalışma, sermaye yapısının şirketlerin performansına etkisini analiz etmektedir. Araştırma, 2008-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 130 imalat firmasının finansal verilerini kullanmaktadır. Şirketlerin sermaye yapıları ile performansları arasında önemli ve ters yönlü bir korelasyon

gözlemlenmiştir. Bu durum, firmaların yatırımlarını finanse etmek için borç kullanma eğilimine bağlanabilmektedir.



3. VERİLER VE METODOLOJİ

Bu çalışmada, işletmelerin sermaye ortaklık yapılarının piyasadaki faaliyet süreleri ve karlılık üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu bölümde araştırmanın yöntemi, verilerin toplanması ve verilerin analizine ilişkin bilgilere yer verilmektedir.

3.1. Yöntem

Bu çalışma güncel ve geçmiş İstanbul Ticaret Odası (İTO) verileriyle işletmelerin kuruluş şekillerinden, kuruluş sermayelerinden, ortaklık yapılarından, tek ortaklı işletmelerden çok ortaklı işletmelere geçişlerinin işletmelerin sermaye durumuna ve işletmelerin sermaye miktarı, ortaklık yapıları ve piyasadaki faaliyet süreleri arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamaktadır.

3.2. Evren ve Örneklem

Evren, bir araştırma problemini ele almak için gerekli verilerin elde edildiği canlı veya cansız varlıkların geniş bir topluluğunu ifade etmektedir. Öte yandan, araştırma bulgularının elde edileceği evrenin belirli bir alt kümesi evren birimi olarak bilinmektedir (Şahan ve Uyangör, 2021). Bu tezin evreni, İstanbul bölgesinde faaliyet gösteren işletmelerdir.

Örneklem, daha büyük bir evrenden belirli kriterlere göre seçilen sınırlı bir evren kümesini ifade etmektedir. Araştırmalar öncelikle bu örneklem kümeleri üzerinde yürütülür ve bulgular daha sonra ilgili büyük evrene genellenir. Bu çalışmada örnekleme yöntemi olarak amaçlı örnekleme kullanılmıştır. Amaçlı örnekleme yöntemleri, belirli durumlara ilişkin kapsamlı iç görüşler elde etmek ve önemli bilgiler edinmek açısından faydalıdır. Bazı kaynaklar amaçlı örnekleme yöntemlerini ölçüt örnekleme olarak da adlandırmaktadır. Araştırmacı, tüm evreni temsil ettiğini ve çalışmanın hedeflerine uygun olduğunu düşündüğü birimlerden bir örneklem seçmiştir. Bu örnekleme tekniğinin her durum için uygun olmayabileceği ve genellenemeyeceği unutulmamalıdır (Yıldız, 2017). Evreni temsil ettiğine inanılan örneklem olarak İstanbul Ticaret Odası (İTO) üyeleri seçilmektedir. Çalışmanın örnekleme ise İTO'da kayıtlı 59.572 firmadan oluşmaktadır.

3.3. Çalışmanın Sınırlılıkları

Çalışmanın sınırlılıkları belirlenmemiş aşağıdaki gibidir.

- Sadece İTO üyesi firmalar dahil edilmiştir.
- 2018'den önce kapanan firmalar dahil edilmiştir.

3.4. Araştırma Hipotezleri

Araştırma hipotezleri aşağıdaki gibidir.

H1: İşletmelerin limited şirketi veya şahıs şirketi olması ile faaliyet süresi arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H2: İşletmelerin sermaye miktarı ile sermaye artımı arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H3: İşletmelerin sermaye miktarı ile ortak sayısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

H4: İşletmelerin sermaye artırımını ile ortak sayısı arasında da anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

3.5. Verilerin Toplanması

İTO'nun birçok raporu internette yer almaktadır fakat firmaların kuruluş şekillerinden, kuruluş sermayelerinden, ortaklık yapılarından, tek ortaklı firmalardan çok ortaklı firmalara geçişlerinin firmaların sermaye durumuna ve piyasada tutunma, büyüme durumunu içeren bir rapor mevcut bulunmamaktadır. Bu tez çalışması ile İTO'nun verilerinin bu formata getirilmesiyle literatüre ve araştırmacılara ciddi bir katkı sunulacağı düşünülmektedir.

Bu konuyla ilgili çalışma kapsamında değerlendirmeye alınan veriler şu şekilde sıralanabilir.

- İşletmelerin kuruluş tarihleri ve kapanış tarihleri

- Sermaye değişimleri
- Ortaklık yapılarının değişimleri
- İşletmenin faal olduğu sürede iş kolunun değişip değişmediği
- Firmaların yabancı sermayeye (ortağa) sahip olup olmadığıdır.

Bu bilgiler araştırmacı tarafından İTO yetkililerinden temin edilmiştir. Elde edilen 1882–2018 yılları arasındaki veriler ham halde olduğu için araştırmacı tarafından tez çalışmasında kullanılabilir hale getirilmiştir.

3.6. Verilerin Analizi

İTO'dan elde edilen verilerin araştırma kapsamında kullanılması için veriler analiz edilmektedir. Verilerin analizi sürecinde aritmetik ortalama, standart sapma, frekans, çapraz tablolar ve korelasyon analizi yöntemleri kullanılmaktadır. Veri analizi Statistical Package for the Social Sciences SPSS 26.0 programı kullanılarak yapılmaktadır. İstatistiksel olarak anlamlılık olarak 0.01 düzeyi belirlenmektedir.

Mann Whitney U testi iki ortalama arasındaki farkın anlamlılık testindeki varsayımlardan biri veya daha fazlasının sağlanamadığı durumlarda kullanılabilir parametrik olmayan testtir (Alpar, 2020).

Değişkenler arasındaki ilişkinin kuvveti ve yönü korelasyon katsayısı ile hesaplanmaktadır. Korelasyon katsayısının değeri -1 ile +1 arasında değişir. Korelasyon katsayısı +1'e yaklaştıkça doğru yönlü ilişki, -1'e yaklaştıkça ters yönlü ilişki kuvvetlenecek ve Korelasyon Katsayısının değeri 0'a yaklaşıyorsa ilişki zayıflayacaktır. (Turanlı, Güriş, 2015)

Spearman Sıra Korelasyon Katsayısı, Pearson Korelasyon Katsayısının parametrik olmayan karşılığı olarak bilinmektedir. Spearman Sıra Korelasyon Katsayısı değişkenlerin sıra sayılarını dikkate alarak korelasyon katsayısını hesaplamaktadır. Spearman Sıra Korelasyon Katsayısı'nın sıklıkla tercih edildiği durumlar aşağıda belirtilmektedir;

1. Değişkenlerin doğrudan sıralı olarak elde edildiği ya da belli bir kritere göre sıralandığı durumlarda,
2. Verilerin kesikli sayısal veri türünde olduğu durumlarda,

3. Veri sürekli iken gözlem sayısının az olduğu durumlarda,
4. Değişkenlerin normal dağılmadığı durumlarda,
5. İlişkinin doğrusallıktan hafif bir şekilde saptığı durumlarda

Spearman Sıra Korelasyon Katsayısı tercih edilmektedir (Alpar, 2020).



4.BULGULAR

4.1. İşletmelerin Kuruluş ve Kapanış Tarihleri

Tablo 1’de İTO’ya bağlı işletme sayıları, frekansları ve yüzdeleri görülmektedir.

Tablo 1. İTO’ya Bağlı İşletme Sayısı

İşletme Türü	Frekans	Yüzde
Limited	55807	93,7
Şahıs	3764	6,3
Toplam	59572	100

Tablo 1’e göre, Limited şirket sayısı 55807 (%93,7) ve şahıs şirket sayısı 3764 (%6,3) şeklindedir. Toplamda ise İTO’ya kayıtlı 59572 işletme bulunmaktadır.

Tablo 2’de işletmelerin kuruluş yıllarına göre frekansları verilmektedir.

Tablo 2. İşletmelerin Kuruluş Yıllarına Göre Frekansları

Kuruluş Yılı	Frekans	Yüzde	Kuruluş Yılı	Frekans	Yüzde	Kuruluş Yılı	Frekans	Yüzde
1948	1	0,0	1977	13	0,3	2000	15	0,3
1953	1	0,0	1978	29	0,6	2001	15	0,3
1954	2	0,0	1979	21	0,5	2002	12	0,3
1955	1	0,0	1980	33	0,7	2003	29	0,6
1957	4	0,1	1981	21	0,5	2004	31	0,7
1958	2	0,0	1982	21	0,5	2005	31	0,7
1960	2	0,0	1983	23	0,5	2006	41	0,9
1961	3	0,1	1984	26	0,6	2007	31	0,7
1962	4	0,1	1985	17	0,4	2008	40	0,9
1963	1	0,0	1986	10	0,2	2009	42	0,9
1964	1	0,0	1987	14	0,3	2010	52	1,1
1965	3	0,1	1988	19	0,4	2011	78	1,7
1966	3	0,1	1989	16	0,3	2012	119	2,6
1967	3	0,1	1990	14	0,3	2013	93	2,0
1968	2	0,0	1991	9	0,2	2014	113	2,5
1969	8	0,2	1992	17	0,4	2015	91	2,0

1970	4	0,1	1993	6	0,1	2016	263	5,7
1971	5	0,1	1994	8	0,2	2017	411	8,9
1972	8	0,2	1995	14	0,3	2018	265	5,7
1973	12	0,3	1996	25	0,5	2019	107	2,3
1974	14	0,3	1997	10	0,2	2020	619	13,4
1975	16	0,3	1998	27	0,6	2021	692	15,0
1976	17	0,4	1999	15	0,3	2022	895	19,4

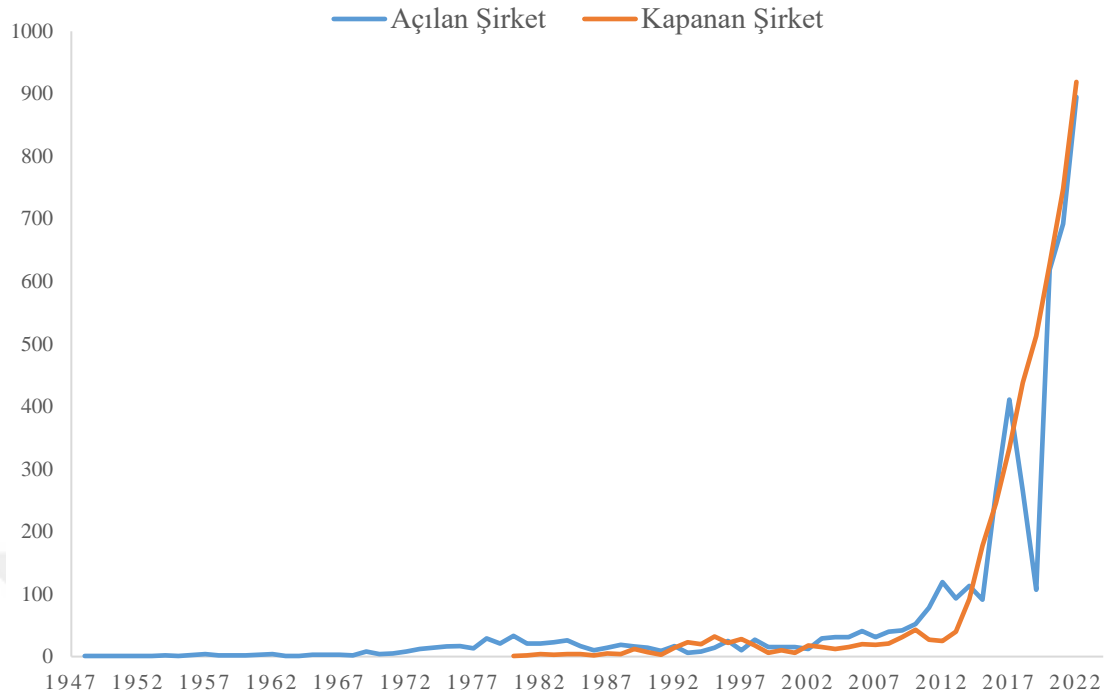
Tablo 2'ye göre 1948 yılında 1 işletme, 1953 yılında 1 işletme, 1954 yılında 2, 1955 yılında 1, 1957 yılında 4, 1958 yılında 2, 1960 yılında 2, 1961 yılında 3, 1962 yılında 4, 1963 yılında 1, 1964 yılında 1, 1965 yılında 3, 1966 yılında 3, 1967 yılında 3, 1968 yılında 2, 1969 yılında 8, 1970 yılında 4, 1971 yılında 5, 1972 yılında 8, 1973 yılında 12, 1974 yılında 14, 1975 yılında 16, 1976 yılında 17, 1977 yılında 13, 1978 yılında 29, 1979 yılında 21, 1980 yılında 33, 1981 yılında 21, 1982 yılında 21, 1983 yılında 23, 1984 yılında 26, 1985 yılında 17, 1986 yılında 10, 1987 yılında 14, 1988 yılında 19, 1989 yılında 16, 1990 yılında 14, 1991 yılında 9, 1992 yılında 17, 1993 yılında 6, 1994 yılında 8, 1995 yılında 14, 1996 yılında 25, 1997 yılında 10, 1998 yılında 27, 1999 yılında 15, 2000 yılında 15, 2001 yılında 15, 2002 yılında 12, 2003 yılında 29, 2004 yılında 31, 2005 yılında 31, 2006 yılında 41, 2007 yılında 31, 2008 yılında 40, 2009 yılında 42, 2010 yılında 52, 2011 yılında 78, 2012 yılında 119, 2013 yılında 93, 2014 yılında 113, 2015 yılında 91, 2016 yılında 263, 2017 yılında 411, 2018 yılında 265, 2019 yılında 107, 2020 yılında 619, 2021 yılında 692 ve 2022 yılında 895 işletme kurulmuştur. Tablo 3'e işletmelerin kapanış yıllarına göre frekansları verilmektedir.

Tablo 3. İşletmelerin Kapanış Yıllarına Göre Frekansları

Kapanış Yılı	Frekans	Yüzde	Kapanış Yılı	Frekans	Yüzde	Kapanış Yılı	Frekans	Yüzde
1980	1	0,0	1995	32	0,7	2010	43	0,9
1981	2	0,0	1996	22	0,5	2011	27	0,6
1982	4	0,1	1997	28	0,6	2012	25	0,5
1983	3	0,1	1998	18	0,4	2013	40	0,9
1984	4	0,1	1999	6	0,1	2014	92	2,0
1985	4	0,1	2000	10	0,2	2015	177	3,8

1986	2	0,0	2001	6	0,1	2016	245	5,3
1987	5	0,1	2002	18	0,4	2017	333	7,2
1988	4	0,1	2003	15	0,3	2018	438	9,5
1989	12	0,3	2004	12	0,3	2019	513	11,1
1990	7	0,2	2005	15	0,3	2020	628	13,6
1991	3	0,1	2006	20	0,4	2021	748	16,2
1992	14	0,3	2007	19	0,4	2022	919	19,9
1993	23	0,5	2008	21	0,5			
1994	20	0,4	2009	31	0,7			

Tablo 3'e göre, 1980 yılında 1, 1981 yılında 2, 1982 yılında 4, 1983 yılında 3, 1984 yılında 4, 1985 yılında 4, 1986 yılında 2, 1987 yılında 5, 1988 yılında 4, 1989 yılında 12, 1990 yılında 7, 1991 yılında 3, 1992 yılında 14, 1993 yılında 23, 1994 yılında 20, 1995 yılında 32, 1996 yılında 22, 1997 yılında 28, 1998 yılında 18, 1999 yılında 6, 2000 yılında 10, 2001 yılında 6, 2002 yılında 18, 2003 yılında 15, 2004 yılında 12, 2005 yılında 15, 2006 yılında 20, 2007 yılında 19, 2008 yılında 21, 2009 yılında 31, 2010 yılında 43, 2011 yılında 27, 2012 yılında 25, 2013 yılında 40, 2014 yılında 92, 2015 yılında 177, 2016 yılında 245, 2017 yılında 333, 2018 yılında 438, 2019 yılında 513, 2020 yılında 628, 2021 yılında 748 ve 2022 yılında 919 işletme kapanmıştır. Yıllara göre işletmelerin açılış ve kapanış sayılarına ait grafik Şekil 3'te görülmektedir.



Şekil 3. Yıllara Göre Açılan ve Kapanan Şirket Dağılım Grafiği

Şekil 3 incelendiğinde açılan ve kapanan şirketlerin dağılımı 2012 yılına kadar stabil bir şekilde ilerlerken 2012 yılından sonra hep açılan şirket sayısında hem de kapanan şirket sayısında ciddi oranda artış görülmektedir. Açılan şirket sayısında 2012 yılında başlayan artış 2018 ve 2019 yıllarında düşüş gösterse de sonrasında tekrar artışına devam etmiştir. Kapanan şirket sayısı ise 2012 yılından günümüze kadar artışını sürdürmeye devam etmektedir.

4.2. Sermaye Değişimleri

Tablo 4'te şahıs şirketinden limited şirketine dönen işletmelerin sermaye değişimleri görülmektedir.

Tablo 4. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Sermaye Değişimleri

Sermaye Artırım Sayısı	Frekans	Yüzde
0	958	10,390
1	5930	64,317
2	1382	14,989
3	444	4,816
4	214	2,321

5	124	1,345
6	66	0,716
7	38	0,412
8	28	0,304
9	10	0,108
10	6	0,065
11	10	0,108
13	2	0,022
14	2	0,022
17	2	0,022
20	2	0,022
22	2	0,022
Toplam	9220	100,0

Tablo 4’te görüldüğü üzere, şahıs şirketinden limited şirketine dönen işletmelerden hiç sermaye artırımını yapmayan 958 (%10,39), 1 defa sermaye artırımını yapan 5930 (%64,31), 2 defa sermaye artırımını yapan 1382 (%14,98), 3 defa sermaye artırımını yapan 444 (%4,81), 4 defa sermaye artırımını yapan 214 (%2,32), 5 defa sermaye artırımını yapan 124 (%1,34), 6 defa sermaye artırımını yapan 66 (%0,71), 7 defa sermaye artırımını yapan 38 (%0,41), 8 defa sermaye artırımını yapan 28 (%0,30), 9 defa sermaye artırımını yapan 10 (%0,10), 10 defa sermaye artırımını yapan 6 (%0,06), 11 defa sermaye artırımını yapan 10 (%0,10), 13, 14, 17, 20 ve 22 defa sermaye artırımını yapan 2 (%0,02)’şer işletme bulunmaktadır.

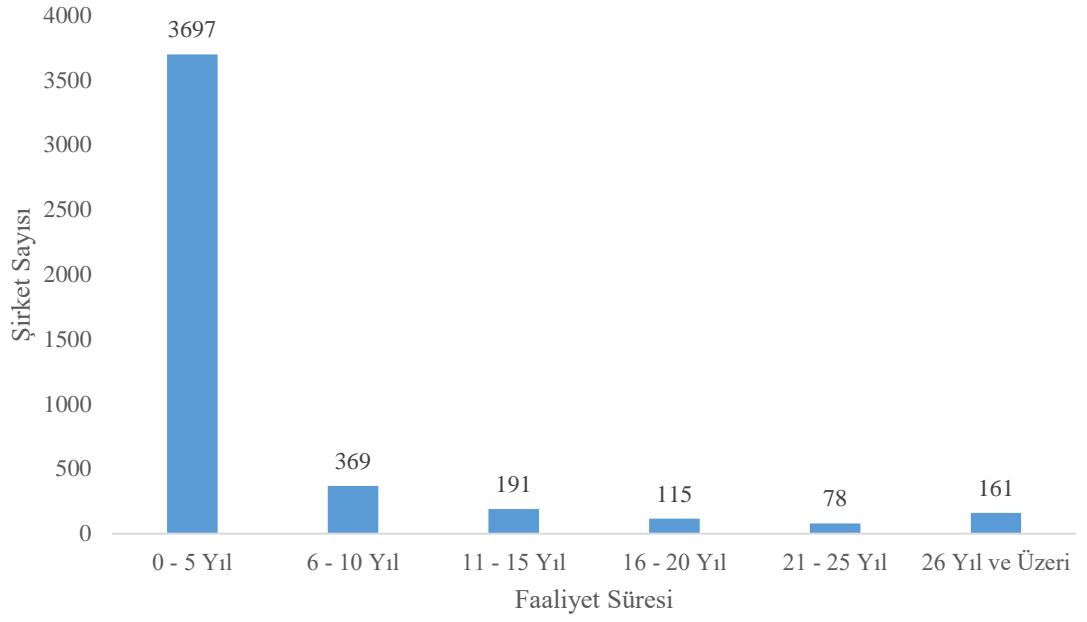
4.3. Ortaklık Yapılarının Değişimleri

Ortaklık yapılarının değişimleri olarak şahıs şirketlerinin limited şirketlerine dönüşümü ele alınmaktadır. Tablo 5’te şahıs işletmesinden limited şirketine dönen işletmelerin faaliyet süre frekansları verilmektedir.

Tablo 5. Şahıs İşletmesinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Faaliyet Süre Frekansları

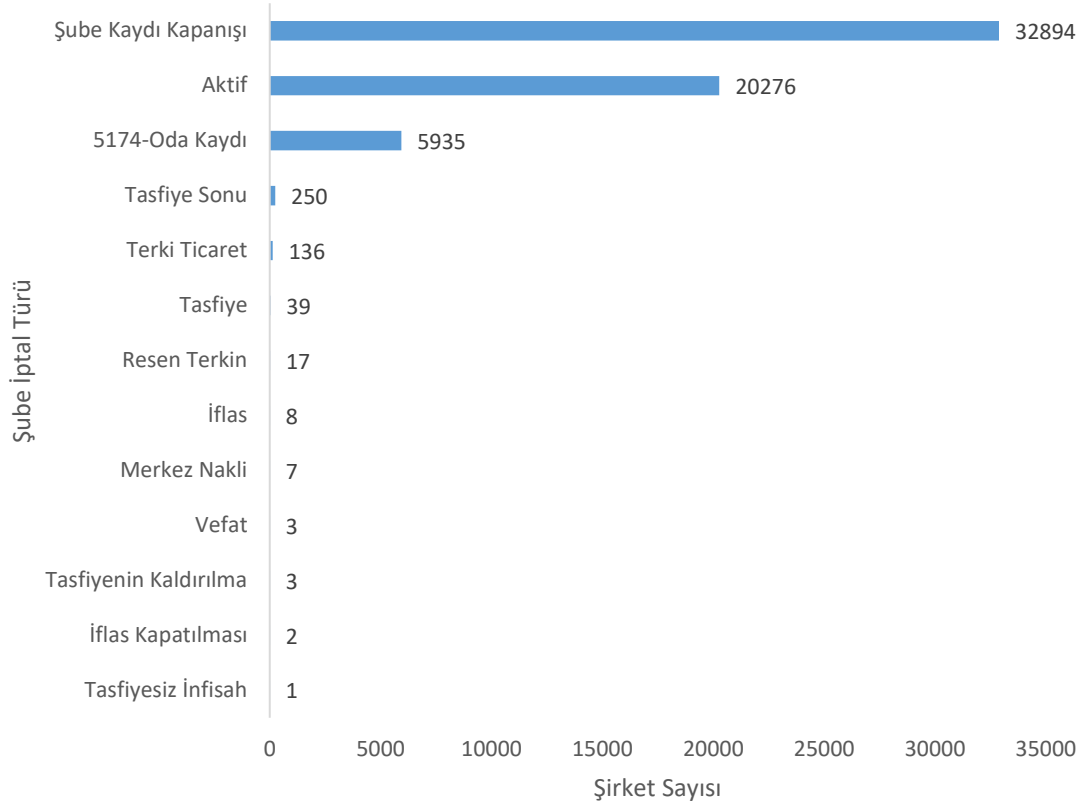
Faaliyet Süresi (Yıl)	Frekans	Yüzde	Faaliyet Süresi (Yıl)	Frekans	Yüzde	Faaliyet Süresi (Yıl)	Frekans	Yüzde
0	3000	65,1	19	26	0,6	38	5	0,1
1	194	4,2	20	17	0,4	39	2	0,0
2	152	3,3	21	19	0,4	40	4	0,1
3	147	3,2	22	13	0,3	41	6	0,1
4	109	2,4	23	20	0,4	42	7	0,2
5	95	2,1	24	17	0,4	43	1	0,0
6	96	2,1	25	9	0,2	44	2	0,0
7	82	1,8	26	13	0,3	45	3	0,1
8	75	1,6	27	14	0,3	46	1	0,0
9	62	1,3	28	7	0,2	49	5	0,1
10	54	1,2	29	17	0,4	50	2	0,0
11	42	0,9	30	10	0,2	51	1	0,0
12	42	0,9	31	14	0,3	52	1	0,0
13	42	0,9	32	6	0,1	54	2	0,0
14	36	0,8	33	6	0,1	55	1	0,0
15	29	0,6	34	9	0,2	56	2	0,0
16	23	0,5	35	5	0,1	57	1	0,0
17	25	0,5	36	9	0,2	58	1	0,0
18	24	0,5	37	4	0,1			

Tablo 5’te görüldüğü üzere, faaliyet süresi 0 yıl 3000, 1 yıl 194, 2 yıl 152, 3 yıl 147, 4 yıl 109, 5 yıl 95, 6 yıl 96, 7 yıl 82, 8 yıl 75, 9 yıl 62, 10 yıl 54, 11 yıl 42, 12 yıl 42, 13 yıl 42, 14 yıl 36, 15 yıl 29, 16 yıl 23, 17 yıl 25, 18 yıl 24, 19 yıl 26, 20 yıl 17, 21 yıl 19, 22 yıl 13, 23 yıl 20, 24 yıl 17, 25 yıl 9, 26 yıl 13, 27 yıl 14, 28 yıl 7, 29 yıl 17, 30 yıl 10, 31 yıl 14, 32 yıl 6, 33 yıl 6, 34 yıl 9, 35 yıl 5, 36 yıl 9, 37 yıl 4, 38 yıl 5, 39 yıl 2, 40 yıl 4, 41 yıl 6, 42 yıl 7, 43 yıl 1, 44 yıl 2, 45 yıl 3, 46 yıl 1, 49 yıl 5, 50 yıl 2, 51 yıl 1, 52 yıl 1, 54 yıl 2, 55 yıl 1, 56 yıl 2, 57 yıl 1, 58 yıl 1 işletme şahıs şirketinden limited şirketine dönüşmektedir.



Şekil 4. Şahıs İşletmesinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Faaliyet Süre Dağılım Grafiği

Tablo 5 ve Şekil 4'te görüldüğü üzere 4610 işletmenin 3000 tanesi (%65,1) ilk yılında limited şirketine dönüşmüştür. İlk 6 yılında limited şirkete dönüşen işletme sayısı ise 3793 (%82.3)'tür. Bir diğer ifadeyle işletmelerin çoğunluğu ilk 6 yılında şahıs şirketinden limited şirkete dönüşmektedir. İTO'ya kayıtlı işletmelerinin şube açılış, kapanış veya iptal dağılımları Şekil 5'te verilmektedir.



Şekil 5. Şube Açılış, Kapanış veya İptal Dağılım Grafiği

Şekil 5'e göre 5174 sayılı kanun gereği oda kaydı yapılan 5935 (%10,0), aktif olarak devam eden 20276 (%34,0), iflas nedeniyle iptal edilen 8 (%0,0), iflas ile kapatılan 2 (%0,0), merkez nakli iptal türü 7 (%0,0), resen terkin iptal türü 17 (%0,0), şube kaydı kapanışı nedeniyle 32894 (%55,2), tasfiye nedeniyle iptal 39 (%0,1), tasfiye sonu nedeniyle iptal 250 (%0,4), tasfiyenin kaldırılma nedeniyle iptal 3 (%0,0), tasfiyesiz infisah nedeniyle iptal 1 (%0,0), terki ticaret nedeniyle iptal 136 (%0,2) ve vefat nedeniyle iptal 3 (%0,0) işletme şubesi bulunmaktadır. Oda kaydı yapılan işletme şubesi sayısı 5935 (%10,0), şube kaydı kapanan işletme sayısı 32894 (%55,2)'dir. Görüldüğü üzere, açılan işletme şubesinden çok kapanan işletme şubesi bulunmaktadır. Tablo 6'da şube açılış, kapanış veya iptalin faaliyet süresine göre değişimi gösterilmektedir.

Tablo 6. Şube Açılış, Kapanış veya İptalin Faaliyet Süresine Göre Değişimi

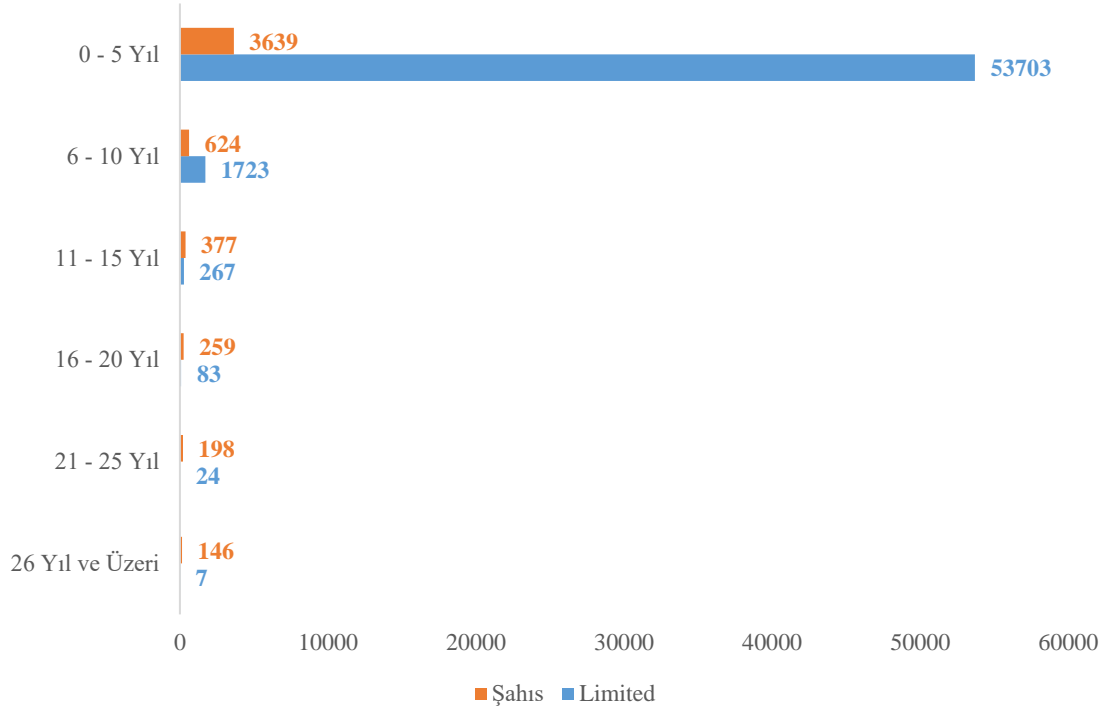
Faaliyet Süresi (Yıl)	5174-Oda Kaydı	Aktif	Şube Kaydı Kapanışı	Tasfiye Sonu	Terki Ticaret	Toplam
0 – 5 Yıl	5927	20267	30686	249	136	57342

6 – 10 Yıl	5	3	1818	0	0	1828
11 – 15 Yıl	1	2	276	0	0	280
16 – 20 Yıl	2	3	81	1	0	87
21 – 25 Yıl	0	1	37	1	0	39
26 Yıl ve Üzeri	0	0	8	0	0	8
Toplam	5935	20276	32906	251	136	59584

Tablo 6’da görüldüğü üzere, İTO’ya kayıtlı toplam 59572 işletme şubesinden 45207 şubeye ilk yılında işlem yapılmaktadır. 5915 işletme şubesi odaya kaydolmakta, 20226 işletme şubesi aktif olarak devam etmekte, 18606 işletme şubesi şube kaydı kapanmakta, 249 işletme şubesinin tasfiye sonu işlemi yapılmakta, 135 işletme şubesi terki ticaret yapmaktadır. İşletmelerinin şube kaydı kapanması çoğunlukla ilk 10 yılda gerçekleşmektedir. İşletmelerin şubeleri 10 yıldan fazla açık kalamamaktadır. 4731 işletme şubesi 1, 3062 işletme şubesi 2, 1988 işletme şubesi 3, 1282 işletme şubesi 4, 1017 işletme şubesi 5, 670 işletme şubesi 6, 465 işletme şubesi 7, 312 işletme şubesi 8, 228 işletme şubesi 9 ve 143 işletme şubesi 10 yıl açık kalabilmektedir. Tablo 7’de işletme şubelerinin sermaye ortaklık yapısına göre faaliyet süreleri gösterilmektedir.

Tablo 7. İşletme Şubelerinin Sermaye Ortaklık Yapısına Göre Faaliyet Süreleri

Faaliyet Süresi (Yıl)	Limited	Şahıs	Faaliyet Süresi (Yıl)	Limited	Şahıs	Faaliyet Süresi (Yıl)	Limited	Şahıs
0	42160	3047	11	82	3	22	3	1
1	4472	285	12	54	3	23	10	0
2	2929	137	13	53	4	24	1	1
3	1937	67	14	39	2	26	1	0
4	1228	62	15	39	1	27	2	1
5	977	41	16	24	0	28	1	0
6	640	32	17	18	1	30	1	0
7	429	38	18	13	1	41	1	0
8	296	19	19	15	2	61	1	0
9	224	6	20	13	0			
10	134	10	21	10	0			



Şekil 6. Şahıs işletmesinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Faaliyet Süre Dağılım Grafiği

Tablo 7 ve Şekil 6’da görüldüğü üzere, limited şirketlerinin şubelerinin faaliyet sürelerine göre incelenmektedir. Limited şirketlerinden 42160 işletme şubesi 1 yıl, 4472 işletme şubesi 2 yıl, 2929 işletme şubesi 3 yıl, 1937 işletme şubesi 4 yıl, 1228 işletme şubesi 5 yıl, 977 işletme şubesi 6 yıl, 640 işletme şubesi 7 yıl, 429 işletme şubesi 8 yıl, 296 işletme şubesi 9 yıl, 224 işletme şubesi 10 yıl ve 134 işletme şubesi 11 yıl faaliyet göstermektedir. Şahıs şirketlerinden 3047 işletme şubesi 1 yıl, 285 işletme şubesi 2 yıl, 137 işletme şubesi 3 yıl, 67 işletme şubesi 4 yıl, 62 işletme şubesi 5 yıl, 41 işletme şubesi 6 yıl, 32 işletme şubesi 7 yıl, 38 işletme şubesi 8 yıl, 19 işletme şubesi 9 yıl, 6 işletme şubesi 10 yıl ve 10 işletme şubesi 11 yıl faaliyet göstermektedir. Görüldüğü üzere hem limited şirketleri hem de şahıs şirketlerinin şubeleri ilk yıllarında faaliyetlerini sonlandırmaktadır. İşletmelerinin faaliyet sürelerinin işletme şubelerinin sermaye ortaklık yapılarına göre farklılık gösterip göstermediğini incelemek amacıyla Mann Whitney U Testi gerçekleştirilmiştir. Mann Whitney U testine ait sonuçlar Tablo 8’de gösterilmektedir.

Tablo 8. Mann Whitney U Testi

Mann-Whitney U	110943751.500
Wilcoxon W	1668182279.500
Test İstatistiği	110943751.500
Standart Hata	765722.269
Standartlaştırılmış Test İstatistiği	7.725
P Değeri	<.001
Limited Rank	29891,99
Şahıs Rank	28214,54

Tablo 8 incelendiğinde Mann Whitney U testine ait p değeri 0,05'ten küçük olduğu görülmektedir. İşletmelerin faaliyet sürelerinin işletme şubelerinin sermaye ortaklık yapılarına göre istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık gösterdiği tespit edilmiştir. İşletmelerin faaliyet sürelerinin işletme şubelerinin sermaye ortaklık yapıları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla Spearman's Rho Korelasyon analizi uygulanmış ve analize ait sonuçlar Tablo 9'da gösterilmektedir.

Tablo 9. İşletmelerin Faaliyet Sürelerinin İşletme Şubelerinin Sermaye Ortaklık Yapıları Arasındaki İlişkinin Analizi

			Faaliyet Süresi (Yıl)	Şirket Türü
Spearman's rho	Faaliyet Süresi (Yıl)	Korelasyon	1.000	.032**
		Katsayısı		
		P Değeri	.	<.001
		N	59571	59571
	Şirket Türü	Korelasyon	.032**	1.000
		Katsayısı		
		P Değeri	<.001	.
		N	59571	59571

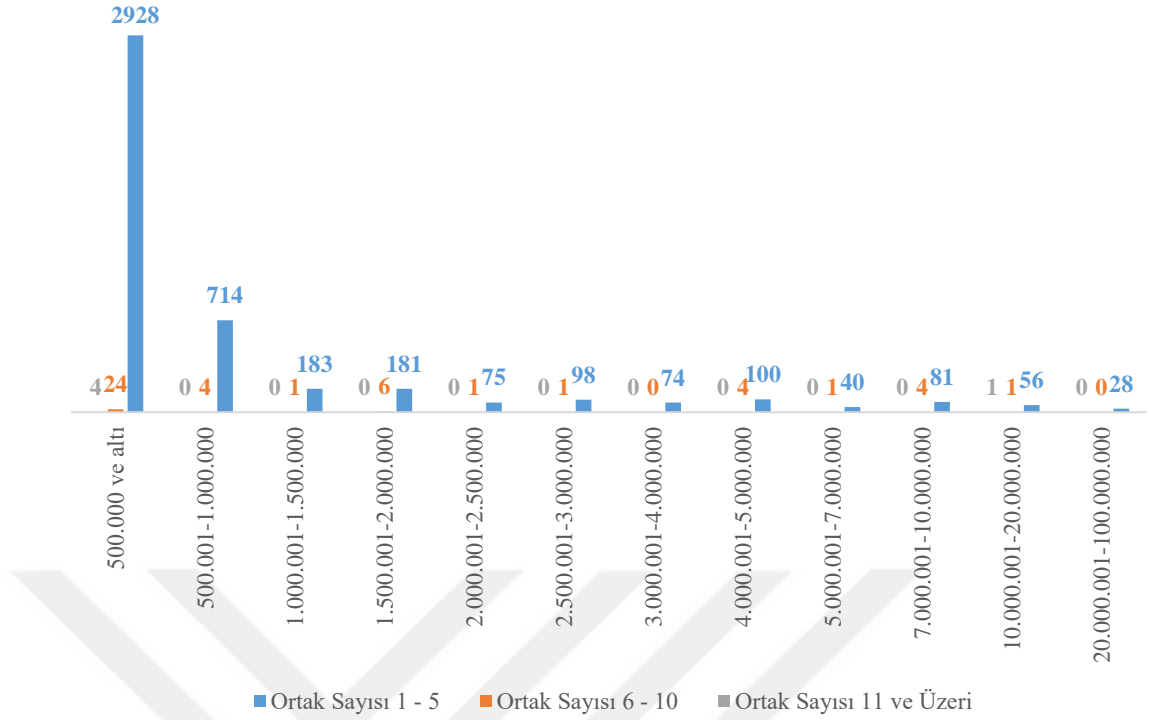
Tablo 9 incelendiğinde Spearman's Rho Korelasyon Analizine ait p değeri 0,05'in altında olduğu görülmekte ve işletmelerin faaliyet süreleri ile işletme şubelerinin sermaye ortaklık yapıları arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. İşletmelerin faaliyet süreleri ile işletme şubelerinin sermaye ortaklık yapıları arasında pozitif yönlü oldukça düşük bir ilişki bulunmaktadır.

4.4. Firmaların Yabancı Sermayeye (Ortağa) Sahip Olma Durumu

Tablo 10’da ve Şekil 7’de şahıs şirketinden limited şirketine dönen işletmelerin ortak sayısına göre sermaye miktarı görülmektedir.

Tablo 10. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Miktarı

		Ortak Sayısı													
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	14	15	24
Sermaye Miktarı	500.000 ve altı	220 3	55 2	11 3	4 5	1 5	6	2	9	5	2	1	2	1	0
	500.001-1.000.000	527	12 8	39	1 9	1	1	0	0	1	2	0	0	0	0
	1.000.001-1.500.000	128	31	21	3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
	1.500.001-2.000.000	123	44	9	3	2	1	1	2	0	2	0	0	0	0
	2.000.001-2.500.000	45	20	9	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.500.001-3.000.000	63	23	10	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	3.000.001-4.000.000	47	19	7	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	4.000.001-5.000.000	70	20	7	1	2	0	1	3	0	0	0	0	0	0
	5.000.001-7.000.000	27	8	4	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	7.000.001-10.000.000	62	14	3	1	1	2	0	0	2	0	0	0	0	0
	10.000.001-20.000.000	39	13	2	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1
	20.000.001-100.000.000	16	10	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0



Şekil 7. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Miktarı Dağılım Grafiği

Tablo 10’da işletmelerin 2956 (%64,12)’si 500.000 TL ve daha az bir sermayeye sahiptir. İşletmelerin %15,57’si 500.001-1.000.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %3,99’u 1.000.001-1.500.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %4,06’sı 1.500.001-2.000.000 sermayeye sahiptir. İşletmelerin %1,65’i 2.000.001-2.500.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %2,15’i 2.500.001-3.000.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %1,61’i 3.000.001-4.000.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %2,26’sı 4.000.001-5.000.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %0,89’u 5.000.001-7.000.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %1,84’ü 7.000.001-10.000.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %1,26’sı 10.000.001-20.000.000 TL sermayeye sahiptir. İşletmelerin %0,61’i 20.000.001-100.000.000 TL sermayeye sahiptir.

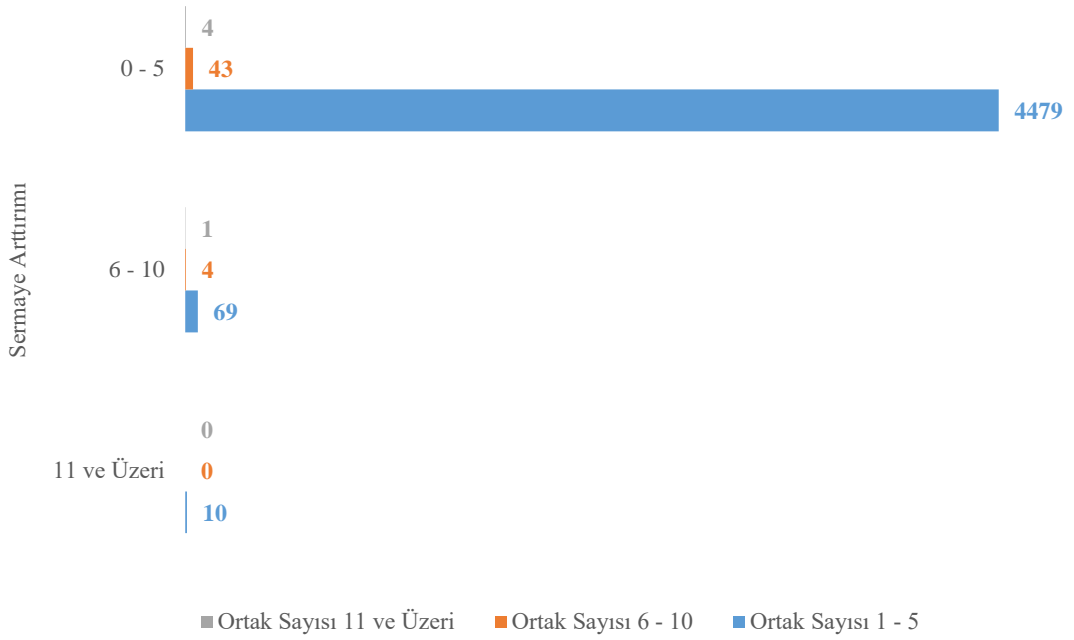
Tablo 10’a göre, 1 ortaklı işletmeler 3350 (%72,67), 2 ortaklı işletmeler 882 (%19,13), 3 ortaklı işletmeler 226 (%4,90), 4 ortaklı işletmeler 77 (%1,67), 5 ortaklı işletmeler 23 (%0,50), 6 ortaklı işletmeler 14 (0,30), 7 ortaklı işletmeler 5 (%0,11), 8 ortaklı işletmeler 14 (%0,30), 9 ortaklı işletmeler 8 (%0,17), 10 ortaklı işletmeler 6 (%0,13), 11 ortaklı işletmeler 1 (%0,02), 14 ortaklı işletmeler 2 (%0,04), 15 ortaklı işletmeler 1 (%0,02), 24 ortaklı işletmeler 1 (%0,2) tanedir. Görüldüğü üzere, 1 ortaklı ve 500.000

TL ve altı sermayeye sahip işletme sayısı 2203 (%47,78)'dir. 1 ortaklı ve 500.001-1.000.000 TL sermayeye sahip işletme sayısı ise 527 (%11,43) şeklindedir.

5 ve üzeri ortağı olan limited şirketi sayısı oldukça azdır. Bu şirketlerinden çoğunluğu 500.000 TL ve altı sermaye miktarında yoğunlaşmaktadır. 1, 2 veya 3 ortak sayısına sahip limited şirketlerinde sermaye miktarı artsa bile şirketlerin sayısı kayda değer seviyede kalmaktadır. Tablo 11'de ve Şekil 8'de şahıs şirketinden limited şirketine dönen işletmelerin ortak sayısına göre sermaye artırımını görülmektedir.

Tablo 11. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Artırımı

		Ortak Sayısı													
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	14	15	24
Sermaye Artırımı	0	367	86	13	7	2	2	0	0	0	0	0	2	0	0
	1	2330	472	112	26	12	4	1	5	1	2	0	0	0	0
	2	452	166	46	16	3	1	3	3	0	0	1	0	0	0
	3	118	64	22	10	1	1	0	3	1	1	0	0	1	0
	4	39	36	21	7	2	1	0	0	0	1	0	0	0	0
	5	20	21	3	4	1	2	1	2	6	2	0	0	0	0
	6	10	14	2	4	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
	7	5	7	4	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	8	4	5	2	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
	9	3	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	10	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
	11	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	13	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	14	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	17	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
20	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
22	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	



Şekil 8. Şahıs Şirketinden Limited Şirketine Dönen İşletmelerin Ortak Sayısına Göre Sermaye Miktarı Dağılım Grafiği

Tablo 11'e göre, şahıs şirketinden limited şirketine dönen işletmelerden hiç sermaye artırımını yapmayan 479 (%10,39), 1 defa sermaye artırımını yapan 2965 (%64,32), 2 defa sermaye artırımını yapan 691 (%14,99), 3 defa sermaye artırımını yapan 222 (%4,82), 4 defa sermaye artırımını yapan 107 (%2,32), 5 defa sermaye artırımını yapan 62 (%1,34), 6 defa sermaye artırımını yapan 33 (%0,72), 7 defa sermaye artırımını yapan 19 (%0,41), 8 defa sermaye artırımını yapan 14 (%0,30), 9 defa sermaye artırımını yapan 5 (%0,11), 10 defa sermaye artırımını yapan 3 (%0,07), 11 defa sermaye artırımını yapan 5 (%0,11), 12, 13, 14, 17, 20 ve 21 defa sermaye artırımını yapan 1 (%0,02)'şer işletme bulunmaktadır.

Tablo 11'e göre, 1 ortaklı işletmeler 3350 (%72,67), 2 ortaklı işletmeler 882 (%19,13), 3 ortaklı işletmeler 226 (%4,90), 4 ortaklı işletmeler 77 (%1,67), 5 ortaklı işletmeler 23 (%0,50), 6 ortaklı işletmeler 14 (%0,30), 7 ortaklı işletmeler 5 (%0,11), 8 ortaklı işletmeler 14 (%0,30), 9 ortaklı işletmeler 8 (%0,17), 10 ortaklı işletmeler 6 (%0,13), 11 ortaklı işletmeler 1 (%0,02), 14 ortaklı işletmeler 2 (%0,04), 15 ortaklı işletmeler 1 (%0,02), 24 ortaklı işletmeler 1 (%0,2) tanedir. İşletmelerin sermaye artırımını ile ortak sayıları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla Spearman's Rho analizi uygulanmış ve analize ait sonuçlar Tablo 12'de gösterilmektedir.

Tablo 12. İşletmelerin Sermaye Arttırımı ile Ortak Sayıları Arasındaki İlişkinin Analizi

		Sermaye Arttırımı	Ortak Sayısı
Sermaye Arttırımı	Korelasyon Katsayısı	1	.246**
	P Değeri		<.001
	N	4610	4610
Ortak Sayısı	Korelasyon Katsayısı	.246**	1
	P Değeri	<.001	
	N	4610	4610

Tablo 12 incelendiğinde Spearman's Rho Analizine ait p değeri 0,05'in altında olduğu tespit edilmiş ve işletmelerin sermaye arttırımı ile ortak sayıları arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. İşletmelerin sermaye arttırımı ile ortak sayısı arasında pozitif yönlü düşük bir ilişki bulunmaktadır. İşletmelerin sermaye miktarı ile ortak sayıları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla Spearman's Rho Analizi uygulanmış ve analize ait sonuçlar Tablo 13'te gösterilmektedir.

Tablo 13. İşletmelerin Sermaye Miktarı ile Ortak Sayıları Arasındaki İlişkinin Analizi

		Sermaye Miktarı	Ortak Sayısı
Sermaye Miktarı	Korelasyon Katsayısı	1	.074**
	P Değeri		<.001
	N	4610	4610
Ortak Sayısı	Korelasyon Katsayısı	.074**	1
	P Değeri	<.001	
	N	4610	4610

Tablo 13 incelendiğinde Spearman's Rho Korelasyon Analizine ait p değeri 0,05'in altında olduğu tespit edilmiş ve işletmelerin sermaye miktarı ile ortak sayıları arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. İşletmelerin sermaye miktarı ile ortak sayısı arasında pozitif yönlü oldukça düşük bir ilişki bulunmaktadır. İşletmelerin sermaye miktarı ile sermaye arttırımı arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla Spearman's Rho Korelasyon Analizi uygulanmış ve analize ait sonuçlar Tablo 14'te gösterilmektedir.

Tablo 14. İşletmelerin Sermaye Miktarı ile Sermaye Arttırımı Arasındaki İlişkinin Analizi

		Sermaye Arttırım	Sermaye Miktarı
		Adeti	
Sermaye Arttırım Adeti	Korelasyon	1	.397**
	P Değeri		<.001

	N	4610	4610
Sermaye Miktarı	Korelasyon	.397**	1
	P Değeri	<.001	
	N	4610	4610

Tablo 14 incelendiğinde Spearman's Rho Korelasyon Analizine ait p değeri 0,05'in altında olduğu tespit edilmiş ve işletmelerin sermaye miktarı ile sermaye arttırımı arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. İşletmelerin sermaye miktarı ile sermaye arttırım sayısı arasında pozitif yönlü orta düzeyde bir ilişki bulunmaktadır. Tablo 15'te hipotezlerin son durumları yer almaktadır.

Tablo 15. Hipotezlerin Son Durumları

Hipotez	Durumu
H1: İşletmelerin limited şirketi veya şahıs şirketi olması ile faaliyet süresi arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.	KABUL
H2: İşletmelerin sermaye miktarı ile sermaye artımı arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.	KABUL
H3: İşletmelerin sermaye miktarı ile ortak sayısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.	KABUL
H4: İşletmelerin sermaye arttırımı ile ortak sayısı arasında da anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.	KABUL

Tablo 15 incelendiğinde çalışmada oluşturulan H1, H2, H3 ve H4 hipotezlerinin kabul edildiği görülmektedir.

5.SONUÇ

İşletmelerin sermayesinin etkin yönetimi bir işletmenin faaliyetleri için önem arz etmektedir. Bir şirketin işletme sermayesini etkin bir şekilde izlemesi ve uygun

seviyede tutulmasını sağlaması gerekmektedir. Bunun yapılmaması likidite sıkıntısına yol açabilir ve bu da üretim ve satış başarısızlıklarına neden olabilmektedir. Tersine, işletme sermayesinin fazlalığı yatırım için kaçırılmış bir fırsat olarak algılanabilir. Bu nedenle, bir şirketin dengeli bir işletme sermayesinde devam etmesi hayati öneme sahiptir.

Günümüzün iş dünyasında işletmeler hem ulusal hem de uluslararası pazarlarda şiddetli bir rekabetle karşı karşıyadır. Likiditeyi yönetmek, kârlılığı en üst düzeye çıkarmak ve bu faktörler arasında en uygun dengeyi sağlamak, kuruluşların bu son derece rekabetçi ortamda başarılı olmaları için çok önemli hale gelmiştir. İşletmelerin başarılı olabilmeleri için günlük faaliyetlerini verimli bir şekilde yürütmeleri, borç ödemelerini zamanında yapmaları ve kısa ve uzun vadeli planlarını etkin bir şekilde uygulamaları gerekmektedir.

Günümüzde çok hızlı bir şekilde büyüyen İstanbul İl'inin önemli bir parçası olan İstanbul Ticaret Odası (İTO), Türkiye'yi ve üyelerini uluslararası ticaretin daha büyük bir bölümüne sahip olan ve küresel düzeyde siyasi ve ekonomik gelişmeleri kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirme yeteneğine sahip bölgesel bir güç haline getirmek amacıyla faaliyet göstermektedir.

İTO, özel sektörün mevcut yapısal ve güncel sorunlarının ele alınmasının, Türkiye'nin küresel rekabet gücünün artırılmasının ve ulusal ekonomi için güvenli ve istikrarlı bir kalkınma ortamının tesis edilmesinin hayati önem taşıdığı bilincindedir. Türk ekonomisinde öncü bir kurum olan İTO, Türkiye'deki bölgesel konumunun sınırlarını aşarak küresel bir ticaret merkezi haline gelmiştir. Bu nedenle bu çalışmada, ticaret merkezi haline gelen İTO'dan derlenen veriler ile işletmelerin sermaye ortaklık yapılarının piyasadaki faaliyet süreleri ve karlılık durumları arasındaki ilişki incelenmeye çalışılmıştır.

Çalışma kapsamında incelenen işletmelerin çoğunluğu ilk 6 yılında şahıs şirketinden limited şirkete dönüşmektedir. İşletmeler başlangıçta şahıs şirketi olarak kurulurken 6 yıl içerisinde büyüme olarak düşündükleri limited şirketi yapısına dönüşmektedir. Bu yönüyle işletmeler sermaye yapısını dönüştürmekte ve bu dönüşümün olumlu etkileri olacağını öngörmektedir.

Benzer bir motivasyon ile işletmeler büyüme olarak gördükleri şube açma yoluna gitmektedir. Fakat çalışma kapsamında incelenen 59.572 firmanın yıllık olarak incelenmesinde her bir yılda açılan işletme şubelerinden çok kapanan işletme şubesi bulunmaktadır. Burada da görüldüğü üzere, işletmeler büyüme olarak gördükleri işletme şubelerini kapattıkları görülmektedir. Ek olarak hem limited şirketleri hem de şahıs şirketlerinin şubeleri ilk yıllarında faaliyetlerini sonlandırmaktadır. İşletmeler açtıkları şubelerini uzun süreli olarak sürdürememekte ve kısa süre sonra kapatmaktadır.

5 ve üzeri ortağı olan limited şirketi sayısı oldukça azdır. Bu şirketlerinden çoğunluğu 500.000 TL ve altı sermaye miktarında yoğunlaşmaktadır. 1, 2 veya 3 ortak sayısına sahip limited şirketlerinde sermaye miktarı artsa bile şirketlerin sayısı diğerlerine göre daha fazladır kalmaktadır. Bir diğer ifadeyle sermaye miktarında artış yaşansa da sermaye yapısında ciddi değişiklik yaşanmamaktadır. İşletmeler sermaye artırımını yeni ortak alarak değil mevcut ortakların sermayeyi artırması ile sağlamaktadır.

İşletmelerin limited şirketi veya şahıs şirketi olması ile faaliyet süresi arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Limited şirketleri şahıs şirketlerine göre daha uzun yıllar faaliyet süresine sahiptir. İşletmelerin sermaye yapısı ile faaliyet süresi arasında ilişki bulunmaktadır. Şahıs şirketleri daha kısa ömürlüdür. Limited şirketleri daha uzun ömürlüdür. Literatürde benzer şekilde, Sarioğlu ve ark (2013) ve Thippayana (2014) çalışmalarında, şahıs şirketlerinin limited şirketlerine göre daha kısa ömürlü olduğu bildirilmiştir.

İşletmelerin sermaye miktarı ile sermaye artımı arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. İşletmeler sermaye miktarında artış olduğunda bunun sermaye artırımını ile ilişkili olduğu görülmektedir. Literatürde benzer şekilde, Serghiescu ve Vaidean (2014) sermaye miktarı ile sermaye artımı arasındaki istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

İşletmelerin sermaye miktarı ile ortak sayısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. İşletmelerin sermaye miktarı artışı olduğunda ortak sayısının da arttığı görülmektedir. Ortak sayısı arttığında sermaye miktarı da artmaktadır. Literatürde benzer şekilde, Annaa ve ark. (2010), Hanousek ve Shamshur (2011) ve Doğan (2013) çalışmalarında

ortaklık yapısı ile kârlılık arasında bir ilişki olduğunu göstermektedir. Alvesa ve ark. (2015) ve Onofreia (2015) işletmenin ortak sayısı ve genişleme potansiyeli, karlılık ile ters ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Fauver ve McDonald (2015), daha az ortak sayısının sermaye maliyetlerinin azalmasına etkili olduğu görülmektedir. Çalışmanın sonuçlarının aksine Chung ve Wang (2014) ortaklık yapısı ile işletmenin sermaye yapısı arasındaki dinamik bağlantıları araştırmıştır. Çalışma, kurumsal ortaklığın artması durumunda şirketin sermaye miktarını azalacağını belirtmiştir. Tifow (2015) tarafından yapılan çalışmada şirketlerin sermaye yapıları ile karlılık performansları arasında önemli ve ters yönlü bir korelasyon gözlemlenmiştir. Velnampy ve Niresh (2012) sermaye yapısı ve karlılığı arasındaki ilişkiyi araştırmak için bir çalışma yürütmüştür. Elde ettikleri bulgular, sermaye yapısı ile kârlılık arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

İşletmelerin sermaye artırımı ile ortak sayısı arasında da anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. İşletmelerin sermaye artırımı sayısı ile ortak sayısının arttığı görülmektedir. Literatürde benzer şekilde, Demir ve Baştürk (2009), Ata ve Ağ (2010) ve Gülşen ve Ülkütaş (2012) çalışmalarında işletmelerin sermaye artırımı ile ortak sayısı arasında da anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Çalışma kapsamında elde edilen öneriler aşağıdaki gibidir.

- Ortak sayısı artacak olan işletmeleri sermaye artırabilir veya sermaye artıracak işletmeler ortak sayısını artırabilir.
- İşletmeyi limited şirketine dönüştürmek faaliyet süresinin artışına etki edecektir.
- 500.000 TL ve üzeri bir sermayeye sahip bir işletme de ortak sayısını az tutmak faydalı olacaktır.

KAYNAKÇA

Abdul Hadi, A. R., Pyeman, J., and Ismail, A. K. (2017). the Relevance of Capital Structure Theories to Consumer Product Firms at Bursa Malaysia. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 12(1), 143–158.

Abor, J. (2008) Determinants of Capital Structure of Ghanaian Firms, Working Papers 176, African Economic Research Consortium, Research Department.

Afrasiabishani, J., Ahmadinia, H., and Hesami, E. (2012). A comprehensive review on capital structure theories. *The Romanian Economic Journal*, 45(2), 3-26

Albayrak, A. S., ve Akbulut, R. (2012). Kârlılığı etkileyen faktörler: imkb sanayi ve hizmet sektörlerinde işlem gören işletmeler üzerine bir inceleme. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi.*, 4(7), 55-82.

Alpar, R. (2020). Spor, Sağlık ve Eğitim Bilimlerinden Örneklerle Uygulamalı İstatistik ve Geçerlik—Güvenirlilik. Detay Yayıncılık

Alsu, E. (2015). Sermaye Yapısının Kârlılık Ve Süreklilik Üzerine Etkisi BIST 100 Üzerine Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Hasan Kalyoncu Üniversitesi, Gaziantep.

Alti, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710.

Alves, P., Couto, E. B., ve Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32.

Antari, Dewa Ayu Prati Praidy & I Made Dana. (2012). Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial dan Kinerja

Antoniou, A, Guney, Y & Paudyal, K 2008, 'The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 43, no. 1, pp. 59-92

Ata, H. A., ve Yusuf, A. G. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki analizi. *Istanbul University Econometrics and Statistics e-Journal*, 11(1), 45-60.

Aydın, N., ve Kulalı, G. (2013). İMKB-100 endeksinde yer alan şirketlerin borç yapısını belirleyen faktörler. 1. Verimlilik Dergisi, 1, 25-42.

Baker, M. P., and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, LVII (1), 1–32.

Baral, K.J. Determinants of Capital Structure: A Case Study of Listed Companies of Nepal, *The Journal of Nepalese Business Studies*, 2004, vol. 1, No. 1, pp. 1-13.

Baxter, ND 1967, Leverage, risk of ruin and the cost of capital, *The Journal of Finance*, vol. 22, no. 3, pp. 395-403

Bhattacharya, U., Dittmark. (2004). Costless versus costly signaling: theory and evidence, Working Paper, Indiana University

Bradley, M. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, 1984, vol.39, No. 3, pp. 857-878.

Brealey, R.A., Myers, S.C. and Allen, F. (2011) *Principles of Corporate Finance*. 10th Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York.

Brigham, Eugene F dan J. Houston. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat

Buferna, F., Bangassa, K. & Hodgkinson, L. (2005). Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya. *Research Paper Series*

Byoun, S 2008, ‘How and when do firms adjust their capital structures toward targets?’, *The Journal of Finance*, vol. 63, no. 6, pp. 3069-3096.

Camara, O. (2012). Capital structure adjustment speed and macroeconomic conditions: US MNCs and DCs. *International research journal of finance and economics*, 84, 106-120

CFA Journal. “What Is the Weighted Average Cost of Capital (AOSM)? Definition, Formula, and Example.”

Chen, Y., and Hammes, K. (2004). Capital Structure theories and empirical results: A panel data analysis, 1-17

Chung, C. Y., ve Wang, K. (2014). Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure. *The North American Journal of Economics and Finance*, 30, 203-233.

Dang, V A, Kim, M, & Shin, Y 2012, 'Asymmetric capital structure adjustments: New evidence from dynamic panel threshold models', *Journal of Empirical Finance*, vol. 19, no. 4, pp. 465-482

de Miguel, A & Pindado, J 2001, 'Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data', *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, no. 1, pp.77-99

Deesomsak, R. Krishna Paudyal, Gioia Pescetto, 2004. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region, *Journal of Multinational Financial Management*, vol.14, No. 5, pp. 387-405.

Demir, S., ve Baştürk, F. H. (2009). İMKB sınai endeksinde yer alan işletmelerde sermaye yapısı ve kârlılık arasındaki ilişki. *Finans Politika ve Ekonomik Yorumlar*, 46 (529), 65-74.

Demirgüneş, K. (2017). Capital Structure Choice and Firm Value: New Empirical Evidence from Asymmetric Causality Test. *International Journal of Financial Research*, 8(2), 75–91

Demirhan, D. (2009). Sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin analizi: İMKB hizmet firmaları Üzerine bir uygulama. *Ege Academic Review*, 9(2), 677-697.

Dinçergök, B., ve Yalçın, K. (2011). Capital structure decisions of manufacturing firms in developing countries. *Middle Eastern Finance and Economics*, 12, 86-100.

Doğan, M. (2013). Sigorta şirketlerinin sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişki: türk sermaye piyasası üzerine bir inceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 57, 121-136.

Donaldson, C., 1961, *Corporate debt capacity*. Harvard University

Drobetz, W & Wanzenried, G 2006, 'What determines the speed of adjustment to the target capital structure?' Applied Financial Economics, vol. 16, no. 13, pp. 941-958

Duan, J. C., and Wang, T. (2012). Measuring distance-to-default for financial and non-financial firms. Global Credit Review, 2(01), 95-108.

Durand, D. (1959). American Economic Association the Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment the Cost of Capital, Corporation Finance, and the. The American Economic Review, 49(4), 639–655

Elsas, R & Florysiak, D 2011, 'Heterogeneity in the speed of adjustment toward target leverage', International Review of Finance, vol. 11, no. 2, pp. 181-211

Fama, EF & French, KR 2002, 'Testing trade-off and Pecking order predictions about dividends and debt', The Review of Financial Studies, vol. 15, no. 1, pp. 1-33

Fauver, L., ve McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. Pacific-Basin Finance Journal, 34, 1-23.

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

Fischer. E.O., Heinkel, R., Zechner, J. (1989), Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, Journal of Finance, 44, 19-40

Flannery, M.J., Rangan,, P. (2006), Partial adjustment toward target capital structures. Journal of Financial Economics, 79, 469–506

Flannery, MJ & Hankins, KW 2007, 'A theory of capital structure adjustment speed', Working Paper, University of Florida, United States

Frank, M. Z. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?, Financial Management, 2009, pp. 4.

Gajurel, D. P. (2005) Capital Structure Management in Nepalese Enterprises, Master's Degree Thesis, Kathmandu: Faculty of Management, Tribhuvan University.

Gatsi, J. G., & Akoto, R. K. (2010). Capital structure & profitability in Ghanaian banks. *Social Science Research Net Work*, 1-69.

Gonzalez, U. Banking Regulation, Institutional Framework and Capital Structure: International Evidence From Industry Data, *The Quarterly Review Of Economics And Finance*, 2007, vol. 47, No. 4, pp. 481-506.

Güler, S. (2010). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(3).

Gülşen, A. Z., ve Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye yapısının belirlenmesinde finansman hiyerarşisi teorisi ve ödünleşme teorisi: İMKB sanayi endeksinde yer alan firmalar üzerine bir uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(15), 49-59.

Handoo, A., ve Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management review*, 26(3), 170-182.

Hanousek, J., ve Shamshur, A. (2011). A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy?. *Journal of corporate finance*, 17(5), 1360-1376.

Harris, M. Artur Raviv, *The Theory of Capital Structure*, *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, No. 1, pp. 297-355.

Hovakimian, A 2006, 'Are observed capital structures determined by equity market timing?', *Journal of Financial and Quantitative analysis*, vol. 41, no. 1, pp. 221-243

Huang, R., Ritter, J.R., (2009), Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment, forthcoming, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 44(2), 237-271

Huang, Y. L., ve Shen, C. H. (2015). Cross-country variations in capital structure adjustment—The role of credit ratings. *International Review of Economics and Finance*, 5-17.

Internal Revenue Service. "Publication 542 (01/2019), Corporations."

Jensen, M. (1989). Eclipse of public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), pp. 61-74.

Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360

Jensen, Michael, C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*. *American Economic Review*, 76, 323-339

Joliet, R., ve Muller, A. (2013). Capital structure effects of international expansion. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(5), 375-393.

Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. Skripsi Universitas Udayana, Denpasar.

Kısakürek, M.M. ve Aydın, Y. (2013) . İşletmelerde sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişkinin analizi: 1992-2011 yılları arası finansal krizler odaklı BIST'te bir uygulama, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(2)97 -127 .

Korkmaz, T., Başaran, Ü. ve Gökbulut, R. İ. (2009). İMKB'de işlem gören otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler: Panel veri analizi. *İktisat İşletme ve Finans*, 24(277), 29-60.

Kraus, A & Litzenberger, RH 1973, 'A state-preference model of optimal financial leverage', *The Journal of Finance*, vol. 28, no. 4, pp. 911-922

Kristianto, Rendro. (2010). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. Skripsi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas, Surabaya.

Leland, H.E. (1998), Agency costs, risk management and capital structure. *Journal of Finance*, 53, 1213-1243

Luigi, P., and Sorin, V. (2009). A Review of the Capital Structure Theories. *Annals of Faculty of Economics*, 3(1), 315–320

Markopoulou, M. K., Papadopoulos., D., L. (2009). capital structure signaling theory: evidence from the greek stock exchange, Portuguese journal of management studies, (3), 217–238

Mitani, H. (2014). Capital structure and competitive position in product market. International Review of Economics and Finance, 29, 358-371.

Modigliani, F., and Miller, M. H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the theory of Investment, American Economic Review, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., and Miller, M. H. M. (1963). American Economic Association Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, 53(3), 433–443

Mohohlo, M. T., Johan H. Hall, The impact of operating leverage on the capital structure of Johannesburg Stock Exchange-listed firms before and after the 2008 global financial crisis, Journal of Economic and Financial Sciences, 2018, vol. 11, No. 1, pp.1-10.

Mundy, Bill, (1992). The Impact of Hazardous Material on Value, The Appraisal Journal, 60(2): 155-162

Murray Frank and Vidhan Goyal. "Handbook of Empirical Corporate Finance: Empirical Corporate Finance: Chapter 12: Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt," Pages 140-145. Elsevier. 2011.

Myers, S.C., and Majluf, N.S., (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics, 13, 187-221

Myers, SC 2003, 'Chapter 4 Financing of corporations, in Constantinides, GM, Harris, M and Stulz, RM (ed.), Handbook of the Economics of Finance, 1st ed, Elsevier, Philadelphia, vol. 1, no. 1, pp. 215-253

Okuyan, H. (2011). Türk bankacılık sektöründe sermaye yapısı, Ege Akademik Bakış, 13(3), 295-302.

Okuyan, H. A., ve Taşçı, H. M. (2010). İMKB'de işlem gören reel sektör işletmelerinde sermaye yapısının belirleyicileri. *Ekonomik Yaklaşım*, 21(76), 55-72.

Onofrei, M., Tudose, M. B., Durdureanu, C. ve Anton, S. G. (2015). Determinant Factors of Firm Leverage: An Empirical Analysis at Iasi County Level. *Procedia Economics and Finance*, 20, 460-466.

Pandey, I.M. (2005). *Financial Management* (9th ed.). New Delhi: Vikas publishing House Pvt Limited

Proença, P., Laureano, R. M. ve Laureano, L. M. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191.

Rasiah, Kim P, A theoretical review on the use of the static trade off theory, the pecking order theory and the agency cost theory of capital structure, *International Research Journal of Finance and Economics*, 2011, vol. 63, pp. 150-159.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Ve Jordan, B. D. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*, 6. Baskı, 915s.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2008). *Essentials of corporate finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin

Salvatore, Dominick. (2005). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global Buku 1 Edisi Kelima*. Jakarta. Salemba Empat.

Sarioğlu, S. E., Kurun, E. ve Güzeldere, H. (2013). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi. *Ege Academic Review*, 13(4), 481-496.

Sayılğan, G., ve Uysal, B. (2011). Türkiye cumhuriyet merkez bankası sektörel bilançoları kullanılarak sermaye yapısını belirleyen faktörler üzerine bir analiz: 1996-2008. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66(04), 101-124.

Serghiescu, L., ve Väidean, V. L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm-an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.

Setyawan, I.R., (2011). An Empirical Study on Market Timing Theory of Capital Structure Ignatius. *Management Science Letters*, 4(2), 2863–2868

Shyam-Sunder, L., Myers, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 51, 1999, pp. 462.

Sibindi, A. B. Determinants of Capital Structure, Risk Governance & Control: *Financial Markets & Institution*, 2016, vol. 6, No. 4, pp. 227-237.

Şahan, H. & Uyangör, N. (2021). Bilimsel Araştırmalarda Örneklem Seçimi. İçinde, *Nitel Araştırma Yöntemleri* (pp.112-137), PEGEM Yayınları.

The American Economic Review. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," Page 296.

Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 143, 1074-1077.

Tifow, A.A. (2015). Sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Eskişehir.

Topal, Y. (2006). İmkb'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları Ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Kârlılıklarına Etkisi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(27), 45-70.

Toraman, C., ve Sönmez, A. R. (2015). Çalışma sermayesi ve kârlılık arasındaki ilişki: perakende ticaret sektörü üzerine bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(1), 15-24.

Toraman, C., ve Sönmez, A. R. (2015). Çalışma sermayesi ve kârlılık arasındaki ilişki: perakende ticaret sektörü üzerine bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(1), 15-24.

Turanlı M., Güriş, S. (2015) *Temel İstatistik Der Yayınları*

Uluyol, O., Lebe, F., ve Akbaş, Y. E. (2014). Firmaların finansal kaldıraç oranları ile öz sermaye karlılığı arasındaki ilişki: Hisseleri Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören

şirketler üzerinde sektörler bazında bir araştırma / The relation between financial leverage and return on equity of the companies: A research on the companies traded on İstanbul Stock Exchange in the base of industries, 6/1, 70-89.

Yıldız, S. (2017). Sosyal Bilimlerde Örnekleme Sorunu: Nicel Ve Nitel Paradigmalardan Örnekleme Kuramına Bütüncül Bir Bakış. Kesit Akademi Dergisi(11), 421-442.

Yiğit, F. Sermaye Yapısı ve Sermaye Yapısı Teorileri, İstanbul, 1. bs., 2016, s. 53.

Yücel, E. (2014). Sermaye yapısı, temsil maliyeti ve firma çeşitlendirmesi: Dinamik panel veri analizi. METU Studies in Development, 41(2), 223.