

**T.C.**  
**SAKARYA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ŞİRKETLERİN FİNANSMAN EĞİLİMLERİNE İLİŞKİN**  
**SAKARYA İLİNDE BİR UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**Ayça ÖNUÇAK**

**Enstitü Ana Bilim Dalı : İşletme**  
**Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

**TEZ DANIŞMANI : Yrd.Doç.Dr.Mehmet SARAÇ**

**EYLÜL-2009**

**T.C.**  
**SAKARYA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ŞİRKETLERİN FİNANSMAN EĞİLİMLERİNE İLİŞKİN**  
**SAKARYA İLİNDE BİR UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**Ayça ÖNUÇAK**

**Enstitü Ana Bilim Dalı : İşletme**  
**Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

**Bu tez 30/09/2009 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oy birliği ile kabul edilmiştir.**

Yrd.Doç.Dr. Mehmet SARAÇ

Doç.Dr.Erhan BİRGİLİ

Doç.Dr.Fuat SEKMEN

**Jüri Başkanı**

**Jüri Üyesi**

**Jüri Üyesi**

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

## **BEYAN**

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

**Ayça ÖNUÇAK**

**30.09.2009**

## ÖNSÖZ

“Şirketlerin Finansman Eğilimleri” konusu firmaların finansal kararlarının faaliyet kararları kadar önemli olduğu günümüzde araştırılmaya değer bulunmuştur. Bu çalışma esnasında birikimi ve fikirleriyle beni yönlendiren danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Mehmet SARAÇ’a teşekkürü borç bilir; manevi desteği ve yardımları için Ayşe ÖNUÇAK’a, her konuda olduğu gibi tez çalışmamı hazırlamamda bana destek olan eşime ve tüm aileme teşekkürlerimi sunarım.

# İÇİNDEKİLER

<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>iv</b>
<b>ŞEKİL DİZİNİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>TABLO DİZİNİ</b> .....	<b>x</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>xi</b>
<b>SUMMARY</b> .....	<b>ix</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

## **BÖLÜM 1: FİNANSMAN, FİNANSAL PLANLAMA VE FİNANSAL KARARLAR.....3**

1.1.Finansal Planlama.....	5
1.1.1 Finansal Planlama Süreci.....	5
1.1.2.İşletmelerde Planlama İlkeleri .....	6
1.1.3.İşletmelerde Planlamanın Avantajları ve Dezavantajları .....	7
1.1.4.Büyüme ve Finansal Planlama .....	8
1.1.5.Finansal Planlamanın Kontrolü .....	9
1.2. Finansal Kararlar ve Finansal Yönetim Fonksiyonları.....	10
1.2.1. Finans Yöneticisinin Yükümlülükleri ve Yetkileri .....	12
1.2.2.Finansal Yönetim ve İşletmelerin Hukuki Yapıları.....	14

## **BÖLÜM 2: İÇ ve DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI.....17**

2.1.Öz kaynak Yoluyla Finansman : .....	17
2.2.Borçlanma Yoluyla Finansman : .....	20
2.2.1. Banka Kredileri : .....	20
2.2.2. Borçlanma Senedi : .....	21
2.2.3. Ticari Borçlar (Satıcı Kredileri) : .....	22
2.2.4. Leasing (Finansal Kiralama) .....	24
2.2.4.1.Leasing Çeşitleri .....	26
2.2.5. Faktöring.....	28
2.2.5.1. Faktöring'in Temel Fonksiyonları.....	29
2.2.5.2. Faktöring Çeşitleri .....	30
2.2.6. Risk Sermayesi .....	31
2.2.6.1.Risk Sermayesi Finansman Türleri: .....	32

<b>BÖLÜM 3: SERMAYE YAPISI</b> .....	<b>34</b>
3.1.Hedef Sermaye Yapısı.....	34
3.2.Sermaye Yapısını Açıklayan Teorik Yaklaşımlar.....	35
3.2.1. Net Gelir Yaklaşımı :.....	36
3.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı :.....	39
3.2.3. Geleneksel Yaklaşım :.....	42
3.2.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı :.....	45
3.2.5. Asimetrik Bilgi Teorisi.....	46
3.2.6. Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri Teorisi:.....	47
3.2.7.Denge Teorisi.....	49
3.2.8.Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	49
3.3.Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler.....	51
3.4.Optimum Sermaye Yapısının Belirlenmesi.....	52
3.5.Kaldıraçlar.....	55
3.5.1.Faaliyet Kaldırıcı :.....	55
3.5.2.Finansal Kaldıraç :.....	56
3.5.3.Bileşik Kaldıraç :.....	57
<b>BÖLÜM 4: SERMAYE MALİYETİ</b> .....	<b>60</b>
4.1.Borcun Maliyeti.....	60
4.2. İmtiyazlı Hisse Senedi Maliyeti.....	60
4.3. Öz sermaye Maliyeti.....	61
4.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	64
4.4.1.Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ile AOSM Hesaplanması.....	65
4.4.2.AOSM ve Menkul Kıymet Pazarı.....	66
4.5.En Uygun Sermaye Bütçeleme Düzeyinin Belirlenmesi.....	67
<b>BÖLÜM 5: LİTERATÜR TARAMASI</b> .....	<b>71</b>
<b>BÖLÜM 6: UYGULAMA</b> .....	<b>82</b>
6.1. Anket Kapsamı ve Yöntemi.....	82
6.2. Finansal Yönetim ve Finansman Yapısına İlişkin Bulgular.....	86
6.3 Anket Sonuçlarının Denge Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorisi ile Karşılaştırılması.....	99

<b>SONUÇ .....</b>	<b>102</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>104</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>109</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>	<b>115</b>

## **KISALTMALAR**

**SPK** : Sermaye Piyasası Kurulu

**KOBİ** : Küçük – Orta Büyüklükte İşletmeler

**TTK** : Türk Ticaret Kanunu

## ŞEKİL DİZİNİ

Şekil 1 : İşletme Riski ve Finansal Risk.....	35
Şekil 2 : Net Gelir Yaklaşımı.....	37
Şekil 3 : Net Gelir Yaklaşımı.....	37
Şekil 4 : Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	40
Şekil 5 : Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	40
Şekil 6 : Geleneksel Yaklaşım.....	43
Şekil 7 : Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri.....	48
Şekil 8 : Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri.....	48
Şekil 9 : Sermaye Yapısında Borç-Öz Sermaye Oranı.....	55
Şekil 10 : Bileşik Kaldıraç.....	59
Şekil 11 : En Uygun Sermaye Bütçelemesi Düzeyinin Belirlenmesi.....	67
Şekil 12 : Ankete Katılan Firmaların Sektörel Dağılımı.....	83

## TABLO DİZİNİ

<b>Tablo 1 :</b> Planlama Süreci.....	6
<b>Tablo 2 :</b> Leasing Çeşitleri.....	26
<b>Tablo 3 :</b> Faktöring Çeşitleri.....	31
<b>Tablo 4 :</b> Risk Sermayesi Finansman Türleri.....	33
<b>Tablo 5 :</b> Ankete Katılan Firmaların Sektörel Dağılımı.....	82
<b>Tablo 6 :</b> Ankete Katılan Firmaların Hukuki Yapıları.....	83
<b>Tablo 7 :</b> Ankete Katılan Firmaların Çalışan Sayıları.....	84
<b>Tablo 8 :</b> Ankete Katılan Firmaların Aktif Büyüklükleri.....	84
<b>Tablo 9 :</b> Ankete Katılan Firmaların Yönetim Fonksiyonları.....	85
<b>Tablo 10 :</b> Ankete Katılan Firmaların Finansal Yönetim Yapıları.....	86
<b>Tablo 11 :</b> Ankete Katılan Firmaların Finansal Planlama Yapıları.....	86
<b>Tablo 12 :</b> Finansal Planlama Yapan Şirketlerin Ne Tür Planlama Yaptıklarının Dağılımı...	87
<b>Tablo 13 :</b> Ankete Katılan Firmaların Hedef Borçlanma Oranları.....	88
<b>Tablo 14 :</b> Hedef Borçlanma Oranında Küçük Firma Büyük Firma Karşılaştırılması.....	89
<b>Tablo 15 :</b> Ankete Katılan Firmaların Buldukları Endüstride Borçlanma Düzeyleri.....	90
<b>Tablo 16 :</b> Ankete Katılan Firmaların Kaynak Kullanmada Vade Tercihi.....	90
<b>Tablo 17 :</b> Ankete Katılan Firmaların Boş Borç Kapasitesi Bulundurma Oranları.....	91
<b>Tablo 18 :</b> Boş Borç Kapasitesi Olan Firmaların Aktif Büyüklüklerine Göre Dağılımı.....	91
<b>Tablo 19 :</b> Ankete Katılan Firmaların Aynı Maliyetle Daha Fazla Borçlanma Oranı.....	92
<b>Tablo 20 :</b> Ankete Katılan Firmaların Finansman Kaynağı Seçimini Etkileyen Faktörler.....	93
<b>Tablo 21 :</b> Ankete Katılan Firmaların Kaynak Yapısı Tercihi.....	93

<b>Tablo 22</b> : Borçlanmadaki Vergi Avantajının Ankete Katılan Firmaların Finansal Kararlarına Etkisi.....	94
<b>Tablo 23</b> : Aktif Büyüklüklerine Göre Borçlanmadaki Vergi Avantajının Firmaların Finansal Kararlarına Etkisinin Dağılımı.....	94
<b>Tablo 24</b> : Ankete Katılan Firmaların Dönen Varlık Finansmanında Tercihleri.....	95
<b>Tablo 25</b> : Ankete Katılan Firmaların Duran Varlık Finansmanında Tercihleri.....	96
<b>Tablo 26</b> : Ankete Katılan Firmaların Borç Kullanma Politikalarını Etkileyen Faktörler.....	97
<b>Tablo 27</b> : Firmaların Borç Kullanımlarını Etkileyen Faktörlerin Yüzdelik Dilimleri.....	98
<b>Tablo 28</b> : Ankete Katılan Firmaların Global Krizden Etkilenme Oranları.....	98
<b>Tablo 29</b> : Anket Sonuçlarının Denge Teorisi ile Karşılaştırılması.....	99
<b>Tablo 30</b> : Anket Sonuçlarının Finansal Hiyerarşi Teorisi ile Karşılaştırılması.....	100

## GİRİŞ

Şirketlerin Finansman Eğilimleri konusu, diğer bir ifadeyle firmaların sermaye yapısı kararları; işletmelerin sürekliliğini ve başarısını etkileyen en önemli faktörlerdendir. Finansal yönetimle ilgili kararlar alınırken firmaların tüm olasılıkları değerlendirip optimum sermaye yapısını oluşturmaya çalışmaları gerekmektedir.

Sermaye yapısı ile ilgili çok çeşitli yaklaşımlar ortaya konulmuştur. Ancak günümüzde bu yaklaşımların kabul görüp görmediği konusunda, özellikle şirketler bazında söz konusu yaklaşımların uygulamalarına yönelik detaylı incelemeler yoktur.

### **Çalışmanın Amacı**

Bu çalışma, firmaların finansal yapılarını, firma yöneticilerinin finansman sağlama konusundaki tutumlarını ve bu konudaki bilgi düzeylerini; ayrıca finansman ihtiyaçlarını karşılarken hangi faktörleri göz önünde bulundurduklarını ve öz sermaye-borç eksenindeki finansal kararlarını inceleme amacını taşımaktadır.

### **Çalışmanın Yöntemi**

Çalışma kapsamında, Sakarya'da faaliyet gösteren 10 değişik sektörden 35 firmaya ulaşılmıştır. Bu işletmelerin finansal yapıları, finansman kararlarını verirken hangi faktörleri göz önünde bulundurdukları, finansman ihtiyaçlarını ne şekilde karşıladıkları, kaynak ihtiyaçlarının vade yapısı, finansman politikaları, global krizin finansal kararlara etkileri konusunda bilgi sağlanmaya çalışılmıştır. Firmaların verdikleri cevaplar, sermaye yapısını açıklamaya çalışan yaklaşımlarla karşılaştırmalı olacak şekilde yüzde analizi yöntemi kullanılarak değerlendirilmiştir. Ayrıca bu yaklaşımlarla ilgili hipotezler öne sürülmüş ve bu hipotezlerin doğruluğu uygulama sonuçlarıyla test edilmiştir. Çalışma sadece Sakarya ilini kapsadığı için halka açık şirketler, hisse senedi piyasasının firma finansmanındaki rolü ve sermaye yapısı kararlarının şirket değerini ne şekilde etkilediği konularına girilmemiştir.

### **Çalışmanın Önemi**

Finansal şartların giderek ağırlaştığı günümüzde, iktisadi işletmelerin finansal kararları firmaların başarı düzeyini direk olarak etkiler hale gelmiştir. Sermaye yapılarını oluştururken firmaların hangi etkenleri göz önünde bulundurmaları gerektiği, firma yöneticilerinin ve çalışanlarının iyi analiz etmesi gereken bir konudur. Teorik yaklaşımlar firmaların piyasa şartlarına verdikleri tepkileri araştırmış ve pek çok

yaklaşım ortaya koymuşlardır. Ancak bu yaklaşımların günümüzdeki ekonomik ortamla uyumluluğu, incelenmesi gereken bir konudur ve tez kapsamında değerlendirilecektir. Bu çalışma ile Sakarya ilindeki firmaların sermaye yapısı kararlarında, bu yaklaşımların etkilerini taşıyıp taşımadıkları araştırılmıştır. Bu çalışma, teorisyenlerin sermaye yapısı kararları ile ilgili ortaya atılan yaklaşımların günümüz koşullarına uygunluğunu tartışmak adına yapılmış bir çalışmadır. Bu haliyle sermaye yapısı kararlarını açıklamaya çalışan yaklaşımların ve reel sektörde yaşanan uygulamaların karşılaştırılması için bir analiz, belge olma niteliği taşıyabilecek bir araştırma olmayı hedeflemektedir.

## **BÖLÜM 1: FİNANSMAN, FİNANSAL PLANLAMA VE FİNANSAL KARARLAR**

Bir işletmenin hayatını idame ettirebilmesi, faaliyetlerine devam etmesi, piyasada tutunabilmesi ve yeterli kalitede ve miktarda üretim ya da hizmet sağlayabilmesi için kuşkusuz belirli varlıklara, bu varlıkları sağlayabilmek için paraya yani finansmana ihtiyacı vardır. Şirketlerde iyi yönetilen bir finansman sistemini sağlamak için, ihtiyaçları olan finansmanı en kısa zamanda, en düşük maliyetle elde edebilmeleri gerekir.

Firmanın kendi içinde bağımsız bir finansman departmanının bulunması finansmana verilen önemin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Ancak bunun bazı küçük işletmelerde maliyet açısından gerçekleştirilmesi zordur. Finansman kararlarının verilmesinde etkin olan kişiler veya birimler de bağımsız bir finansman departmanının bulunması kadar önemlidir.

Firmaların yaptıkları finansal planlamayı tam olarak hayata geçirmek her zaman mümkün olmamaktadır. Bu planlamayı etkileyen faktörlerin en etkini yüksek enflasyondur. Döviz kurları, enflasyon belirsizliği, faiz belirsizliği; yüksek faiz ve politik istikrarsızlık bu planlamayı aksatan etkenlerdendir.

Bu etkenler sektörel bazda ele alındığında değişik oranlarda karşımıza çıkabilir. Örneğin; madencilik, inşaat ve ticaret sektöründe faaliyette olan firmalar için yüksek enflasyon başta gelmektedir. Buna karşın, hizmet sektöründe faaliyette bulunan işletmeler en çok politik istikrarsızlık etkilenir. Turizm ve imalat sanayinde faaliyet gösteren şirketlerin finansal planlarını etkileyen faktörler döviz kuru, enflasyon ve faiz belirsizliğidir.

Ülkemizde ve dünyada yaşanan ekonomik gelişmelerle birlikte finans yöneticisinin rolü sürekli ve hızlı olarak değişmekte ve gelişmektedir. Önceden mali kayıtların tutulması, nakit akışıyla ilgili rapor hazırlayıp yönetime sunulması gibi işleri varken şu anda reel ve finans piyasalarında yaşanan gelişmelerle finans yöneticilerinin sorumlulukları ve yetkileri çok farklı alanlara dağılmıştır.

1930 öncesinde genel olarak finansal yönetim çeşitli finansal pazarlar ve bu pazarlarda işlem gören menkul kıymetlerle ilgili yani bilançonun pasif tarafında yoğunlaşmıştı.

1930 sonrası 1929 yılında yaşanan büyük ekonomik buhran sonucuyla kredilerin geri ödenememesi, fiyatlardaki düşmeler, tasfiyeler ve iflaslar gündeme gelmiştir. Bu krizden sonra ayakta kalmayı başaran firmalar finansal yapılarını yeniden değerlendirerek nakit yönetimlerini güçlendirme yoluna gitmişlerdir.

1940–1950 yıllarında ilk defa bilançonun aktif tarafıyla ilgilenilmeye başlanmış, fonların kullanımı uygulanmıştır. Sermayenin maliyetini ölçmede ve finansal varlıkların değerlendirilmesinde yeni yöntemler bulunmuştur. Günümüze kadar ulaşan sermaye bütçelemesi ve sermaye maliyeti gibi konular gündeme getirilmiştir.

1960'lı yıllarda stoklar, alacaklar, nakit gibi döner aktiflerin değerlendirilmesinde istatistiksel teknikler kullanılarak matematiksel modeller oluşturulmaya başlanmıştır. 1970'li yıllarda bu çalışmalar artarak devam etmiştir.

1980 yılları finans piyasasının elektronik ortama geçmeye başladığını yıllardır. Finans piyasasında bilgisayarlı uygulamalara geçilmiştir. Finans yöneticileri bu yıllarda yaşanan yüksek faizle başa çıkmanın yollarını aramışlardır.

1980 sonrasında günümüze kadar gelen zamanda değişimin hızı çok daha büyüktür. Sermayenin uluslararasılaşması yönünde çok büyük adımlar atılmıştır. Bu dönemde yaşanan bir diğer önemli olay da teknolojik gelişmelerdir. Bilgisayarların bellek kapasitelerinde ve işlem hızlarında yaşanan akıl almaz gelişmelere karşın maliyetler de hızla düşmektedir.

Araştırma ve geliştirme çalışmalarının artması, firmaların büyümeye verdikleri önemin artması, ürün çeşitliliğinin artması, pazar sayısının çoğalması, piyasalarda rekabetin artmasıyla kar marjlarının daralması, faiz ve kur değerlerinin dalgalanması, iletişim ve ulaşım olanaklarının kolaylaşması gibi etkiler bu dönemde finansal yönetimin gelişmesinde etkili olan faktörlerdir.

Dünya ekonomisinde yaşanan tüm bu gelişmeler neticesinde finans yöneticisini görevleri büyük ölçüde gelişmiş ve nitelik değiştirmiştir. Karar alanları çok daha riskli hale gelmiştir. Değişen hayat şartlarıyla firma yöneticileri zamanla yarışır hale gelmişler, bunun sonucunda verilerin hızla aktarılmasıyla ilgili bilgi işlem teknikleri ortaya çıkmıştır. Piyasalar zamanla birbirleriyle entegre olmuşlar ve piyasalar arası iletişim büyümüştür. Hızla yaşanan gelişim, belirsizliği tetiklemiş ve bu belirsizlik

ortamında riskler de çoğalmıştır. Bu durumda yeni finansal araçlar ve risk yönetim teknikleri uygulanmaya başlanmıştır.

### **1.1. Finansal Planlama**

İşletmeler firma değerlerini yükseltmek, zaruri ihtiyaçlarını karşılamak, yatırımlarını finanse edebilmek adına finansal kararlar almak zorundadırlar. Bu kararları doğru şekilde alabilmek için de bir planlama yapmaları gerekmektedir. Bu finansal planlamaya yani şirketin belirlediği hedeflere nasıl ulaşacağına dair yaptığı çalışmalara şirketin stratejisi denir. Yatırım stratejisi ve finansman stratejisi olarak ikiye ayrılır. Yatırım stratejisi sabit varlıkların temini ile ilgilidir. Sabit varlık edinirken risk ve getiri analizleri yapılır ve buna göre karar verilir. Yatırım planları için ne kadar bir fona ihtiyaç duyulduğu tespit edilir ve bu fonun kaynağı ile ilgili araştırmalar başlar. Bu da finansman stratejisini doğurur. Finansal planlama ile hayata geçebilen bu strateji finansal temin ile ilgili tüm bilgileri barındırır, tedarik ve yatırımın planını yaparken, yapılan planın ne kadarının gerçekleşmiş olduğunun da göstergesidir.

Finansal planlama; gelecek dönemle ilgili bir tahminde bulunmak, yaşanabilecek olumsuz ihtimalleri göz önünde bulundurarak tedbir almak, yeterli likiditeyi firma bünyesinde bulundurmaya amacıyla yapılan bir sistemdir. Bu yüzden de işletme yönetiminin en önemli ayağını oluşturmaktadır.

#### **1.1.1 Finansal Planlama Süreci**

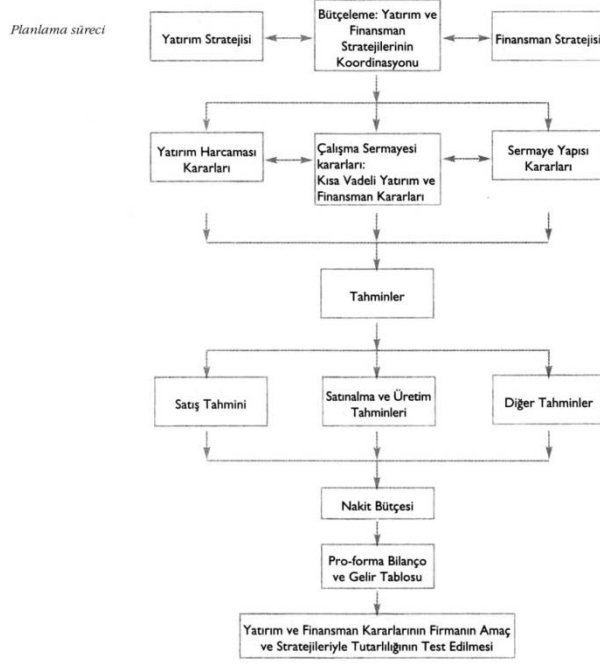
Finansal planlamanın ilk adımı işletmenin faaliyetlerinden doğan gelir ve giderlerin tahmininde bulunmaktır. Bu tahminlerin ya da öngörülerin oluşmasıyla planlamanın büyük bir kısmı meydana çıkmış olur.

Finansal planlamanın ikinci adımı alternatif tahminlerde bulunularak tüm tercihlerin, bu tercihleri yaptıktan sonra karşımıza çıkabilecek avantajların ve dezavantajların analizinin yapılması ile gerçekleşir. Bu aşamada tüm ihtimaller tek tek irdelenerek optimum seçenekler belirlenir. Optimum seçenekler belirlendikten sonra karar verme aşamasına gelinir.

İşletmelerin detaylı olarak hazırlamış oldukları yatırım ve finansman bütçeleri bulunmalıdır. Bunlar işletmenin sağlıklı karar verebilmeleri için kısa vadeli bütçeleme ve uzun vadeli bütçeleme olarak yapılmalıdır. Kuşkusuz ki uzun vadeli planlamanın yapılabilmesi ve sağlıklı sonuçlar vermesi için kısa süreli bütçelemenin yani faaliyet

bütçelemesinin sağlıklı olarak yapılmış olması gerekir. Bu iki planın arasında yakın bir ilişkinin bulunduğu aşikardır. Bu planlamalar sonucunda işletmenin sermaye yapısı, yatırım sermayesi ve faaliyet sermayesi kararları alınır. Gelecek ile ilgili satış, satın alma, üretim hacmi gibi tahminler yapılarak nakit bütçesi oluşturulmaya çalışılır.

**Tablo 1:Planlama Süreci**



(Kaynak : BAKIR / 2008; 88)

### 1.1.2. İşletmelerde Planlama İlkeleri

İşletmelerde yapılan planlama ve bütçeleme işlerinin doğru ve güvenilir şekilde yapılabilmesi için bu planlamanın bazı ilkelere dayandırılması gerekmektedir. Hasan Bakır bu ilkeleri şu şekilde özetlemektedir:

“Bütünlük İlkesi : Bir işletmede ödeme ve tahsilatlara yol açan tüm olayların bütçe hazırlanırken dikkate alınması gerekir.

Birlik İlkesi : Tüm sorumluluk ve kar merkezleri için birer bütçe hazırlanır. Bu bütçelerin bir ana bütçede birleştirilmeleri gerekir. Böylece işletmenin finansal dengesi bir bütün olarak ele alınmalı ya da gözetilmelidir.

Şeffaflık İlkesi : Bütçeler ilgilenenlerin gerekli bilgileri kolaylıkla alabilecekleri nitelikte hazırlanmalıdır. Bu ilkeye göre bütçeler işletme çalışanlarına belirlenen hedeflere ulaşılması için motive etmelidir.

Kesinlik İlkesi : Planlanan faaliyetler ve gelecekteki nakit giriş ve çıkışları gerçekçi varsayımlara dayanmalıdır. Bu ilke hatalı kararlardan kaçınmaya olanak sağlar. Bununla aynı zamanda kontrol de kolaylaşır.

Uzmanlaşma İlkesi : Bu ilke ödeme ve tahsilatların türlerine ve kaynaklarına göre kesin bir biçimde belirlenmesine özendirir. Bununla hangi finansal araçların hangi sorumluluk ya da kar merkezlerine aktığı ve hangi amaçlarla kullanıldığı belirlenebilmelidir.

Dönemsellik İlkesi : Bütçe periyodik olarak düzenlenmelidir. Dönemsellik çeşitli bölümlerin bütçelerine göre değişmektedir. İhtiyaca göre günlük, haftalık, aylık, üç aylık, altı aylık, yıllık ya da birkaç yıllık bütçeler hazırlanabilir.

İktisadilik Etkisi : Bütünlük, kesinlik ve uzmanlaşma ilkesinin sınırsız uygulanması, bütçelerin kesinlik ve güvenilirliğini artırırken maliyetleri de artırmaktadır. Bu nedenle maliyet ve yararların bütünlük ve kesinlik ilkelerine uygun bir biçimde dengelenmesi gerekir.”(Bakır ve Diğerleri;2008;89)

İşletmede ödeme türlerine ve kaynak türlerine göre çeşitli bütçeler oluşturulur. Birlik ilkesi gereği bu bütçeler teker teker değil, birlikte ele alınmalıdır. İşletme içindeki ilgili personelin konu ile ilgili tüm bilgilere kolaylıkla erişebilme hakkı şeffaflık ilkesi gereğidir. Planlanan nakit giriş ve çıkışları kesinlik ilkesiyle gerçeğe en yakın değerlerle hesaplanmalıdır. Uzmanlaşma ilkesiyle ödeme ve tahsilatların sağlıklı biçimde türlerine ve kaynaklarına göre dağılımlarının yapılması sağlanır. Bütçeler, haftalık, aylık, yıllık şeklinde periyodik olarak hazırlanarak dönemsellik ilkesine uyulmalıdır. Tüm bu ilkeler sağlıklı bir bütçe hazırlamaya yardımcı olurken maliyetleri de arttırmaktadır. Bu sebeple iktisadilik ilkesi devreye girer ve maliyetlerin ve yararın optimum noktası bulunarak ona göre bütçeler hazırlanmasına yardımcı olur.

### **1.1.3. İşletmelerde Planlamanın Avantajları ve Dezavantajları**

İşletmelerde yapılan finansal planlamanın çeşitli avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Finansal planlama, işletme içinde kararlar alınmadan mevcut durumun çok iyi analiz edilmesini sağlayarak tüm faaliyetlerin denetlenmesine yardımcı olur. Finansal planlama ile işletme içindeki departmanlar birbirleri ile koordineli çalışarak denetim giderlerini azaltırlar. İşletme yöneticileri planlama yaparak tahmin yeteneklerini geliştirirler ve iş programlamalarını daha hızlı gerçekleştirmeye başlarlar.

Firma yetkilileri planlamanın ne kadarının gerçekleştiğini analiz etmek amaçlı ölçme standartlarının gelişmesini sağlar.

Planlamanın bahsedilen iyi tarafları yanında dezavantajlı tarafları da bulunmaktadır. Bunlardan en rastlanabilir durum, gereken özenin gösterilmeden bütçe hazırlandığında sonuçlar beklenen gibi olmayabilir. Bütçeler verimsiz harcamaların gizlendiği bir araç haline dönüşebilir. Bütçe hedeflerine çok odaklanarak işletmenin gerçek hedeflerinden çıkılabilir. İşletme içinde bütçedeki rakamları yakalamak adına üst yönetin alt yönetime fazlaca baskı kurabilir. Planlama yaparken gider kalemleri kontrol altına alınmaya çalışılırken büyüme hedefleri göz ardı edilebilir, fazla detaya girilerek resmin bütünü gözden kaçabilir.

#### **1.1.4. Büyüme ve Finansal Planlama**

İşletmelerin en önemli hedeflerinden biri büyümedir. İşletmelerin buldukları sektör ve ülke bazında değişkenlik gösterse de her işletme belli bir büyüme trendi içinde olmalıdır. Dönen varlıklar; satışların artmasıyla orantılı olarak artmalıdır. Böyle olursa uzun vadeli planlar daha sağlıklı yapılır.

İşletmelerde büyümenin sonucu olarak ortaya çıkan ihtiyaçların uygun kaynaklarla finanse edilmesi gerekir. Örnek vermek gerekirse; üretimin artmasıyla satışları artan bir işletmenin satıcılara olan borcu da artmaktadır. Bunun yanında iş gücü maliyeti ve kar değeri de artacaktır. Böylece ödenecek vergiler ve maaşlar da artacaktır. Bu harcamaların bir bölümü dağıtılmayan karlardan finanse edilir.

Büyüme esnasındaki finansman ihtiyacı belirlenirken satışların artışının sürekliliği önemlidir. İşletme eğer artan satışlarıyla sürekli büyümeyi sağlıyorsa kazandığı rakamın bir bölümünü sermayesine ekliyorsa artan fon ihtiyacını finanse edebilir düzeydedir.

Öz sermayenin de satışlarla ve karla ilintili olarak artması işletmelerde olağan bir durumdur. Ancak öz sermaye artan rakamlarla orantılı olarak artmıyorsa bu durumda işletme, bu açığını banka kredisi ya da ticari kredi ya da her ikisinin bileşimiyle finanse edebilir. Banka kredisi kullanıldığında büyüme hala aynı hızla devam ediyorsa kredi almaya devam edilir ve artan satış tutarıyla orantılı olarak kullanılan kredi miktarı da artar. Ticari kredi kullanıldığında vadenin uzaması ile ilgili tedarikçilerle gerginlik söz konusu olabilir ve vadenin uzamasından dolayı satış işlemindeki iskonto oranı azalabilir ya da yok olabilir.

Bilançoda dönen varlıkların artmasıyla hızla artan kısa süreli borçlarla ilgili kredi verenler ve satıcılar endişe duyabilirler. Bu durumda işletme, kar dağıtım oranlarını ya da satışların artma hızını düşürebilir.

Büyüme; arzu edilen bir durumdur ve büyümenin uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi tercih edilen bir yöntemdir. Büyüme tıpkı mevsimlik fon ihtiyaçları gibi tahmin edilebilen bir fon ihtiyacıdır. Ancak bazı fon ihtiyaçları beklenmeden ani olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonomideki olumsuz gelişmeler, üretimdeki aksilikler, grev gibi personel ile ilgili karşılaşılabilecek sorunlar, ani yatırım fırsatları ya da teknolojik gelişmeler ve tüm bunların sonunda oluşacak fon ihtiyaçları her zaman önceden tespit edilemeyebilir.

Teorik olarak bakıldığında finansal kaynak ihtiyaçlarının ve faaliyet planlarının birlikte ele alınması gerekmektedir. Bu ikisinin kesişim noktasında firma değeri en üst seviyeye çıkmaktadır. Ancak pratikte önce finansal planlamanın yapılması, finansal ihtiyaçların belirlenmesi, belirlenen rakamın finanse edilip edilemeyeceğinin belirlenmesi gerekir. Eğer tüm bunlar gerçekleşebiliyorsa faaliyet planı hayata geçirilebilir.

#### **1.1.5. Finansal Planlamanın Kontrolü**

Bir işletmenin finansal kaynakları, ihtiyaçları karşılayabilir düzeyde ise ya da planlama sürecinde gerekli nakit bulunmuyorsa, finansal planlama uyum hareketlerine başvurulur. Uyum önlemleri hem üretim politikalarında, hem de finansman politikalarında uygulanabilir. Ayrıca ödeme ve sevkiyat koşullarının da değişmesiyle uyum sağlanabilir.

Eğer gelir ve giderler optimum biçimde planlanmış ise işletmenin likiditesi sıfır olacaktır. Ancak işletme, olası ihtimallere karşılık elinde bir nakit bulundurmalıdır. Bu tutarın yüksek olarak tutulması o miktarın o amaçla tutulmasından dolayı atıl olarak kullanılmış olacaktır.

Burada kıstas; işletmenin likiditesini pazar faiz oranlarının üzerinde bir kar sağlayacak bir işe yatırmış olup olmamasıdır. Böyle bir işletme için kısa süreli nakit sıkıntısı önemli bir sıkıntı değildir. İşletmenin elinde bulundurduğu kaynakları aşan bir finansman ihtiyacı belirdiğinde ek kaynaklarla bu açığın ne kadarının karşılanabileceği önemli bir konudur. Bu ek kaynakların kullanılması finansal yapının ağırlık

ortalamasını değiştirmektedir. Burada tabi ki en uygun fon yani en az maliyetli fon araştırılıp bulunmalıdır. Bu da finansal planlamada uyum önlemlerindedir.

Finansal planlamada denge sağlayabilmenin en önemli yolu, alacak tahsillerinin olabildiğince hızlı olmasını sağlamak ve borç ödemelerinin vadesinin olabildiğince esnek tutulmasını sağlamaktır. Eğer planlama döneminde gerekli finansmanın elde edilebileceği düşünölmüyorsa yenileme, kapasite artırımı gibi yatırımlar ertelenmelidir. Eğer ani bir şekilde likidite gereksinimi doğarsa eldeki yatırımların en verimsiz olanı seğilmeli ve buradaki yatırım çözümlere likidite gereksinimi sağlayan tarafa fon aktarılmalıdır. Bu da finansal planlamayı dengelemeye yarayan hareketlerden biridir.

Finansal planlamanın kontrol sürecinde planlama esnasında tahmin edilen değerlerin (harcamaların ya da kaynakların) gerçekte ortaya çıkan rakamlarla uyumlu olup olmadığı saptanır. Bu iki değer arasında sapma göröldüğünde finansal düzeltme yapılarak rakamlar revize edilir. Ancak sürekli revize edilen bir finansal plan da makbul değildir. Burada planlamayı etkileyen bilgilerin kaynağından zamanında alınması da büyük önem taşır. Etkili bir kontrol için, ödeme ve tahsilatların gerçekteleştiği dönemde, planlamanın yapıldığı zamanda olduğu gibi aynı sistem çerçevesinde değerlendirilme yapılması gereklidir.

Çeşitli bütçe dönemlerinde belirlenen planlar kümülatif olarak da değerlendirilmelidir. İşletme içindeki tüm birimlerin planları da toplu olarak değerlendirilmelidir. Zira planlamanın en önemli amaçlarından biri de üretimi teşvik etmektir. Bu; ödüllendirme ve cezalandırma gibi yöntemlerle olabileceği gibi planlama dönemindeki anlamlı bir müdahaleyi değerlendirerek ya da bir sonraki planlama döneminde bu uyarıyı dikkate alarak da sağlanabilir.

## **1.2. Finansal Kararlar ve Finansal Yönetim Fonksiyonları**

Finansman kaynağının seçiminde etkin olan unsurlar; kaynak maliyeti, firmanın mevcut mali yapısı, genel ekonomik durum, firmanın finansman politikası, kaynak ihtiyacının vade yapısıdır. Genelde firmalar için en önemli unsur kaynak maliyetidir. Yalnızca maliyet az olduğu için uzun vadeli finansman yerine kısa vadeli finansman sağlandığı durumlar bir çok firmada yaşanmaktadır. Maliyetten sonra ele alınacak etken ise, mevcut mali yapının yani borç/öz kaynak ilişkisinin irdelenmesidir. Bu da borcun geri ödenebilirliğini kontrol altına almak için yapılmaktadır.

Finansman yönetimi firma politikaları içinde çok önemli bir yere sahiptir. Büyüklüğü ne olursa olsun firmalar; günümüz şartlarında üretim ya da hizmet kararlarına önem verdikleri kadar finansman kararlarına da önem vermelidirler, vermektedirler. Bu durum firmanın başarıliliğini direkt olarak etkilemektedir. Ancak özellikle bulunduğumuz ortamda olduğu gibi belirsizliğin ve piyasalarda değişimin olduğu durumlarda sağlıklı finansal kararlar vermek oldukça güçtür.

Firmaların finansman ihtiyaçları, işletmelerin niteliklerine göre değişmektedir. İmalat yapan bir firma ile sadece al-sat işi yapan firma arasında ihtiyaçları bakımından farklılıklar bulunmaktadır. İmalat yapan işletmeler diğer işletmelere nazaran daha fazla sermayesi ve daha fazla sabit gideri olan işletmelerdir. Bu tür işletmeleri kendi aralarında emek yoğun, sermaye yoğun olarak ayırmak da mümkündür ki, burada yine finansman ihtiyaçlarında ve kararlarında farklılıklar seyredilecektir.

Finansal yönetimde alınan kararlar 3 grupta toplanılabilir. Bunlardan ilki yatırım kararlarıdır. Bir finans yöneticisinin karar vermesi gereken en önemli konu yatırım kararlarıdır. Her işletme; kendi içinde bulunan kıt kaynaklarını en verimli şekilde, en etkin yolları seçerek değerlendirmelidir. İşletmeler faaliyetlerine bağlı olarak reel piyasada ve finans piyasasında yatırım yaparlar. Reel piyasada yapılacak yatırımlar bina yaptırmak, makine, tezgah, araç, gereç temini gibi reel varlıkların yanında, know-how arttırma, patent alma, marka yaratma gibi reel olmayan yatırımlar şeklinde de olabilmektedir. Bu durumda finans yöneticisi firmanın ihtiyaçlarını ve kaynaklarını iyi değerlendirmeli ve firmanın sürekliliği ve başarısı için en optimum kararı vermelidir. Uzun vadeli yatırımların sonucu ile ilgili tahminlerini iyi yapmalıdır. Çünkü uzun vadeli planların sonuçları net olarak bilinmediğinden belirli bir risk içermektedir. Finans yöneticisi bu kararı verirken gerekli araştırmaları ve analizleri yaparak riski mümkün olduğunca ölçmeye çalışmalıdır.

Yatırım kararları elbette ki sadece uzun vadeli yapılmamaktadır. Kısa vadeli yatırım kararları dönen varlıkların sürekliliğini ve verimliliğini sağlamaya yöneliktir. Stok kontrolü, stoklamanın ne şekilde olacağına karar verme (ham madde, yarı mamul ya da mamul), satışların vade yapısı, vadelerdeki gecikmeyi tölere edebilme gücü, olağan dışı durumlarla karşılaşıldığında kasada bulunan paranın ne miktarda olacağı gibi konular finans yöneticisinin hakim olması gereken konulardır.

Finansal yönetimde alınan karalardan bir diğeri finansman karalarıdır. Bilindiği gibi, işletmelerin hayatını sürdürebilmesi için bir çok varlığa ve bu varlıkların temini için de kaynağa ihtiyaı vardır. Finans yöneticisi bu temin için ne kadar fona ihtiyaç olduğunu saptamalı ve bu fona nereden, ne Şekilde, en az maliyetle nasıl ulaşacağını araştırmalı ve bu konuda en etkin kararı vermelidir.

İşletmelerin kaynak sağlamada iki yolu vardır. Borçlanarak ya da öz kaynak yoluyla finansman sağlayabilirler. Borçlanarak finansman sağladıklarında aldıkları karar neticesinde kar da etseler zarar da etseler borcun ana parasını ve faizini geri ödemek zorundadırlar. Borçlanma ile finansman Şeklinin en önemli avantajı ödenen faizlerin gider olarak yazılabilmesi sonucu vergi avantajı sağlamasıdır. Hisse senedi ile finansman sağlamada ise, borcu geri ödeme ya da faizi ödeme gibi zorunluluklar yoktur. İşletme kar ettiği takdirde genel kurul kararıyla kar payları ortaklara dağıtılır. Bunun için bir vade kısıtlamasının olmaması da başka bir avantajlı durumdur.

Finans yöneticisinin karar vermesi geren bir diğer konu, öz kaynak ya da borç ile finansmanın yanında sağlanacak finansmanın vade yapısı yani kısa vadeli ya da uzun vadeli olması ile ilgilidir. Bu kaynaklar bankalardan ya da tahvil ve finansman bonusu ihracıyla tasarruf sahiplerinden sağlanabilir. Finans yöneticisi bu konuda da karar vermelidir.

Özetle finans yönetiminin asıl görevi tüm bu alternatifleri an az maliyetle ve en az riskle değerlendirmesi ve firmanın yararı için en sağlıklı kararı vermesidir.

Finansal yönetimde alınan karalardan sonucusu ise kar payı (dividant) dağıtımıyla ilgili olan kararlardır. İşletmenin faaliyetlerinden doğan karın ne kadarının firmada kalacağı ne kadarının hisse sahibi ortaklara dağıtılacağı konusudur. Bu konuda halka açık olan ya da halka açık olmayan Şirketler arasında uygulamada farklılıklar vardır. Bu dağıtım yapıldığında azalan fonun yerinin ne Şekilde ne maliyetle doldurulacağı iyi analiz edilmelidir. Esasen bu konu finansman kararları ile de direk bir ilişki içindedir.

### **1.2.1. Finans Yöneticisinin Yükümlülükleri ve Yetkileri**

Finans yöneticileri, firmanın i ve dış dinamikleriyle ilgili çok yönlü bilgi sahibi olmalıdır ve mevcut durumları iyi analiz etmelidir. Finansal öngörülerde bulunma, finansal piyasalardaki kısa ve uzun vadeli kaynakların etkilerini araştırma, dividant politikasını belirleme, yatırım alternatiflerinin firma üzerindeki potansiyel etkilerini

değerlendirme, sermaye yapısı oluşturma, fiyatlama politikası geliştirme, bunun satış ve karda ne gibi değişikliklere yol açacağını saptama, şirket birleşmeleri, satın almaları gibi konularda potansiyel durumlarda bilgi sahibi olma, uluslar arası kredi olanaklarını değerlendirme, işletmenin halka açılması hususunda mali organizasyonu belirleme gibi çok fonksiyonlu bir görev alanı bulunmaktadır.

Tüm bu kararları verebilmek için kuşkusuz çok taraflı iyi bir alt yapıya ve birikime sahip olmak gereklidir. Bu yüzden küçük firmalar hariç belli bir büyüklüğe ulaşmış firmalarda konusunda uzman olan bir çok kişi bir ekip kurarak bu işlevi yerine getirmektedir. Firmanın değerini maksimize etmek bu ekibin başlıca hedefidir. Alınan tüm kararların etkisi bu yönde araştırılmalıdır.

Firmaların organizasyon yapısı itibariyle üst yönetim sürekli olarak finansman kararları ile ilgilenir. Pazarlama ve üretim müdürü yatırım kararlarıyla ilgili araştırmalar yaparak üst yönetime sunarlar. Finans yöneticisi genellikle finansman sağlanmasından, nakit akışını sağlamaktan, firmaya fon sağlayan yatırımcılara karşı olan yükümlülüklerin yerine getirilmesinden, banka ve aracı kuruluşlarla ilişkilerden sorumludur. Muhasebe yöneticisinin ise, mali tabloların hazırlanması, kayıtların tutulması, bordro işlemlerinin yapılması, bütçe hazırlanması gibi görevleri vardır. Finans ve muhasebe yönetimi Genel Müdür Yardımcısı düzeyinde olan Mali İşler Müdürüne bağımlı olarak çalışır. Küçük işletmelerde ise genel olarak bu görevler daha az kişi tarafından gerçekleştirilmektedir.

Finansal yönetimin neye hizmet ettiğinin belirlenmesi ve finans yöneticisinin görevlerini daha iyi anlaşılması için bir işletmenin amaçlarının ne olduğunu bilmek gerekir. Bunlar; işletmenin sürekliliğini sağlamak, işletmede istihdam sağlamak, üretim ve satışları arttırmak, işletmenin büyümesini sağlamak, işletmenin piyasa payını arttırmak, işletmenin karını maksimize etmek, işletmenin değerini maksimize etmek olarak sıralanabilir.

Klasik ekonomik görüş tarafından ortaya konulan karın maksimize edilmesi yeni finansal yönetim anlayışına göre çok dar kapsamlı kalmaktadır. Kar maksimizasyonunun temel amaç olarak alınması her durumda hissedarların çıkarına olmayabilir. Firmanın karının artması her zaman hissedarların karını arttırmaz. Örneğin yeni hisse senedi ihraç ederek fon sağlayan ve bu fonları tahvilde değerlendiren firmanın karı yükselmiş olabilir ancak burada hisse sayısı arttığından hisse başına kar

düşmüştür. Karın maksimizasyonu denildiğinde hangi kardan bahsedildiği, bu karın hangi dönemleri kapsadığı, karlılık miktarından mı karlılık oranından mı bahsedildiği net değildir. Karlılık oranı seçilecekse satışlar üzerinden mi öz sermaye üzerinden mi toplam varlıklar üzerinden mi değerlendirileceği belirtilmemiştir. Bu yüzden bu kavram biraz havada kalmaktadır. Bu kavram ortaya konulurken risk faktörü de iyi analiz edilmemiştir. Farklı yatırım ve finansman alternatiflerinin farklı riskleri ve farklı getirileri olacaktır. Değerlendirme yapılırken tün bunların birlikte ele alınması gerekmektedir.

Değer maksimizasyonu amacına ulaşılması için, verilen hangi alternatif firma değerini en yükseğe çıkartacaksa o seçilmelidir. Yatırım kararlarında hangi seçenek nakit akışı yönünden daha fazla fayda sağlayacaksa o seçilmelidir. Eğer finansman açısından bakılacak olursa hangisinin maliyeti daha az ise tercih o yönde olmalıdır. Eğer hisse senedi ihraç eden bir firmadan söz edersek, firma değeri hisse senetlerinin piyasadaki fiyatı ile ölçülmektedir. Eğer işletmenin aldığı kararlar, uyguladığı finansal politikalar genel çevre tarafından uygun bulunmuyorsa, yanlış olduğu düşünülüyorsa, yatırımcı bu senetleri elinden çıkarmak ister. Böylece hisse senetlerinin piyasadaki arzı artacağından fiyatı düşecektir. Bu da firmanın değerinin düşmesi anlamına gelir. Performansı beğenilen firmaların piyasadaki hisse senetlerinin alıcısı çok olacağından yani hisse senetlerine talep çok olacağından senet fiyatları artacak yani firmanın değeri yükselecektir. Buradan da anlaşılacağı üzere firma değeri direkt olarak alınan finansman ve yatırım kararları ile ilişkilidir.

### **1.2.2. Finansal Yönetim ve İşletmelerin Hukuki Yapıları**

İşletmelerin hukuki yapıları finansal kararlarıyla direk bir ilişki içindedir. Firmalar kurulurken istedikleri yasal şekli seçebilirler, ancak faaliyet alanlarına ve iş kollarına bağlı olarak getirilen bazı yasal düzenlemeler vardır. Örneğin ülkemizde sigorta kuruluşlarının, aracı kurumların ve bankaların anonim ortaklık şeklinde kurulma zorunluluğu vardır.

**Bireysel İşletmeler :** Bu tarz işletmeler tüzel kişiliği bulunmayan ve 3. şahıslara karşı firma sahibinin tüm varlığıyla sorumlu olduğu işletmelerdir. Bu yüzden bu tip firmalar kredi sağlamada avantajlı durumdadır. Ancak herhangi bir aksi durumda alacaklı borcuna karşılık şahsın tüm mal varlığına el koyma hakkına sahiptir. Bireysel

işletmelerin sermayesi sadece firma sahibinin sermayesiyle kısıtlı olduğundan büyümeyi amaçlayan firmaların bu şekilde kurulması uygun değildir.

Adi Şirketler : İki ya da daha fazla kişinin şekil şartı aranmaksızın ortak olarak kurduğu işletmelerdir. Düşük maliyetle kurulabilmeleri avantajlı tarafıdır. Bireysel işletmelerdeki gibi ortaklar borçlarıyla ilgili sınırsız sorumluluk sahibidir.

Kollektif Şirketler : Belli bir şekil şartıyla ve belli unvan adı altında kurulan işletmelerdir. Ortaklar borçlarına karşılık tüm varlıklarıyla müteselsilen sorumludurlar. Alacaklılar borçları karşılığı istediği ortağa dava açabilirler. Bu yüzden bu tip ortaklıklar birbirini iyi tanıyan kişiler tarafından kurulurlar. Şahıs ortaklıkları diye adlandırılmasının sebebi de budur.

Adi Komandit Şirketler : Ticari işletmelerde koydukları sermayeye karşılık bazı ortaklar sadece firmadaki hissesiyle sorumluyken bazı ortaklar tüm varlıklarıyla sorumludurlar. Bu tip şirketlerde sorumluluğu sınırsız olanlar elbette ki yönetimde hak sahibi olacağı için kollektif şirkete benzer. Bu tür işletmeler kollektif şirketin taşıdığı avantaj ve dezavantajları bünyelerinde bulundururken sınırlı ortak sayısı kadar fon yaratabilme gücü bakımından farklıdır.

Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar : Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar adi komandit ortaklıklara benzemekle beraber; farkı sınırlı sorumlu ortakların sayısının fazla olmasıdır. Sınırlı sorumlu ortakların hisseleri sözleşmede belirtilir ve sermayeye karşılık bir pay senedi almazlar. Diğer ortaklıklarla benzer finansal yapıya sahiptirler.

Yukarıda bahsi geçen ortaklıklar genel olarak şahıs ağırlıklı firmalardır. Bu yüzden şahıs ortaklıkları olarak değerlendirilirler. Sermaye ortaklığı ile kurulmuş olan firmalarla ilgili düzenlemeler farklıdır.

Limited Şirketler :İki veya daha fazla gerçek veya tüzel kişinin belli ticaret unvanı altında birleşerek kurduğu ortaklıklara limited ortaklıklar denir. Ortak sayısı en az 2; en fazla 50 kişi olabilir. Bu tür şirketlerde ortakların sorumluluğu koydukları sermaye miktarı ile sınırlıdır. Ortak kararlarla sermaye arttırmak, ortakların haklarını daraltmak ya da genişletmek mümkündür. Limited şirketlerin tahvil çıkarma ya da hisse senedi ihraç etme gibi yetkileri yoktur. Limited şirketlerde ortaklar, tüm varlıklarıyla değil, sadece koydukları sermaye kadar sorumludurlar. Bu, ortakların risk almak istememesi

durumunda avantajlıdır. Ancak artan iş hacmini karşılayabilme durumuyla karşılaşıldığında yeni ortak ve yeni sermaye bulmak oldukça güçtür.

**Anonim Şirketler :** Anonim şirketlerde de limited şirketlerde olduğu gibi sermaye paylara bölünmüştür. Bu paylar kıymetli evrak olarak bilinen hisse senetleriyle ifade edilir. Bu hisse senetleri piyasada el değiştirebilir. Anonim şirketlerin farklı olan yanı ve piyasadaki rolünü önemli kılan yanı budur. Küçük sermaye paylarının büyük sermayeleri oluşturması, riskin de yatırılan sermaye kadar olması bu tür şirketlerin cazibesini arttırmaktadır. Anonim ortaklıklar eğer halka açık şekilde kurulacaklarsa tedrici şekilde, halka açık olarak kurulmayacaklarsa ani şekilde kurulabilirler. Ayrıca halka açık şirketler TTK'ya göre değil, SPK esaslarına göre kurulmaktadır. Genelde halka kapalı şirketler aile içi anonim ortaklıklardır.

**Halka Açık Ortaklıklar :** Ülkemizin hukuk sisteminde anonim şirketlerde sabit sermaye yapısı esas alınır. Anonim şirketlerin sermaye artırımını kararları uzun süren prosedürler sonucu değişebilir. Ancak SPK halka açık şirketlerde sermaye artırımını kolaylaştıran kayıtlı sermaye sistemini geliştirmiştir. Bu sistemde belirlenen orana kadar sermaye artırımını genel kurul kararı gerektirmemektedir. Halka açık şirketlerin işlevini kolaylaştırma adına SPK böyle bir uygulamaya gitmiştir. SPK; halka açık şirketlerde ana sözleşme aracılığıyla tahvil çıkarma yetkisini de genel kurul kararı gerekmeksizin yönetim kuruluna vererek; bu konuda da bu tip şirketlerin yolunu açmıştır. Dolayısıyla halka açık kuruluşlar; hem sermaye artırımını ile hem de tahvil ihracı ile kendilerine finansman sağlama yönünde önemli avantajlara sahip olmuşlardır.

## **BÖLÜM 2: İÇ VE DIŞ FİNANSMAN KAYNAKLARI**

Şirketler, hayatlarını sürdürebilmek, ihtiyaçlarını karşılamak ve yatırım yapabilmek için çeşitli kaynaklara başvururlar. İhtiyaçlarının tamamının Öz kaynaklar ile ya da borçlanarak giderebilirken, şirketler her iki kaynağı da koşulların elverdiği ölçüde kullanabilirler.

Öz kaynak yoluyla finansman, firmaların kendi içinde yarattığı finansmana başvurularını (dağıtılmamış karlar gibi) ya da dışarıdan finansman sağlama yoluna gitmelerini (hisse senedi ihracı yoluyla kaynak sağlanmasını) ifade eder. Şirketlerin bankalardan kullandıkları kısa, orta ve uzun vadeli krediler de akla ilk gelen borçlanma yoluyla finansman sağlama şeklidir.

Ancak, finansman kaynaklarında borç ve Öz kaynak şeklinde basit bir ayırım, bugün şirketlerin kullandıkları çok çeşitli finanslama araçlarını gözden kaçırmamıza neden olabilecektir. Örneğin, tahviller, finansman bonoları, hisse senetleriyle değiştirilebilir menkul kıymetler (varantlar, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller gibi), türev araçlar (opsiyonlar, vadeli işlemler, forward sözleşmeleri ve swaplar), faktöring, leasing, forfaiting gibi işlemler bunlardan bazılarıdır. (Yaşar;2006;3)

Finansman kaynaklarını, Öz kaynak yoluyla finansman ve borçlanma yoluyla finansman şeklindeki bir ayırım yerine iç ve dış kaynaklar olarak ayırmak da mümkündür. Bu koşulda, dağıtılmamış karlar iç kaynaklar olarak değerlendirilirken, yeni hisse senedi ihraçları dış kaynaklar olarak değerlendirilecektir.

### **2.1. Öz kaynak Yoluyla Finansman :**

Öz kaynak yoluyla finansman en geniş anlamıyla, şirketin kazandığı karı dağıtmayarak kendi içinde bırakması ya da yeni hisse senedi çıkartmak suretiyle dışarıdan finansman teminine gitmesidir. Enflasyonist ülkelerde rastlanan ve amortismanına tabi iktisadi kıymetlerin yeniden değerlendirilmesiyle meydana gelen fonların sermayeye eklenmesi de öz kaynak yoluyla finansman temini olarak değerlendirilir.

Akgüç; öz kaynak yoluyla finansman sağlamanın avantajlarını şöyle sıralamıştır;

“ Öz kaynak ile finansman, firmaya sabit bir yük getirmez. Firma, kar sağladığı takdirde, yetkili organlarının kararı ile kar payı dağıtır. Firmanın kar payı dağıtma konusunda özel durumlar dışında yasal bir yükümlülüğü yoktur.

Öz kaynağın belirli bir vadesi yoktur. Firma için sürekli bir kaynak niteliğindedir.

Öz kaynak, firmanın olası zararlarına karşı bir emniyet yastığı görevi fonksiyonu gördüğünden, öz kaynağın artışı firmanın kredi değerliliğini yükselterek, ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.

Pay senetlerine yatırım, birikim sahiplerine, belli sermayedar gruplarına özellikle şu iki nedende dolayı çekici gelebilir: (I) Genellikle hisse senetleri tahvillere kıyasla yüksek oranda (temettü ve değer artışı şeklinde) bir gelir sağlar. (II) Pay senetleri, enflasyona karşı daha iyi bir koruyucudur.

Enflasyon sonucu şirketin aktiflerinin reel değeri yükseldiği takdirde, bu değer artışları, pay senetlerine karşı birikim sahiplerinin talebini artırabilir. Enflasyon dönemlerinde şirketler tahvil ihraçlarını çekici bir hale getirmek için yüksek faiz uygulamak gereğini duyduklarından, bu gibi durumlarda da tahvillerin sağladığı gelir, pay senedinin sağladığı gelirden daha yüksek görülebilir.

Öz kaynak ile finansmanın, ülkemize özgü bir üstünlüğü de, bir teşvik tedbiri olan yatırım indiriminde bazı yılları kapsayan yasa gereği teşvik tedbirlerinden yararlanabilmek için yatırımın belirli bir oranda öz sermaye ile karşılanması koşulu arandığında, öz sermaye ile finansman teşvik tedbirlerinden yararlanabilmek için gerekli olmaktadır.” (Akgüç; 1994; 733–734)

Ancak yatırım indirimi istisnası ülkemizde 8 Nisan 2006 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 5479 sayılı yasa ile yürürlükten kaldırılmıştır. Bu yasada 01.01.2006 tarihinden önce başlanan yatırımlar 2006–2007–2008 yılları kazançlarından indirilebileceği hükmü yer almıştır. O yılda kurumlar vergisinin % 30'dan % 20'ye indirilmesi yatırım indiriminin kaldırılmasıyla ilgili telafi edici bir durum oluşturmuştur.

Öz kaynak ile finansmanın yukarıda belirtilen avantajlarının yanında dezavantajları da vardır, Yine Akgüç'ün yorumuyla şu şekilde sıralanabilir;

Yeni pay senedi çıkarılması yoluyla öz kaynakların artırılması, şirkete yeni ortakların girmesine yol açarak, kontrol yetkisi ve yönetimin paylaşılması sonucunu doğurur. Esas sermayesi yüksek anonim şirketlerde sermayenin bir ölçüde artırılması yönetimin yeni ortaklarla paylaşılmasına yol açmayabilir. Ancak diğer hallerde özellikle tek sahipli işletmelerde ve adi ortaklıklarda öz sermaye sağlamak için yeni ortaklar alınması, mevcut ortaklar için yönetimin ve kontrolün paylaşılması gibi durum yaratabilir.

Yeni pay senedi çıkarılması veya ortaklar alınması, firmanın gelirinin sayısı artan firma sahipleri arasında bölünmesine ve mevcut ortakların gelirlerinin düşmesine yol açabilir. Halbuki borçlanma, firmaya nispeten ucuz ve sabit maliyetli kaynaklardan yararlanma imkanını vermektedir. Öz sermayenin artırılması için yeni ortaklar alındığı takdirde, bu ortaklar da mevcut ortaklar gibi, firmanın net geliri üzerinden hak sahibi olacaklardır.

Yeni hisse pay çıkarılmasının gerektirdiği giderler, genellikle, tahvil çıkarılmasının gerektirdiği giderlerden daha yüksektir. Tasarruf sahipleri açısından pay senetlerine yatırım yapmak, tahvillere yapılacak yatırımlardan daha riskli görüldüğünden, bir yatırım bankası aracılığı ile pay senedi ihraç edildiği takdirde, yatırım bankalarının alacakları komisyon, bu riski de karşılayacak ölçüde daha yüksek olmaktadır.

Bazı hallerde pay senetleri için Pazar, tahvillerle kıyasla daha dar olabilir. Tasarrufçu kuruluşlar, hayat sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları, tasarruf bankaları, ellerinde biriken fonları, riski az geliri daha istikrarlı olan tahvillere yatırmayı yeğleyebilirler. Bu kuruluşların portföyünde tahviller, pay senetlerine kıyasla çok daha önemli yer tutar. Elleri büyük fonlar toplanan kurumların tahvil almayı seçmeleri, pay senetlerinin pazarının daraltabilir.

Firma açısından öz sermaye maliyeti, genellikle borç maliyetine kıyasla daha yüksektir. Bir firmaya ortak olanlar, katlandıkları riskin daha yüksek olması nedeniyle yatırımlara karşı riski de karşılayacak oranda bir gelir beklerler. Bu temel neden, öz sermaye maliyetinin, yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olması sonucunu doğurur. Ancak yukarıda öz sermaye ile finansmanın üstünlükleri bölümünde belirtildiği gibi, bazı hallerde öz sermaye maliyeti, yabancı kaynak maliyetinden daha düşük olabilmektedir.

Öz sermaye ile finansmanın çok tekrarlanan bir sakıncası da öz sermayeye ödenen kar payının (temettü, dividend) vergi açısından gider yazılamamasıdır. Öz sermaye ile finansmanın yatırım indirimi istinasından yararlanma açısından üstünlüğü de kaldırıldığından, ülkemizde öz sermaye ile finansmanın vergi yönünden avantajı bulunmamaktadır.” (Akgüç; 1994;734–735) Öz kaynak ile finansmanın olumlu yönlerini anlatırken de değindiğimiz üzere yatırım indirimi istisnası tümüyle kalktığından bu özelliğin artık hiçbir hükmü kalmamıştır.

Burada önemli olan diğer bir husus, halka açık firmaların hisse senedi ile finansmanı tercih etmesinde konjonktür faktörüdür. Borsa yüksek iken firmalar hisse senedi ihracı

yaparak öz kaynak yoluyla borçlanırlar; borsa düşük trendde ise borçlanma yoluyla finansmanı tercih ederler.

## **2.2. Borçlanma Yoluyla Finansman:**

Firmalar; banka kredileri, tahvil, finansman bonusu ihracı, ticari krediler, finansal kiralama ve diğer borçlanma araçları (forward, futures gibi türev araçlar, hisse senetleriyle değiştirilebilir tahviller vb.) gibi yollarla finansman sağlarlar.

### **2.2.1. Banka Kredileri:**

En kolay temin edilebilen ve en sık kullanılan borçlanma kaynağı olan krediler kısa, orta ve uzun vadeli olabilirler.

Firmalar ihtiyaçlarını karşılamak, dönen varlıklarını, müşterilerden olan alacaklarını finanse etmek amacıyla kısa vadeli banka kredisine başvururlar. Hız, esneklik ve maliyetin uzun vadeli borca göre daha az maliyetli olması kısa vadeli borç kullanımının daha çok tercih edilmesine neden olur.

Kısa vadeli bir borç, uzun dönemli borçtan daha çabuk temin edilir. Borç verenler kurum ya da kuruluşlar uzun dönemli kredi verirken şirket üzerinde çok detaylı bir inceleme yaparlar ve borç sözleşmesi oldukça kapsamlı olarak düzenlenir. Çünkü borç süresi uzadıkça şirketin finansal ve hukuki konumunda çok fazla değişikliğin meydana gelme ihtimali yüksektir. Eğer şirketin finansmana acil olarak ihtiyacı varsa kısa vadeli borçlanma yapmak durumundadır. Hız yani krediyi elde etme kolaylığı bu noktada önemlidir.

Esneklik ile söylenmek istenen, ihtiyaç esnasında gerekli finansmanın sağlanması ve vade bitiminde geri ödenebilme imkanının olmasıdır.

Uzun dönemli borçlanmada bazı sorunlarla karşılaşılabilir. Uzun dönemli borçlanmanın maliyeti genellikle daha yüksektir. Uzun dönemli borçlar, vadesinden önce geri ödenebilir, ancak bunun için borç sözleşmesinde zorlaştırılmış şartlar bulunabilir. Bu nedenle eğer firma, finansman sıkıntısının yakın tarihte azalacağını düşünüyorsa, geri ödeme esnekliği sebebiyle kısa vadeli borçlanmayı tercih eder. Uzun vadeli borç sözleşmeleri genellikle şirketin gelecekteki planlarını kısıtlayan içerir. Fakat kısa vadeli borç sözleşmeleri daha az sınırlayıcıdır.

Borçlanmanın maliyeti ile faiz oranları direk olarak ilişki içindedir. Kısa vadeli borçlanmanın maliyeti yani faiz oranı uzun vadeli borçlanmanın maliyetinden (faizinden) daha düşüktür. Maliyet, firmaların, finansman kaynaklarını tercih ederken dikkate almaları gereken en önemli bir unsurlardan birdir. Bu nedenle firmalar borçlanma maliyetini minimumda tutmak amacıyla kısa vadeli kaynak kullanmayı tercih ederler.

Orta vadeli krediler, genel geçer kesin bir süreye bağlanmamıştır ancak genelde süresi bir yılı aşan kredilerdir. Şirketler tarafından, yatırımlarını finanse etmek, net işletme sermayesini arttırmak, girişimde bulunmak amacıyla kullanılmaktadır.

Bu tür krediler, temininde kolaylık, hisse senedi veya tahvil ihracına göre daha az prosedürünün olması, kredinin belirli taksitler halinde ödenmesi gibi avantajlara sahiptir. Buna karşın sağlanan fonların belli zamanlarda geri ödenme zorunluluğunun olması, kredi veren kurumların sözleşmeyle firma yönetimin kısıtlaması, kredi verenlerce firmanın nakit durumunun yakından izlenmesi gibi nedenler, orta vadeli kredilerin dezavantajlarını oluşturmaktadır.

### **2.2.2. Borçlanma Senedi:**

Borçlanma senedinin en bilinen yolu kısa vadeli olan finansman bonusu ve uzun vadeli olan tahvildir. Teminatsız finansman bonolarını genellikle finansal durumlarında belirsizlik olmayan büyük ve tanınmış şirketler ihraç ederler. Ancak çoğunlukla şirketler, finansman bonusu ihracını bir bankadaki özel destekleyici kredi limitiyle güvence altına alırlar. Bu, bonoyu itfaları sırasında kendilerine gereken parayı bulmalarını garantilemek için yapılır. Bu nedenle finansman bonusunun geri ödenmeme riski çok düşüktür.(Yaşar; 2006;16)

Finansman bonusu ihraç etme yoluyla finansman sağlamanın avantajlarını Akgüç şu şekilde sıralamıştır.

“Şirkete alternatif yöntemlere kıyasla daha ucuz fon sağlayabilir. Bankaların kredi faizlerine ek olarak aldıkları komisyonlar ve bulundurulmasını talep ettikleri telafi edici mevduat, faiz ödeme dönemlerinin üç ay oluşu gibi nedenlerle banka kredilerinin maliyeti kısa süreli bono satışı yoluyla sağlanan fonların maliyetinden daha yüksek olmaktadır.

Bu yolla fon, uzun işlemleri ve zaman kaybını gerektirmeden sağlanabilmektedir. Finansman kurumlarından kredi alınması bazen uzun formaliteleri gerektirmektedir. Halbuki bono çıkarılması halinde zaman kaybettirici işlemler ve unların gerektirdiği giderler ya yoktur ya da en düşük düzeydedir.

Bankalardan alınabilecek kredilerin limiti konusunda yasaların ve/veya banka yöneticilerinin koyduğu bazı sınırlar vardır. Oysa çıkarılacak bono konusunda böyle sınırlar söz konusu değildir.

Bonoların para piyasasında dolanımı, bonoyu çıkartan şirkete prestij ve ismini yaygın şekilde duyurma olanağı sağlamaktadır.”(Akgüç;1994;543)

Akgüç; finansman bonolarının dezavantajlı tarafları da şöyle açıklamıştır;

Bu olanaktan ancak belirli iş kollarında çok tanınmış, itibarı çok yüksek büyük şirketler yararlanabilir. Bu sayılan niteliklere sahip olmayan şirketler için, kısa süreli bono çıkarılması yoluyla fon sağlanması olanağı fiilen kapalıdır.

Kısa süreli bonoların alıcıları sınırlıdır; bu bonoların geniş piyasası yoktur. Kısa süreli bonolar, genellikle kısa bir süre için ellerinde atıl fon bulunan firmalar, hayat sigortası şirketleri, tasarruf sandıkları, özel emekli ve yardım sandıkları gibi tasarrufçu kurumlar tarafından satın alınmaktadır.

Bono çıkarılmasında, bonoları çıkaran şirket ile bonoları ellerinde bulunduranlar arasında ilişki, kişisel bir nitelik taşımadığından, bonoların sürelerinde kesinlikle ödenmesi zorunludur. Halbuki, firmanın bankadan kredi alması halinde, kredinin vadesinde, firmanın likidite durumu zayıflamış ise, kredinin süresinin uzatılması, kredinin yenilenmesi olanağı mevcuttur.” (Akgüç; 1994;544)

Teminatl, kara iştirakli, endeksli, değişken faizli, primli, ikramiyeli gibi çeşitleri bulunmaktadır.

### **2.2.3. Ticari Borçlar (Satıcı Kredileri) :**

Şirketler diğer firmalardan kredi ile satın alma gerçekleştirirler, böylece kısa vadeli borç sağlanmış olurlar. Piyasada yaygın olan deyimle ticari kredi sağlamış olurlar. Orta ölçekli firmaların çok kullandığı bir yöntemdir. Firmaların cari pasiflerinin yarısına yakın bir oranını ticari krediler oluşturur. Bu oran firmalar büyüdükçe artar; çünkü

küçük işletmelerin banka kredisi, borçlanma senedi gibi yollarla borçlanması daha güç bir ihtimaldir.

Akgüç; ticari borçların avantajlı taraflarını aşağıdaki gibi belirtmiştir.

“Birçok firma, bankalardan kredi alamadıkları dönemlerde bile satıcı kredilerinden yararlanabilirler. Bankalar nezdinde kredi değerliliği yüksek olmayan, bankalarda kredi limitleri sınırlı olan firmalar, satıcılar tarafından dürüst, borçlarına sadık, iyi niyetli, borç ödeme kapasiteleri yüksek olarak tanınıyorlarsa, bu tür kredilerden geniş ölçüde yararlanırlar.

Satıcı kredileri esnektir, daha açık bir deyişle, firmalar, bu tür krediden gereksinme duydukları sürece yararlanırlar. Satıcı kredileri, doğrudan doğruya stok ve satışlarla bağlantılı olduğundan, firmanın fon kullanımında gerekli esnekliği sağlar.

Satıcı kredilerinden yararlanmak için genellikle belirli formlar, doldurmaya, başvuru için zaman kaybetmeye gerek yoktur. Bu krediler normal ticari faaliyet sırasında ek bir çaba harcanmasına gerek duyulmadan kendiliğinden oluşan kaynaklardır.

Satıcıların egemen olduğu piyasalarda, genellikle vade farkı adı altında çoğu kez normal banka faizleri üzerinde bir faiz, malın satış bedeline eklenmektedir. Ancak, bazı hallerde, para iskontosu söz konusu olmadığı gibi, satıcı kredileri, alıcı firmalara gerçek bir destek akçe ( sübvansiyon) de sağlayabilir.

Firmaların ödeme güçlüğü içinde bulunduğu dönemlerde satıcı kredilerinin yenilenmesi veya vadelerinin uzatılması daha kolay gerçekleştirilebilir.”(Akgüç;1994;530–531)

Akgüç; ticari borçların dezavantajlı tarafları hakkında şunları söylemiştir;

“ Satıcı kredilerinin maliyeti, alternatif finansman kaynaklarına kıyasla bazen çok yüksek olabilir. Bazı durumlarda satıcı kredileri gizli bir finansman giderini bünyesinde taşıyabilir.

Satıcı kredilerinin ticari faaliyet sırasında kendiliğinden doğuşu, sağlanmasındaki kolaylık, firmaları aşırı ölçüde borçlanmaya itebilir.” (Akgüç;1994;531–532)

#### **2.2.4. Leasing (Finansal Kiralama)**

Temel olarak; orta vadeli bir kredi olan leasing; belirli bir zaman aralığında leasing şirketi ile yatırımcı arasında yapılan anlaşmaya istinaden yatırımcının tercihi olan yatırım malının leasing şirketi tarafından finanse edilerek satın alınmasıdır. Bu süre

zarfında bahsi geçen malın tüm kullanım hakkı kiracıya (lessee), malın mülkiyeti ise kiralayan (lessor)'a aittir. Leasing; banka kredilerinin bir alt işlemi değil, kendine has kuralları ve prensipleri olan başlı başına bir finansman yöntemidir. Ödeme güçlükleri, mevsimler değişiklikler, müşterinin özel durumları hesaba katılarak ve ayrıca malın temin edilip, montajının yapılıp, kullanılmaya başlanmasına kadar geçen süredeki tüm maliyetleri kapsayan bir sistemdir.

Leasing'in tarihsel gelişimine bakılacak olursa çok eski tarihlere uzanır. Leasing ilk olarak MÖ 370 yıllarında eski Yunan filozof Aristotoks'un mülkiyet hakkından ziyade bu hakkın kullanımından kaynaklandığına işaret etmesiyle başlamıştır. Sümerlerin Mezopotamya da tarım aletleri kiralaması Venediklilerin gemi parçalarını, gemi sahiplerine kiralamalar İngiltere birleşik krallığında demiryolu vagonlarının kiraya verilmesi ilk leasing örneklerindedir. (Kondak;2002;2)

Dünyada kurulan ilk leasing şirketi 1952'de Amerika Birleşmiş Devletlerinde faaliyete başlayan United Stated Leasing Corperation'dır. Gelişimini hızla tamamlayan leasing; 1973 yılında yaşanan petrol krizine rağmen 80'li yıllarda finans sektörü içinde çok önemli bir yere sahip olmayı başarmıştır. Bunda Dünya Bankası'nın ( International Finance Cooperation, İFC) çeşitli ülkelere verdiği leasing'in temel işleyişi, makro politikaları ve yasal düzenlemelerini içeren eğitimlerin etkileri olmuştur. (Kondak;2002;2)

Türkiye'de finansal kiralama adı ile geçen leasing işlemi kısa bir geçmişe sahip olmasına rağmen; yaygın kullanım alanına kavuşmuştur. Ülkemizde leasing ile ilgili işlemler 28.06.1985 tarih ve 3226 sayılı finansal kiralama kanunu çerçevesinde gerçekleştirilmektedir.

Ülkemizde yaşanan 2000 ve 2001 krizlerinin ardından yatırımlarının azalması ile sekteye uğrayan leasing sektörü, 01.01.2008 yılından itibaren en büyük avantajlarından biri olan KDV avantajını yitirmiş olmasından ötürü çok büyük darbeye uğramıştır.

Leasing işlemlerinin tercih sebebi olmasının birçok nedeni vardır. Leasing işleminin bilançodaki borç / öz kaynak oranına bir etkisi olmamaktadır. Kredi değer notunu olumsuz yönde etkileyecek böyle bir harcamanın bilançoda gözükmüyor olması firma açısından önemli bir konudur. Leasing işlemlerinde konu olan mala % 100 finansman kaynağı sağlanabilir, daha farklı bir finansman arayışına girilmesine gerek kalmaz. Planlı bir taksit geri ödeme sistemi yapılarak nakit akışında bu yönde bir planlama

yapılır. Leasing işlemi devlet desteği olan teşvikli yatırımlara engel teşkil etmez. Teşvikli olarak leasing işlemi gerçekleştirilebilir. Konu olan mala ödenen tüm kiralar kayırlarda gider olarak işlenir. Böylece kurumlar ya da gelir vergisinden indirim sağlanmış olunur. Enflasyonist ortamlarda kiralama sürecinin ve kira bedellerinin belirli ve sabit olması firmalar için güven vericidir. Leasing işleminden doğan kira ödeme yükümlülüğü, temin edilen yatırımla kazanılmış olur. Kiralanan mal, dönem sonunda sembolik bir bedel karşılığında satın alınabilir.

Leasing işleminde konu olan malın temininde 3 taraf işlem yapmaktadır.

Kiracı ( Yatırımcı) : İhtiyacı olan yatırım malını seçerek, kiralama şirketine başvurusunu yapar. Sözleşme imzalandıktan sonra sözleşme şartlarına istinaden kiraları öder ve kullanım hakkına sahip olur. Kiracı olabilmemenin kısıtlı şartları yoktur, her türlü ticari faaliyet yürüten firma kiracı olabilir.

Leasing Şirketi: Anonim şirket olarak kurulma zorunluluğu olan leasing şirketleri, yatırımcıdan gelen istek üzerine ihtiyaç duyulan mal imalatçısından teslim ederek, kiracının kullanımına sunar.

Satıcı/Üretici: İhtiyaç duyulan malı satan ya da hem üretip hem satan taraftır. Satıcı/üretici malı leasing firmasına satar; ancak bunun öncesinde yatırımcı ile görüşmeler yaparak sattığı malın özelliklerinde karar kılınır. Üretici / satıcılar yurt içi olabildikleri gibi yurt dışında da olabilirler. Leasing özelliklerini belirleyen leasing şirketleri Birliği'nin ortaya koyduğu bazı özellikler vardır. Kiracı ihtiyaç duyup leasing firması aracılığıyla temin ettiği malı beyan ettiği amaç doğrultusunda kullanmak durumundadır. Leasing sözleşmesinde malın kullanım hakkı kiracıya, sahipliği leasing firmasına verilmiş olmalıdır. Ancak leasing firması kiracının kullanım hakkını elinden alamaz. Kiracı kira bedelini ödemediği takdirde sözleşme feshedilebilir ve kullanım hakkı ortadan kalkmış olur.

Leasing'e konu olan mal kiracı/ yatırımcı tarafından araştırılıp bulunur. Leasing firmasının en uygun ürünü tahin etme gibi bir zorunluluğu yoktur. Leasing sözleşmesinin gerçekleşmesi için leasing firmasının satın alınacak malın yatırımcı/kiracı firmaya yarar sağlayacağına kanaat getirmesi gereklidir. Satın alınan malın aylık çıkması halinde kiracı/yatırımcı bu durumu leasing firmasına ileterek değişim talebinde bulunur. Aksi halde sözleşmeyi feshetme hakkı saklı tutulur. Yurt dışından temin edilen mallarda kur riski kiracı/yatırımcıya aittir. Leasing işlemi ile temin edilen malların

maliyeti leasing firmasına ait olduğundan kayıt tutma ve saklama gibi prosedürleri yoktur. Kredi alımından yaşanan teminat gösterme zorunluluğu leasing işleminde yoktur. Risk daha azdır. En az 4 yılı kapsayan kira sözleşmeleri ile diğer finansman yöntemlerine göre daha uzun vadeli.

Leasing'in Olumsuz Yönleri; Leasing' e konu edilen mallar 4 yıldan önce devir edilemezler. Bazı durumlarda taraflar açısından sorun çıkabilir. Leasing'e konu mallar şirketin aktifinde yer almaz. Temin edilen mal amortismanına tabi tutulmaz. Firma için gider unsuru ortadan kalkmış olur.(Kondak; 2002;29–30)

01.01.2008 yılından itibaren uygulamada KDV oranının % 1'den %18'e çıkartılması leasing işleminin cazibesini büyük ölçüde kaybetmesine neden olmuş, leasing piyasasının daralmasına yol açmıştır.

#### 2.2.4.1. Leasing Çeşitleri

Leasing çeşitlerini aşağıdaki gruplara ayırabiliriz. Tablo 2'de leasing çeşitlerini detaylı olarak görebiliriz.

**Tablo 2: Leasing Çeşitleri**



Kiralama Sözleşmesine Göre Kiralama Çeşitleri;

Faaliyet Kiralaması: Sözleşme sürelerinin temin edilen malın ekonomik ömründen daha kısa olan leasing işlemleridir.

Finansal Kiralama: Temin edilen malın mülkiyetini ve kullanım hakkını ayıran sözleşmeler ile yapılarak vade sonunda mülkiyet hakkının kiracıya geçmesini öngören uzun vadeli işlemlerdir.

Leasing Veren Konumu Açısından Kiralama Çeşitleri;

Dolaysız Kiralama: İhtiyaç duyulan malın leasing firmasından temin edilerek bu malla ilgili yedek parça ve servis imkanının da bulunduğu leasing türüdür.

Dolaylı Kiralama: % 100 finansman yoluyla leasing firmasından bağımsız bir üreticiden temin edilen malları kapsayan leasing türüdür.

Malın Niteliği Açısından Kiralama Çeşitleri;

Gayrimenkul Kiralama: Leasing'e konu olan malın arsa, bina, park gibi bir gayrimenkul olduğu leasing işlemidir.

Menkul Mal Kiralaması: Makine-ekipman kiralama işlemidir.

Personel Kiralaması: Ülkemizde uygulanmayan bir finansal kiralama yoludur; personel kiralmasını kapsar.

Hizmet Kiralaması: Hizmetin kiraya konu olduğu finansal kiralama çeşididir.

Malın Satıcısı/Üreticisinin Ülkesine Göre Kiralama Çeşitleri;

İthalatsız Yurt içi Kiralama: İmalatçı/Satıcı firmanın ülke içinde bulunduğu, kiralamaya konu olan malın yurt içinden temin edildiği finansal kiralama çeşididir.

İthalatlı Yurt içi Kiralama: İmalatçı/Satıcının yurt dışında bulunduğu, konu olan malın ithal edilerek yurtdışından alındığı finansal kiralama çeşididir. Eğer kiracı/Yatırımcı firmanın teşvik belgesi var ise gümrük muafiyeti kullanmak amacıyla bu teşvik belgesi leasing firmasına devredilir. Faydalanılan indirim tutarı kira ödemelerine yansır.

Uluslar Arası Kiralama: Finansal kiralama şirketi ile kiracı/yatırımcının farklı ülkelerde olduğu leasing çeşididir. Gümrük Muafiyetli Uluslar arası Leasing: Yatırımcı/kiracı şirket ile üretici/satıcı şirket anlaşmaya varınca, yatırımcı şirket yurt içindeki leasing firmasına başvurur, bu leasing firması yurt dışında muhabir leasing firması ile bağlantıya geçer, dış finansman sağlanmış olur. Yatırımcı şirket ile muhabir leasing firması arasında sözleşme imzalanır. Hazine müsteşarlığından alınan teşvik belgesi ile gümrük muafiyeti sağlanmış olur.

Gümrük Muafiyetsiz Uluslararası Kiralama: Yukarıdaki aşamalar kaydedildikten sonra, mal yurt içine alınırken, gümrük vergisi tutarınca teminat verilir. Leasing sözleşmesinde kararlaştırılan kiralama dönemi bittiğinde; mülkiyet kiracıya geçtiğinde, tahakkuk edilen gümrük vergisi ödenir.

### 2.2.5. Faktöring

Firmanın satışından doğan alacaklarını nakit karşılığı faktör kuruluşuna devrederek tahsilat, garanti gibi sorumlulukların Faktöring firmasına geçtiği finansal bir yöntemdir. Bir Faktöring anlaşmasının yapılması halinde; satıcı firmanın alacakları Faktöring firmasına geçer. Alacaklarının geçmesinin yanında vadesinde tahsil edilememesinin riski de Faktöring şirketine aittir. Faktöring şirketleri bir nevi bu riski devir alır, bunun karşılığında satıcı firmadan bu riskin karşılığını tahsil eder. Kredili satışlarda gelecek olan alacakların takip edilmesi, muhasebe kayıtları Faktöring firmasına aittir. Kısa vadeli bir işlemdir. En kısa ve net tanım; alacak hakkının satışı ile firmalara fon sağlayan bir finans yöntemidir.

Tarihte ilk Faktöring işlemi MÖ 4000 yıllarında Mezapotamya’da karşımıza çıkmıştır. 14. y.y.’da İngiltere’deki yün ihracatçıları mallarını konsinye olarak satarak, alacaklarını garanti eden kuruluşlara devretmişlerdir.(Kondak;2002;81)

Ülkemizde 80’li yıllarda Faktöring piyasası canlanmaya başlamıştır. İlk uygulamalar bankalar bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bankalar bilgi ağının genişliği, veri tabanının güncelliği gibi nedenlerle Faktöring piyasasında etkin olmuştur. Ancak 3182 sayılı Bankalar kanununun 38. Ve 50. Maddeleri ile bankaların Faktöring faaliyetinde bulunmalarına ilişkin sınırlamalar getirilmiştir. Böylece Faktöring firmaları A.Ş. olarak faaliyetlerine devam etmişlerdir. Küçük, büyük bir çok firmanın nakit sıkıntısı yaşadığı ülkemizde Faktöring; piyasada yeterince tanınmamış, işlerin sıklığı yeterli düzeye ulaşamamıştır. Bunda Türkiye mevzuatının işlemler için yetersiz olması, Faktöring firmalarının kendilerini yeterince piyasaya tanıtamaması, Türkiye’de yaşayan ticari faaliyet gösteren kesimin bu tür uygulamalara yatkınlığının bulunmaması sebepler arasında gösterilebilir.

Faktöring’de Taraflar;

-Satıcı (Alacaklı) Firma

-Faktöring Şirketi

-Borçlu Firma’dır.

Uluslar arası Faktöring de bu üçüne bir ilave daha yapılır.

-Borçlu firmanın kendi ülkesindeki muhabir Faktöring firması.

### **2.2.5.1.Faktöring'in Temel Fonksiyonları**

Finansman Fonksiyonu : Faktöring şirketi, satıcının kısa vadeli alacaklarına karşılık ödemeyi peşin olarak yapar. Peşinat kısmı yaygın olarak %80 civarındadır. Alacakların vadesi gelip tahsil edildiğinde kalan %20'den faiz ve komisyonlar düşülerek kalan kısmı satıcıya ödenir. Böylece Faktöring şirketi yaptığı hizmet karşılığı olan bedeli kazanır, satıcı firma ise ticari alacaklarını likite çevirmiş olur. Bunun yanında Faktöring hizmeti satıcı firmaya nakit çıkışlarını kontrol altına alma imkanı da sağlar ve şirket düzgün nakit akışı sayesinde; üretimin artırılması, araştırma-geliştirme giderlerine daha fazla pay ayırma, yeni pazarlama imkanlarının araştırılması, türünden konular üzerinde daha fazla yoğunlaşabilmektedir.

Hizmet Fonksiyonu : Faktöring şirketlerinin hizmet fonksiyonu önemsenmeyecek boyuttadır. Faktöring firmaları satıcıdan devraldığı alacakları takip etmek, teslim almak, ayrı ayrı muhasebe kayıtlarını tutmak, istatistik çıkarmak, pazarlama ve reklam açısından danışmanlık yapma, satılan malın gümrük ve sigorta işlemlerini yapma, nakliyesini sağlamak gibi birçok hizmeti yerine getirmekle mükelleftir.

Risk Üstlenme Fonksiyonu : Faktöring firmalarının en önemli fonksiyonları alacağın tahsil edilmesi ya da zamanında tahsil edilmesi ile ilgili riski üstlenme fonksiyonudur. Satıcı ile Faktöring firması arasında yapılan sözleşmeye göre alacakların tahvil edilmeme riski belli limitler çerçevesinde teminat altına alınır. Faktöring şirketleri sözleşme yapmadan önce müşterilerin ödeme kabiliyetlerini araştırırlar. Bu araştırma olumlu sonuçlanırsa; Faktöring işlemine başlanır ve bir limit belirlenir. Faktöring işlemine başladıktan sonra alacağın temlik edildiği 3. kişilere bildirilir. Risk üstlenme fonksiyonu karşılığındaki ücret; risk derecesine göre alacağın % 3-0,5'i arasında değişebilir.

Faktöring'in Satıcı Şirketlere Etkisi : Satıcılar; Faktöring şirketlerinden verdikleri fatura karşılığında nakit para tahsil eder. Böylece parası likit olarak elindedir ve nakit sıkıntısı yaşamaz. Faktöring şirketleri sayesinde satıcılar alacaklı oldukları meblağları vadesinden önde nakit olarak tahsil ederler. Böylece banka kredisine ihtiyaç duymazlar. Faktöring şirketleri, işbirliği yaptıkları firmalara finans desteğinin haricinde Pazar paylarını arttırmaya yönelik destekler de vermektedirler. Firmanın ürününü tanıtıcı çalışmalar yapmaktadırlar. Faktöring şirketleri, satıcıdan aldıkları faturaların muhasebe kayıtlarını yapmaya gerekli takipleri yerine getirmekle görevlidirler. Satıcı firma nakit

ihtiyacını Faktöring şirketleri aracılığıyla giderdiği için bilançoda pasif değerleri arttıracak kredi alımı gibi konulara girmeyecektir. İhracat kredi sigortası ile satıcının alacakları her türlü riske karşı sigortalanmış olur. Böylece satıcı yurt dışı alacaklarını garanti altına almış olur.

### **2.2.5.2. Faktöring Çeşitleri**

#### **Yapıldığı Yere Göre Faktöring**

**Yurt içi Faktöring:** Alıcı, satıcı ve Faktöring firmasını aynı ülkede olduğu factoring işlemidir.

**Uluslar arası Faktöring:** Tarafların farklı ülkelerde olduğu Faktöring işlemidir. Satıcı işletmeler için yurt içi ya da uluslar arası olması arasında bir fark yoktur. Faktöring şirketlerinin uluslar arası Faktöring hizmeti verebilmesi için muhabir Faktöring şirketi ile iletişim halinde olmalıdır.

**İhracat Faktöring:** İhracat alacaklarının Faktöring şirketi tarafından bedeli peşin denmek suretiyle satın alınmasına denir.

**İthalat Faktöring:** Faktöring şirketinin muhabir Faktöring şirketi ile bir başka ülkedeki ihracatçıya vadesinde ödeme yapma garantisi vermesine denir.

#### **Bildirim Esasına Göre Faktöring**

**Bildirimli Faktöring:** Satıcı firma alacaklarının devrini Faktöring şirketine yaptığını alıcıya bildirir. Bu, fatura üzerine yazılan bir not ile beyan edilebilir. Borçlu tarafın alıcı; alacaklı tarafın Faktöring şirketi olduğu böylece beyan edilir.

**Bildirimsiz Faktöring:** Bu tip Faktöring işlemlerinde satıcı firma alacaklarını faktöring şirketine devrettiğini alıcı firmaya bildirmek zorunda değildir. Faktöring şirketleri tahsilat riskini tamamen üstlenmemiş durumdadır.

#### **Ödeme Zamanına Göre Faktöring**

**Ön Ödemeli Faktöring:** Faktöring şirketinin satıcı firmaya vadesi gelmemiş alacaklarını tahsil tarihinden önce öder. Bu işlem belirli bir faiz karşılığında gerçekleşir.

**Ön Ödemesiz Faktöring:** Faktöring şirketi satıcıya vadesi geldiğinde tahsilat yaparak ödeme yapar.

**Tablo 3: Faktöring Çeşitleri**



Faktöring'in Olumsuz Yönleri; Faktöring halk arasında yeterince tanınmamış bir finansman aracıdır. Bir çok firma Faktöring şirketlerini tehlikeli birer araç olarak görmektedirler. Bunun aşılabilmesi için bu sektörün kanuni yollarla desteklenmesi gerekir. Faktöring şirketleri alacakların riskini üstlenmek ve gerekli hizmetleri yerine getirmek karşılığında Faktöring harcı almaktadır. Bu harçlar; tutarı küçük ve çok evraklı işlemlerde daha fazla tutarda olmaktadır. Maliyetli olması sebebiyle Faktöring işlemleri yeterince tercih edilmemektedir. Uygun muhabir Faktöring şirketinin bulunmaması: Öncelikle yurt dışı işlemlerde işbirliği yapılacak güvenilir muhabir şirketlere ihtiyaç vardır. Ancak işlem yapılan her ülkede bu özellik sağlanamamaktadır.

### **2.2.6. Risk Sermayesi**

Risk sermayesi; büyüme ve karlılığı hedefleyen girişimcilerin finansman eksikliklerini gidermek amacıyla başlangıç için finansman sağlamasıdır. Bu finansman yatırım fonları aracılığı ile sağlanır. Bütün gelişmiş ülkelerde uzun zaman başarı ile uygulanan risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yenilikçi, finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan çağdaş finansal yöntemdir. Şirket belli bir düzeye geldikten sonra hisselerin satılma hakkı saklıdır. Genelde bankaların kredi olarak finansman sağlamadığı / sağlayamadığı firmalar bu yönde finansman eğilimini kullanırlar. Yatırımlar hisse karşılığında yapılır ve kuşkusuz uzun vadeli dirler. Dünyadaki risk sermayesi fonlarının başarısı teknolojik gelişmeye açık girişimci firmaların varlığı ve başarısı ile doğrudan ilişkilidir. Risk sermayesinde ortak olarak girişimci firmanın tüm adımları yatırımcı için çok önemlidir. Risk sermayesinin finansman aracı olarak kullanılabilmesi için 2 taraf

olmalıdır. Bunlar; girişimci ve bu girişimciyi destekleyip finansman sağlayan yatırımcıdır. İlk olarak Amerika Birleşik Devletlerinde uygulama alanı bulan risk sermayesi asıl yaygınlığı 70'lerden sonra yakalamıştır. Bilgi teknolojisinin artması ile yaratıcı fikirlerin birbiri ardına gelmesi, risk sermayesine talebi arttırmıştır

Risk sermayesi yeni kurulan ya da kurulmakta olan, yeni daha önce denenmiş bir teknolojik gelişmeyi satan firmaları destekler. Bunun içinde elinde firma ile ilgili geçmiş dönem bilgileri ve bu yeni buluş ile ilgili Pazar araştırması ile ilgili bilgiler yoktur. Bu yönden risk sermayedarlar son derece belirsiz bir ortamda karar vermek ve finansal olarak destekledikleri firmaların kuruluşundan, pazarda kendine yer edinmesi kar etmesi için gerekli tam çalışmalara katılmak durumunda kalabilir.

Risk sermayesi yöntemi 2 şekilde uygulanır;

Yönetimin içinde yer alarak: Risk sermayedarları aynı zamanda firmanın yönetim kurulu üyesidir. Sermayedar aktif olarak şirkette görev yaptığından firma ile yatırımcı arasında sürekli bir diyalog yaşanır.

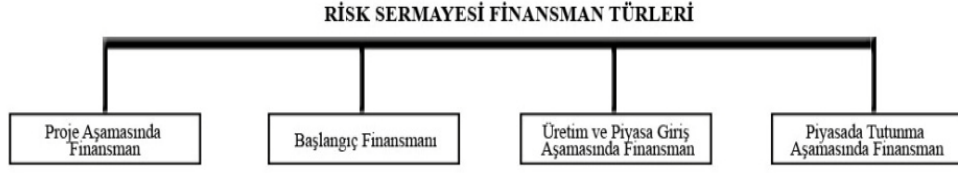
Yönetim dışında kalarak: İşletme ile sınırlı iletişim kurularak yatırımcı sadece kritik konularda fikir beyanında bulunur.

Risk sermayesi şirketleri yatırım yaptığı şirketin hisselerini; şirket belli bir seviyeye ulaşıp, Pazar payında yerini aldıktan sonra satabilirler, böylece likiditeye sağlamış olurlar.

#### **2.2.6.1. Risk Sermayesi Finansman Türleri:**

Risk sermayesi finansman türleri aşağıdaki tabloda ve açıklamalarda detaylı olarak anlatılmıştır.

**Tablo 4 : Risk Sermayesi Finansman Türleri**



Proje Aşamasında Finanslama: Risk sermayedarları tarafından pek tercih edilmeyen proje aşamasında yaşanan finansman sağlama durumu fikri henüz hayata geçmeden finansman sağlama durumudur. Ortada sadece fikir vardır, bu fikrin hayata geçirilişi ile ilgili hiçbir plan yapılmamıştır. Getirisinin ne olacağı bilinmediğinden, Pazar payı ile ilgili veri olmadığından ve maliyetinin tutarı hakkında kesin veriler olmadığından en riskli yatırım aşamasıdır”. Projenin hayata geçmesi yatırım geri dönüşü uzunca bir süreyi kapsayacağından sermayedar bu girişimleri riskli bulurlar.

Başlangıç Finansmanı: Ürünü oluşturmuş ancak teori marka olarak piyasaya çıkartmamış firmaları ürünün geleceği ile ilgili yoğun araştırmaların yapıldığı dönemde hem finansal olarak hem de bilgi ve tecrübe olarak risk sermayedarlarının işletmeyi desteklediği finansman türüdür.

Üretim ve Piyasaya Giriş Aşamasında Finansman: İşletmenin geliştirdiği ve piyasaya sürdüğü ürünle ilgili pazarda geliştirme ve üstünlük sağlama amacıyla verilen sermayedir.

Piyasada Tutunma Aşamasında Finansman: Köprü finansmanı olarak da adlandırılan bu finansman türü; işletmenin piyasada ürünü ile tutunmuş olduğu, belli bir piyasa payına sahip olduğu durumda halka açılma sürecinde finansman sağlandığı durumdur.

## **BÖLÜM 3: SERMAYE YAPISI**

### **3.1. Hedef Sermaye Yapısı**

Sermaye yapısı; en genel anlamıyla şirketlerin finansmanında kullanılan öz sermaye ve yabancı kaynakların birleşimidir, dolayısıyla bilançonun pasif tarafı ile ilgilidir. Şirketlerin sahip olduğu öz sermayenin ve yabancı kaynakların firmaya maliyetleri vardır. Toplamdaki dağılımlarına göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesap edilir. Bu dağılımı dengeli şekilde hesap eden firmaların sermaye maliyetleri azalır dolayısıyla piyasa değerleri artar.

Firmalar hedef sermaye yapısını oluştururken bir çok faktörü göz önünde bulundurmak zorundadırlar. Bu hedefler zamanla ve piyasa şartlarıyla değişebilen faktörlerdir.

Firmanın borçlanma oranı; hedef sermaye yapısının altında ise bu durumda sermaye ihtiyacını daha ağırlıklı olarak borçlanma yoluyla finanse edecek; eğer hedef sermaye yapı yapısı tam tersi ise yani borçlanma oranı hedef sermaye yapısının üstünde ise firma hisse senedi ihraç ederek, öz sermaye ile finansman yoluna gidecektir.

Sermaye yapısı politikası esas olarak risk ve getiri arasındaki dengeyi kurmaya çalışmaktır. Başar; (Finansal Yönetim,2008) Firmaların bu dengeyi kurması için dört temel esası dikkate alacaklarını belirtir.

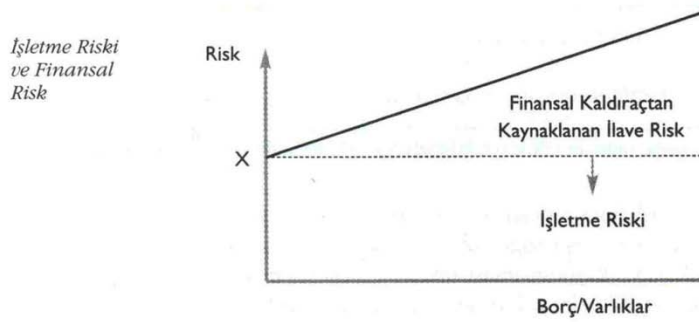
- İşletmenin Risk Düzeyi
- İşletmenin Vergi Durumu
- Finansal Esneklik
- İşletmenin Atılğan ya da Tutucu Yapısı (Başar ve Diğerleri;2008;273)

İşletme Riski; işletmenin borç kullanmadığı durumda, sadece varlıklar üzerinden sağlanacak gelirin belirsizliğidir. İşletme riski, sektörden sektöre farklılık arz ederken, zamanla değişen piyasa şartlarına göre de farklılık gösterebilir. Satış fiyatlarının değişken olduğu piyasalarda, pazara sürülen ürünün fiyatının iyi ayarlanamaması sonucu işletme riski artar. Diğer faktörler sabitken firmanın sattığı ürüne talebin artması işletme riskini düşürür, talebin azalması ise işletme riskini arttıran bir faktördür. Ham madde, işçilik, enerji gibi girdilerin fiyatlarının yüksek olduğu ya dolması a belirsiz

olduğu durumlarda işletme riski artacaktır. Sabit maliyetlerin yüksek olduğu işletmelerde talepteki en ufak bir daralma işletme riskini arttırıcı özellik taşır.

Finansal Risk; bir işletmenin sermaye yapısı oluşumunda borç kullanması ya da imtiyazlı hisse senedi çıkarması yoluyla finansman sağlaması durumunda ortaya çıkan risktir. Bu finansmanları sağlanmasında ortaya çıkacak olan faiz yükü finansal riski arttıracaktır. Eğer sermaye yapısı oluşumunda borç kullanılmamışsa finansal risk ortaya çıkmayacaktır.

### şekil 1: Işletme Riski ve Finansal Risk



(Kaynak : BAşAR/2008; 274)

Yukarıda şekilde görülen işletme riski işletmenin faaliyetlerinden doğan risktir. Faaliyet esnasında ne kadar başarılı olup olmayacağının riskidir. Finansal risk ise işletmenin borçlanmasından doğan ilave risktir.

### 3.2.Sermaye Yapısını Açıklayan Teorik Yaklaşımlar

Sermaye yapısı ile sermaye maliyeti ve firmanın değeri arasındaki ilişki uzun zamandır açıklanmaya çalışılmış ve birçok araştırmalar yapılmış ve yaklaşımlar ortaya atılmıştır.

Bunlar;

- Net Gelir Yaklaşımı
- Net Faaliyet Geliri Yaklaşım
- Geleneksel Yaklaşım
- Modigliani-Miller Yaklaşımı
- Asimetrik Bilgi Teorisi
- Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri Teorisi

- Denge Teorisi
- Finansal Hiyerarşi Teorisi'dir.

### 3.2.1. Net Gelir Yaklaşımı:

Bu yaklaşım; şirketin piyasa değerinin borç / öz sermaye değerinden etkileneceğini savunmaktadır. Net gelir yaklaşımında firma değerinin, sermaye yapısı içinde borcun ağırlığı arttıkça artacağı belirtilir. Borç ve öz sermaye maliyetlerinin sermaye yapısından etkilenmediği ve sabit kaldığı kabul edilmektedir. Bir başka deyişle; borç / öz sermaye oranı artarken ya da azalırken borç maliyeti ve öz sermaye maliyeti değişmez. Bu yaklaşımda kaldıraç faktörünün etkisi fazlaca hissedilmektedir. Bu yaklaşım borçlanma maliyetinin öz kaynak maliyetinden düşük olduğunu kabul eder. Bu yüzden işletmeler; sermaye yapıları içinde borç oranlarını artırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini düşürür ve piyasa değerlerini arttırırlar.

Bu yaklaşım, iki varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan birincisi, öz sermaye maliyetinin borçlanma maliyetinden daha yüksek olduğu; ikincisi ise öz sermaye maliyetinin ve borçlanma maliyetinin değişik sermaye yapıları içinde sabit kalmasıdır. Yani, sermaye yapısındaki değişim yabancı kaynak ya da öz sermaye maliyetlerinde bir değişiklik yaratmayacaktır. Ne firma ortakları ne de firmaya kredi veren kuruluşlar firmanın finansman şeklinin değişmesine tepki vermeyecektir. Bu yaklaşımın da eleştirilen tarafları vardır. Firmanın borç / öz sermaye oranı arttıkça, firma ortakları daha yüksek derecede getiri beklemeye başlayacaklardır. Dolayısıyla, finansman riski arttıkça, öz sermaye maliyetinin artmaması çok güçtür. (Akgüç; 1994)

Borçla finansmanda, faiz ve anapara ödemeleri firmada likit sıkıntısına sebep olacağından, firmanın yeni yatırımlara iştirak edememesi sonucunu doğurabilir. Bu sebeple borçlanma ile finansman sağlayarak firma değerini yükseltme fikri her zaman kabul görmeyebilir.

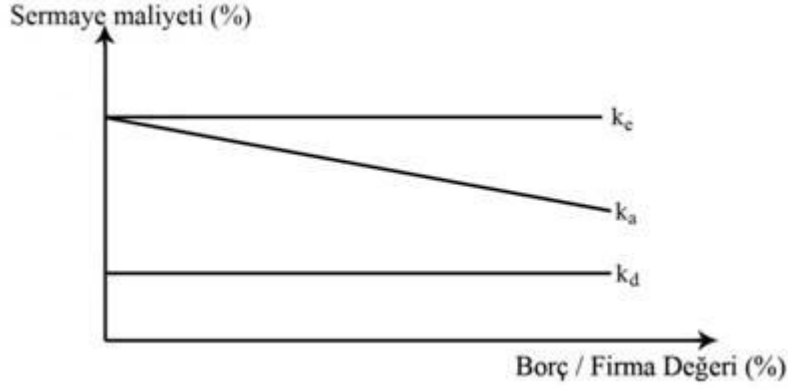
Aşağıdaki şekilde;

$k_a$  = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

$k_e$  = Sıfır Borç Düzeyinde Öz Sermaye Maliyeti

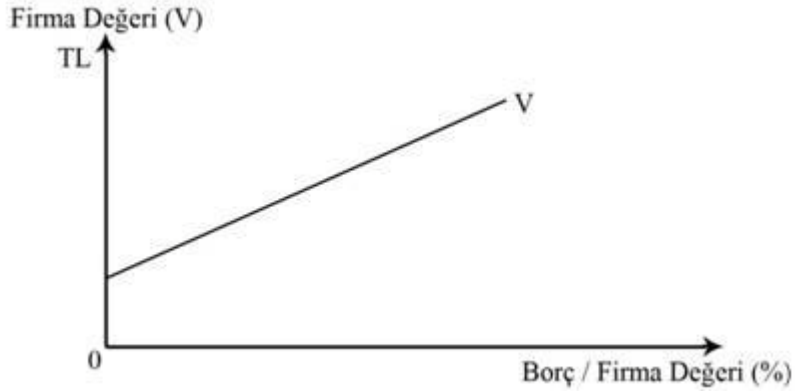
$k_d$  = Borcun Maliyeti'ni simgeler.

## Şekil 2: Net Gelir Yaklaşımı



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005, 228)

## Şekil 3: Net Gelir Yaklaşımı



(Kaynak : ERCAN, BAN /2005,229)

Bu yaklaşımı sayısal bir örnekle açıklayacak olursak;

Bir firmanın borçlarının ortalama maliyeti  $k_d = \% 20$ , öz sermayeden beklenen minimum getiri oranı  $k_e = \% 25$  ve firmanın faiz ve vergi öncesi kar düzeyi 3.000.000 TL ve firmanın borçları 4.000.000 TL ise;

Bu durumda;

FVÖK 3.000.000 TL

Faiz 800.000 TL

VÖK 2.200.000 TL

Öz sermayeden beklenen getiri oranı % 25 olduğundan % 25'i 2.200.000 TL olan tutar firmanın öz sermayesidir. Bu durumda öz sermaye;

$2.200.000 / 0,25 = 8.800.000$  TL 'dir.

Firmanın değeri (V) = Toplam Borç (B) + Toplam Öz sermaye (S)

$V = 4.000.000 + 8.800.000$

$V = 12.800.000$  TL

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ;

$ka = FVÖK / V$

$ka = 3.000.000 / 12.800.000$

ka = % 23,4 olarak bulunur.

Firmanın mevcut durumda 4.000 adet hisse senedi bulunduğu varsayıldığında her bir hisse senedinin piyasa değeri;

$= 8.800.000 / 4.000 = 2.200$  TL olmaktadır.

Firmanın 4.400.000 TL borç alarak bu parayı sermaye azaltacağı kabul edildiğinde;

$4.400.000 / 2.200 = 2.000$  adet hisse senedi satın alabilecektir. Firmanın 2.000 adet hisse senedi kalacaktır.

FVÖK 3.000.000 TL

Faiz 1.680.000 TL (8.400.000 x % 20)

VÖK 1.320.000 TL

Öz sermayeden beklenen getiri % 25 olduğundan;

Öz sermaye tutarı (S) =  $1.320.000 / \% 25 = 5.280.000$  TL bulunacaktır.

Dolayısıyla firmanın toplam değeri;

Firmanın değeri (V) = Toplam Borç (B) + Toplam Öz sermaye (S)

$V = 8.400.000 + 5.280.000 = 13.680.000$  TL olacaktır.

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

FVÖK 3.000.000 TL

Faiz 1.680.000 TL

VÖK 1.320.000 TL

$ka = FVÖK / V$

$ka = 3.000.000 / 13.680.000$

ka = % 21,9 olarak bulunur.

Firmanın hisse senedi fiyatı ;

$5.280.000 / 2.000 = 2.640$  TL'ye çıkmaktadır.

Yukarıdaki örnekte görüldüğü gibi Net Gelir Yaklaşımı'nda sermaye yapısı içinde borcun payı arttıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (ka) azalmakta ve firmanın toplam değeri (V) artmaktadır. Dolayısıyla net gelir yaklaşımı teorisi için şu yorumu yapmak mümkündür; Firmanın değeri sermaye yapısının tamamı borç olarak finanse edildiğinde maksimum değere ulaşmaktadır.

### **3.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı:**

Bu yaklaşımda; firma değerinin sermaye yapısındaki değişimden etkilenmeyeceği, firmanın sermaye yapısının bileşimi ne şekilde olursa olsun firma değerinin sabit kalacağı savunulmaktadır. Bir başka deyişle; borçların ve dolaşımdaki hisse senetlerinin değerinin yani ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğu kabul edilmektedir. (Ercan, Ban;2005;231) Firmanın sermaye yapısının riski arttıkça, diğer bir ifade ile Borç / Aktif toplamı ya da Borç / Öz sermaye oranı yükseldikçe öz sermaye maliyetinin de artacağı ve firmanın piyasa değerinin değişmeyeceği savunulur.

Net faaliyet geliri yaklaşımındaki en önemli varsayım firmanın ortalama sermaye maliyetinin sabit olmasıdır. Örneğin firma ortalama sermaye maliyetinden daha uygun şartlarda yabancı kaynak bulduğunda öz sermaye maliyeti artacak, böylece ortalama sermaye maliyeti yine aynı değerde kalacaktır.

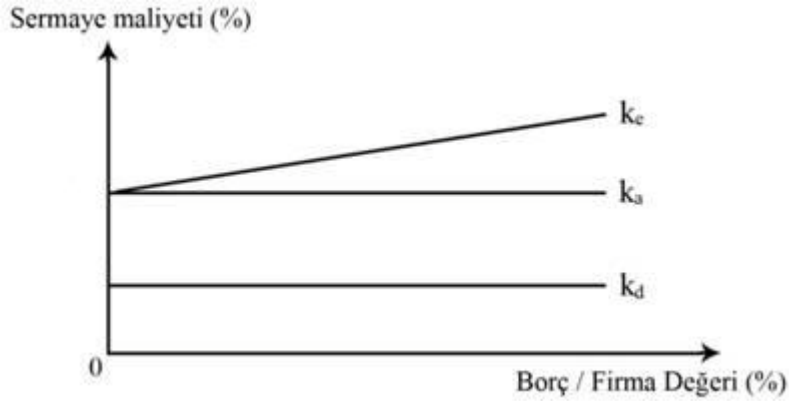
Akgüç bu yaklaşımla ilgili iki önemli sonuca varmıştır:

Firmanın öz sermaye maliyeti ve yabancı kaynak maliyeti birbirine eşittir. Yabancı kaynağın faiz ve saklı maliyet olmak üzere iki maliyet unsuru vardır. Burada saklı

maliyet; yabancı kaynak kullanıldığında artan öz sermaye maliyetidir. Bunun sonucu olarak firma, yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşüremez.

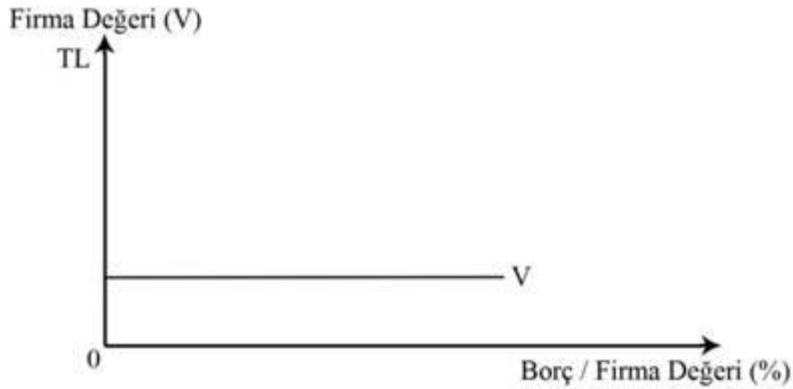
Firmanın sadece bir optimal sermaye bulunmaz. Sermaye yapısını değiştirmek suretiyle ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve firma değerini yükseltmek imkansız olduğuna göre, firmanın bulunduğu her durum onun için optimum koşulları sağlar.(Akgüç;1994)

#### Şekil 4 : Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005; 231)

#### Şekil 5 : Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005; 231)

Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere; bu yaklaşımda borcun maliyeti (k<sub>d</sub>) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k<sub>a</sub>) sabit kalmakta; sermaye yapısı içinde borcun artmasıyla beklenen getiri oranı (k<sub>e</sub>) artmaktadır. Bu yaklaşımın eksik yönlerinden en büyüğü borçlanma miktarının artmasına rağmen borçlanma maliyetini sabit kabul etmesi yani finansal risk düzeyinin değişmeyeceğini kabul etmesidir. Reel hayatta; borç düzeyi arttıkça kredi verenlerin emniyet marjları daraldığından daha yüksek faiz oranı uygulanabilir.

Net gelir yaklaşımını da sayısal verilerle açıklayalım;

Net Gelir Yaklaşımında kullanılan örnekte; ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin % 25 ve sabit ; faiz ve vergi öncesi karı 3.000.000 TL olduğu varsayılırsa firma değeri ;

$$k_a = FVÖK / V$$

$$0,25 = 3.000.000 / V$$

$$V = 12.000.000 \text{ TL olacaktır.}$$

Mevcut durumda firmanın 4.000.000 TL borcu bulunduğundan;

$$\text{Firmanın değeri (V)} = \text{Toplam Borç (B)} + \text{Toplam Öz sermaye (S)}$$

$$12.000.000 = 4.000.000 + S$$

$$S = 8.000.000 \text{ TL'dir.}$$

Dolayısıyla öz sermaye maliyeti;

$$k_e = VÖK / S$$

$$k_e = 2.200.000 / 8.000.0000 = \% 27,5 \text{ olmaktadır.}$$

Firmanın bu yaklaşıma göre her bir hisse senedinin değeri;

$$8.000.000 / 4.000 \text{ Adet} = 2.000 \text{ TL'dir.}$$

Firma; 4.400.000 TL borç alarak;

$$4.400.000 / 2.000 = 2.200 \text{ adet hisse senedi geri satın alabilecektir.}$$

Sermaye azaltımından sonra geriye  $4.000 - 2.200 = 1.800$  adet hisse senedi kalmaktadır.

Firma 4.400.00 TL borç aldığıında;

$$FVÖK \quad 3.000.000 \text{ TL}$$

$$\text{Faiz} \quad 1.680.000 \text{ TL} \quad (8.400.000 \times \% 20)$$

$$VÖK \quad 1.320.000 \text{ TL olmaktadır.}$$

Firmanın yeni sermaye yapısı da;

$$\text{Firmanın değeri (V)} = \text{Toplam Borç (B)} + \text{Toplam Öz sermaye (S)}$$

$$12.000.000 = 8.400.000 + S$$

$$S = 3.600.000 \text{ TL olmaktadır.}$$

Firmanın öz sermaye maliyeti;

$ke = S / \text{hisse senedi adedi}$

$ke = 1.320.000 / 3.600.000 = \% 36,6$  olacaktır.

Firmanın yeni durumunda hisse senedi fiyatı da değişmemekte;

$S / \text{hisse senedi sayısı} = 3.600.000 / 1.800 = 2.000$  TL olarak sabit kalmaktadır.

Yukarıdaki örnekte de görüldüğü üzere bu yaklaşıma göre firmanın sermaye yapısının dağılımı firma değerini etkilememekte, hisse senedi fiyatı ve dolayısıyla firma değeri için tüm sermaye yapıları eşit olmaktadır.

### **3.2.3. Geleneksel Yaklaşım:**

Bu yaklaşıma göre; işletmelerin tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve firmalar finansal kaldıraç derecelerinden faydalanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini düşürebilirler ve firma değerlerini maksimize edebilirler.

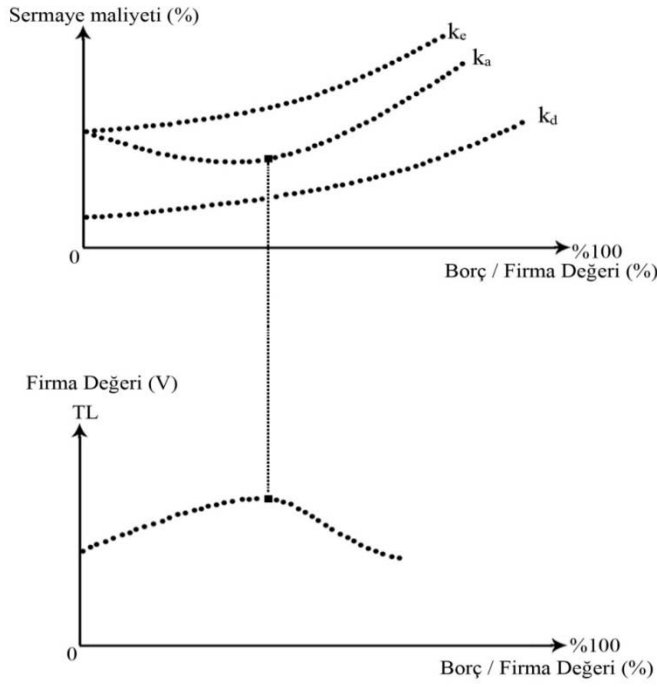
Geleneksel yaklaşımda öz sermaye maliyetinin borçlanma maliyetinden daha yüksek olduğu kabul edilir. Çünkü; firma sermayesinin yeni ortaklar alarak artırılması daha fazla risk içeren bir konudur. Ayrıca borçlanarak finansman sağlamada faizleri gider olarak işleyerek vergi avantajı sağlama imkanı varken, öz sermaye ile borçlanmada böyle bir olanak yoktur. Bu durumda firma, sermaye maliyetini düşürmek amacıyla borçlanma ile finansman sağlama yoluna gidecektir. Ancak bu düşüş belirli bir noktaya kadar devam edecektir. Firma sermaye maliyetini en aza, firma değerini en yüksek seviyeye getiren orana ulaştıktan sonra, daha açık anlatımla optimum sermaye yapısına vardıktan sonra yine borçlanmaya devam ederse; bu durum sermaye maliyetini azaltmak yerine artacaktır. Böylelikle firma ortakları artan finansal risk nedeniyle firmadan bekledikleri getiri oranını arttıracaklardır. Aynı şekilde firmaya kredi sağlayan kuruluşlar da bu durum karşısında ek güvence isteme hakkına sahip olabilecekler, ya da faiz oranlarını arttırma yoluna gideceklerdir. Bu durum yabancı kaynak maliyetini de arttıracaktır.

Geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, firmanın finansman riski arttıkça öz sermaye maliyetinin yükseleceğini öngörmekte, ancak belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak kullanılmasının ortalama sermaye maliyetini düşürücü

etkisinin, öz sermaye maliyetinin yükselişi ile tamamen giderilemeyeceğini kabul etmektedir. (Akgüç; Finansal Yönetim; 1994 )

Özetle, bu görüşe göre; sermaye yapısı içinde borcun artması belli bir seviyeye kadar firma değerini yükseltmekte, belli bir seviyeden sonra firma değerini azaltmaktadır. Firma değerinin en yüksek ve ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu noktada optimum sermaye düzeyi sağlanmış olur.

### Şekil 6: Geleneksel Yaklaşım



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005,234)

Şekil 6'da görüldüğü üzere firmalar belli bir düzeye kadar borçlanarak ortalama sermaye maliyetlerini düşürebilmekte; bu düzeye ulaştıktan sonra hem öz sermaye maliyeti, hem de borç maliyeti artan finansal riskler karşısında yükseldiğinden ortalama sermaye maliyeti de yükselmektedir. Bunun nedeni firmaya borç verenler ile öz sermaye sahiplerinin beklentilerinin artmasıdır. Bilindiği gibi öz sermaye maliyeti borçlanma maliyetinden yüksektir. Bunun temel nedeni, borçlanma nedeniyle ödenen faizlerin gidere işlenerek vergi avantajı sağlamasıdır.

Geleneksel yaklaşımı da sayısal örnekle açıklamaya çalışalım.

Daha önceki örneklerimizde firma 4.000.000 TL borç düzeyindeyken % 25 öz sermaye kazancı ve % 20 faiz vardı. Yani borç alınmadan ve faizler artmadan önceki durum bu şekildeydi.

FVÖK 3.000.000 TL

Faiz 800.000 TL

VÖK 2.200.000 TL

Öz sermaye Tutarı;

$2.200.000 / \% 25 = 8.800.000$  TL olarak hesaplanmış, buradan da firmanın toplam değeri ;

$V = 4.000.000 + 8.800.000 = 12.800.000$  TL olarak hesaplanmış;

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$ka = FVÖK / V$

$ka = 3.000.000 / 12.800.000$

$ka = \% 23,4$  olarak bulunmuştu.

Firmanın 4.400.000 TL daha borç almasıyla; hissedarlar beklentilerini % 30'a, kredi verenler de ortalama faizlerini % 24'e çıkarmışlardır

Geleneksel yaklaşımdaki yeni verilere göre firmanın;

FVÖK 3.000.000 TL

Vergi 2.016.000 TL ( $8.400.000 \times \% 24$ )

VÖK 984.000 TL

Öz sermaye tutarı;

$S = 984.000 / \% 30 = 3.280.000$  TL olacaktır.

Firmanın değeri de;

$V = S + B$

$V = 8.400.000 + 3.280.000 = 11.680.000$  TL bulunacaktır.

Bu yeni durumda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$ka = FVÖK / V$

$$ka = 3.0000.000 / 11.680.000$$

ka = % 25,6 olacaktır.

Firmanın yeni durumda hisse senetleri fiyatları da;

$$3.280.000 / 1.800 = 1.822,22 \text{ olacaktır.}$$

Geleneksel yaklaşımda borç / firma değeri artarken, firmanın ağırlıklı ortalama maliyeti yükselmiş, firmanın değeri azalmış ve hisse senetleri fiyatları düşmüştür.

### **3.2.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı:**

Bu yaklaşım net faaliyet geliri yaklaşımına yakın fikirler savunur. Bu görüşe göre firmanın sermaye yapısı; sermaye maliyetini, firmanın değerini etkilemez; firmanın finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun sermaye maliyeti hep aynı kalacaktır. Modigliani-Miller yaklaşımı sermaye maliyeti ile ilgili konularda geleneksel yaklaşımın savlarına karşı çıkmıştır. Akgüç'ün ifade ettiği üzere, Modigliani-Miller bunu yaparken aşağıdaki varsayımlara dayanmıştır.

Gelecek dönemlerde kazanılacağı tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olma ihtimalleri , mevcut durumdaki faaliyet gelirlerinin ihtimalleriyle aynı olacaktır.

Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları uygulanır. Her firma, sermaye piyasası ile ilgili tüm bilgileri karşılıksız kolayca elde edebilmekte, piyasalarda işlem maliyeti olmamakta, tüm finansal varlıklar en küçük parçalara dahi bölünebilme ve piyasada tüm bireyler rasyonel hareket edebilmektedir.

Firmaların gelirleri üzerinden ödenen vergiler yoktur. ( Bu varsayım kalkmıştır.)

Firmalar, risk kategorilerine ayrılabilirler. Aynı risk grubunda olan firmaların beklenen gelirlerinin elde edilememesi olasılığı aynıdır.

Yine Akgüç'ün belirttiği gibi bu varsayımlarla hareket edildiğinde Modigliani Miller yaklaşımı şu sonuçlara varmaktadır;

Bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti, firmanın aldığı sermaye yapısı kararlarından bağımsızdır. Firmanın piyasa değeri ileriki zamanlarda elde edeceği paranın, az önce bahsedilen risk grubuna göre belirlenmiş iskonto edilmiş miktarına eşittir.

Bir firma borçlanma nedeniyle finansman riski arttığında yani yükümlülüklerini yerine getirememesi riski taşıdığı takdirde öz sermaye maliyeti artacaktır. Bu durumda firma ortakları artan faaliyet riskini karşılama amacıyla daha yüksek getiri beklenebilecektir. Başka bir anlatımla uygun şartlarda kaynak bulmanın sermaye maliyetine yapacağı olumlu etki öz sermaye maliyetinin artmasıyla yok olacaktır.

Yatırım kararları esnasında öngörülecek asgari karlılık oranıyla yatırımın finansman şekli arasında bir bağlantı bulunmamaktadır. Bu görüşle, Modigliani-Miller yatırım kararları ile finansman kararlarını tamamen ayırmıştır.

Modigliani-Miller teorisine göre; aynı risk grubunda bulunan, faaliyet karları eşit olan firmaların firma değerlerinin de birbirine eşit olduğunu savunur. Firmaların kaynak yapılarını değiştirerek yani sermaye yapısı kararlarında değişiklikler yaparak firma değerlerini yükseltmeleri imkansızdır. Bunu savunurken Modigliani-Miller'in dayandığı varsayımlardan en önemlisi arbitrajdır. Arbitraj bilindiği gibi aynı menkul kıymetin farklı piyasalarda farklı fiyatlardan satılmasından yararlanarak satılması işlemidir. Birikim sahipleri portföylerinde bulunan menkul kıymetleri satarak kendileri için daha avantajlı olan menkul kıymetlere yönelebilirler. Örneğin ucuz kaynak bularak sermaye maliyetini düşüren ve firma değerini yükselten bir firmanın bu oluşumu arbitraj nedeniyle uzun süreli olamayacaktır. Çünkü yatırımcılar aynı geliri sağlayan ancak finansman riski daha az olan firmaları tercih edeceklerdir. Bu durumda iki firmanın değeri dengeye gelecektir.

Modigliani-Miller Modelinin sermaye yapısı - firma değeri ile ilgili görüşleri pek çok finansçı tarafından kabul görmemekte, varsayımları mantıklı gelmemekte, özellikle arbitrajın piyasalarda Modigliani-Miller'in savunduğu şekilde gerçekleşmeyeceğine vurgu yapmaktadırlar.

### **3.2.5. Asimetrik Bilgi Teorisi**

1960 Yıllarında Harvard Üniversitesi Profesörü Gordon Donaldson firmaların gerçekte sermaye yapılarını nasıl oluşturdukları ile ilgili bir çalışma yapmış ve aşağıdaki sonuçlara ulaşmıştır. Ünsal ve Ban bu sonuçları şöyle sıralamıştır;

“Firmalar dağıtılmamış karlar ve amortismanlar gibi içten yaratılan fonlarla finanslanmayı tercih ederler.

Firmalar, hedef kar payı ödeme rasyolarını belirlerken, gelecekte beklenen yatırım fırsatlarını ve gelecekte beklenen nakit akımlarını temel alırlar.

Kar payı kısa faaliyetlerle yakından ilişkilidir. Firmalar kar payı ödemelerinde ve özellikle kar paylarının azaltılmasında önemli değişiklikler yapılmasını istemezler.

Eğer firma aşırı dağıtılmamış karlara sahipse, onu ya pazarlanabilir menkul kıymetlere yatıracak ya da borçlarını ödeyecektir. Eğer firmanın, ertelenemez yeni yatırım projelerinin finansmanında dağıtılmamış karlar yetersiz kalırsa, o zaman portföyündeki pazarlanabilir menkul kıymetlerinden sağlayacaktır.

Eğer dış finansman gerekmekte ise, firma önce borca (tahvil ihracına), daha sonra hisse senedine çevrilebilir tahvil ihracına ve en son yeni hisse senedi ihracına başvurmaktadır. Bu Donaldson'un finanslamada "Pecking Order" Gagalama Sıralaması'dır. (Ünsal, Ban;2005;243)

### **3.2.6. Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri Teorisi:**

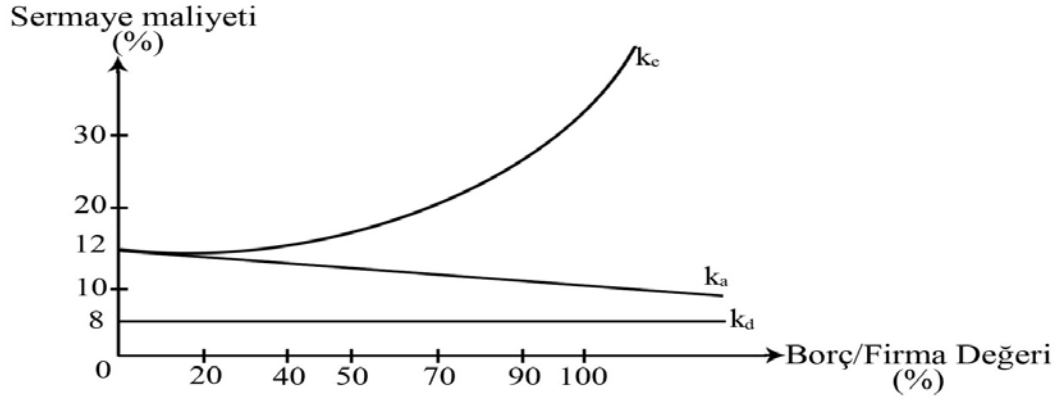
Finansal sıkıntı maliyetleri firmaların finansal açıdan zor durumda oldukları zamanlarda karşılaşılabilecekleri maliyetlerdir. Firmanın nakit olarak sıkıntıda olup borçlarını ödeyemediği durumlarda başına gelebilecek durumlarla karşılaşabilir. Şirketin borçlarından dolayı açılan davalar, varlıkların nakde çevrilmesini engeller ve uzayan bu süreçte varlıklar fiziksel olarak aşınır. Avukat ücretleri ve mahkeme masrafları firma için önemli maliyet unsurlarıdır. Firmanın iflas etmesini öngören yöneticiler, uzun vadeli planları bırakarak, maliyet, azaltmak amaçlı kaliteyi düşürebilirler. Firmanın müşterileri ve tedarikçileri firmaya olan tutumlarını değiştirebilirler.

Finansal sıkıntı ancak firmanın yüksek miktarda borcu olduğunda karşılaşılan bir durumdur. Zira, borcu olmayan bir firmanın iflas riskinden söz edilemez. Bu sıkıntının artması firmanın cari değerinin azaltıcı, sermaye maliyetini arttırıcı özelliğe sahiptir.

Temsil maliyetleri esas olarak firmanın yöneticileri ile hissedarları arasında çıkabilecek olan çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetlerdir. Takip ve izleme maliyetleri, etkinliğin kaybedilmesi maliyeti temsil maliyeti arasında sayılabilir. Tabi ki bu durum firmanın değerini azaltır.

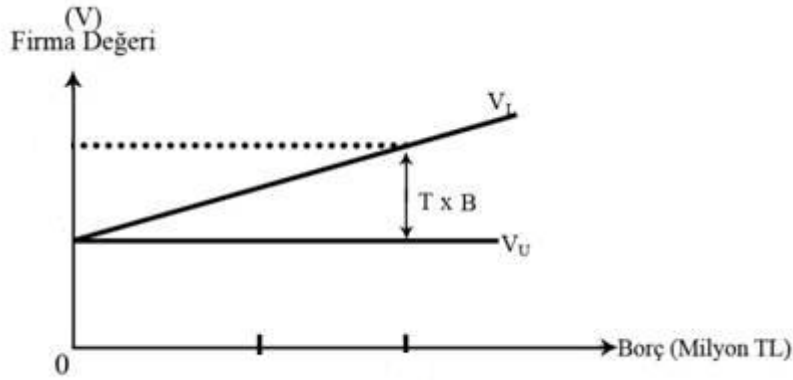
Aşağıdaki şekilde, borcun oranı gittikçe artarken, buna bağlı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve öz sermaye maliyeti hızla artmaktadır.

### Şekil 7: Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005; 239)

### Şekil 8: Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005; 240)

Şekil 8’de gördüğümüz gibi, firmanın borç düzeyi artarken firmanın değeri artar; borç miktarı en yüksek seviyeye çıktığında firma değeri de maksimum seviyeye ulaşır. Çeşitli varsayımlar altında bu doğru olabilir. Ancak reelde firmanın borç düzeyi belli bir seviyeden sonra firmanın değerini düşürmektedir. Bu düşüşün nedeni, günümüzde finansal sıkıntı ve temsil maliyetleri ile açıklanmaktadır.

Günümüzde borç kullanmış bir firmanın kaldıraç etkili değeri aşağıdaki gibidir;

$V_u$  = Borç kullanmayan firmanın değeri

$V_l$  = Borç kullanan firmanın değeri

$B$  = Firmanın borçları

$T = \text{Vergi oranı}$

$Vl = Vu + T \times B$  ( Sıkıntı maliyetlerinin B.D. + temsil maliyetlerinin B.D.)

### **3.2.7. Denge Teorisi**

Bu teori, firmanın sermaye yapısını belirlerken finansal sıkıntı maliyetleri ile faizin vergi avantajı sağlama fonksiyonu arasında bir denge oluşturularak hedef borçlanma oranına ulaşabileceğini savunmaktadır. (Yılgör, Yücel; 11) Buna göre; güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan şirketlerin hedef oranları yüksek olmalıdır. Riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip, karsız şirketler esas olarak öz kaynak finansmanına da dayanmalıdırlar.(Yaşar;2006;6)

Bu teoriye göre, her firmanın önceden belirlenmiş bir hedef borçlanma oranı vardır. Bu oran bazı firmalarda beklendiği gibi gerçekleşmeyebilir. Büyük firmalara nazaran KOBİ'lerde daha çok sapmalar görülür. Ancak her firma bulunduğu endüstrideki firmalar ile benzer oranda borçlanmaya giderler.

Firmalar borçlanırken, piyasa faiz oranlarının seviyesini, borç kullanmanın vergi avantajını, hissedarların sağladıkları gelir karşılığında ödedikleri gelir vergisi oranını önemli faktörler olarak değerlendirirler. Firmanın satışlarında ya da tahsilatlarında yaşanan finansal sıkıntılar firmayı borçlanmaya iter. Ancak firmalar borçlanırken katlanmak zorunda oldukları işlem maliyetlerini de önemserler.

### **3.2.8. Finansal Hiyerarşi Teorisi**

Yılgör ve Yücel'in, Myers ve Nicholas'dan alıntılanarak belirttiği üzere "bu teori, firmaların sermaye yapısını oluştururken öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda tahvil ve melez menkul kıymetler gibi borçlanma araçlarını, son olarak da hisse senedi ihracını tercih edeceklerini savunmaktadır." (Yılgör, Yücel; 2)

"Allen(1991) çalışmasında sermaye yapısı kararlarında belirleyici faktörleri araştırmış ve borç kullanımının sağladığı vergi avantajının firmaların borçlanma politikalarında etkisi olduğu, firmaların hedef borçlanma oranına sahip oldukları, boş borç kapasitesi buldukları, aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanma eğilimde oldukları ve firmaların buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranına uyum göstermediği sonuçlarına ulaşmış ve firmaların finansal hiyerarşi teorisine benzer davranış gösterdiklerini belirtmiştir." (Yılgör, Yücel; 2)

Bu teori, firmanın öncelikli iç kaynaklarıyla, daha sonra iç-dış kaynaklarının birleşimiyle, en son olarak dış finansman sağlayarak finansman yarattığını öne sürer. Burada da iç kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda küçük firmalar büyük firmalara nazaran daha fazla borç kullanmaktadırlar. Yatırımlarında da aynı şekilde öncelikli olarak iç kaynaklarını, daha sonra dış kaynaklarını kullanırlar.

Bu teori, denge teorisindeki hedef borçlanma oranının varlığını reddetmektedir. Ancak firmalar finansal esneklik sağlamak amacıyla boş borç kapasitesi bulundururlar.

Piyasadaki faiz oranlarının seviyesi denge teorisinde olduğu gibi bu teoride de borçlanmayı etkileyen bir faktördür. Ancak firmalar aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmayı tercih etmezler.

Yaşar; Brealey, Marcus, Myers'tan alıntı yaparak şunları söylemiştir: "Finansman hiyerarşisi, çok karlı firmaların neden daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bunun nedeni; hedef borç-Öz kaynak oranlarının düşük olması değil, dış paraya ihtiyaç duymamalarıdır. Karı düşük olan firmalar ise borç ihraç ederler, çünkü sermaye artırımını için yeterli miktarda iç fonları yoktur ve finansman hiyerarşisi teorisine göre de borç, hisse senedi ihracından önceki sırada yer almaktadır."(Yaşar;2006;7)

Tüm bu anlatılan yaklaşımlarda görüldüğü üzere her teorisyen farklı varsayımlar ve farklı sonuçlar ortaya atılmıştır. Ancak tek bir konuda görüş birliği vardır. Bu durumu, Akgüç şu sözlerle ifade etmiştir; "Optimal sermaye yapısı, risk ve getiri arasında denge kuran ve böylece hisselerin fiyatını maksimize eden ve aynı zamanda sermaye maliyetini minimize eden bir sermayedir. Teoriye göre, her firma kendisi için optimal sermaye yapısını aramalı ve yatırım projelerini, bu yapıyı bozmayacak şekilde finanse etmelidir. Gerek finans literatüründe teorisyenler arasında gerekse finans yöneticileri arasında, borçlanma politikasının belirli yönleri konusunda görüş ayrılıkları olmasına rağmen, bir firmanın optimal sermaye yapısını araması gerektiği konusunda görüş birliği bulunmaktadır."(Yaşar;2006;7)

### 3.3. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Sermaye yapısının belirlenmesinde işletmelerin ne kadar öz kaynak ne kadar borç kullanarak finansman sağlayacağı konusu ülkeden ülkeye sektörden sektöre değişkenlik gösteren bir olgudur. En başlıca etmenler; ülkenin bulunduğu genel ekonomik durum, ülkede uygulanan ekonomik politikalar, sektörün içinde bulunduğu piyasanın durumu ve firmanın kendi işletme politikası olarak sayılabilir. (Aydın ve Diğerleri;2008;286)

Genel ekonomik durum; şirket içinde alınacak her türlü yatırım ve finansman kararları ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durumdan koşulsuz olarak etkilenmektedir. Ülke ekonomisinde yaşanan değişiklikler ve hatta bazen siyasi gelişmeler firmanın yatırım kararlarını doğrudan, bu yatırımdan çarpan etkisiyle yararlanacak olan firmaları dolaylı olarak etkiler. Yatırım açısından devletin teşvik politikaları da firmaların yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Yatırım indirimi eğer uygulanıyorsa bununla sağlanan vergi avantajları, bazı özel bölgelerde yatırımı teşvik eden ekonomik politikalar direk olarak firmanın yatırım kararlarında belirleyici olmaktadır.

Finans piyasasında yaşanan değişimler de firmaların ekonomik kararlarını etkilemektedir. Örneğin bankacılık kesiminde başlayan bir kriz sadece finans piyasasını değil, sermaye yapısı içinde kısa ya da uzun vadeli banka kredisi kullanan firmaların borçlanma maliyetlerini arttırarak sermaye maliyetini yükseltmektedir. Genel ekonomide faiz oranlarının değişmesi, vergi oranlarında ya da kur politikalarının değişmesi firmaların esnekliklerini yitirmelerine, finansal kaldıraçtan yararlanamamalarına ve finansal risklerinin artmasına sebep olmaktadır. Özetle optimum sermaye yapısı, sağlıklı bir ekonomik durumla doğru bir ilişki içersindedir.

Endüstrinin özellikleri; endüstrinin içinde bulunduğu rekabet koşulları, mevsimlik işler gibi zaman şartları, endüstrinin hangi büyüme evresinde olduğu gibi faktörler firmaların finansman yapısını etkilerler. Rekabetin yoğun olacağını tahmin eden firmalar; ileride yaşanabilecek finansal problemlerden kaçınmak adına borçlanma ile finansmanı tercih etmeyerek, optimum sermaye yapısından uzaklaşabilirler.

İşletmenin Özellikleri; işletmelerin büyüklükleri, yöneticilerin finansman sağlama konusundaki tutumları, aktiflerinin dağılımı, kredibiliteleri gibi faktörler finansman yapısını etkileyen unsurlardır. Tek sahipli bir şahıs şirketinde ya da aile şirketi olan bir limited şirkette finansman olanakları firma sahiplerinin kredi olanağı ve sermayesi ile sınırlıdır. Ancak çok ortaklı bir anonim şirkette finansman sadece ortakların

olanaklarıyla sınırlı değildir, yeni ortak alarak finansman sağlanabileceği gibi tahvil ve benzeri kıymet çıkartılarak da bu işletmelerde finansman sağlanabilir.

İşletmeler bazen genel ekonomik durumdan kaynaklanarak, bazen de işletmede yaşanan gelişmelerden dolayı optimum sermaye yapısından uzaklaşabilir. Bu nedenleri Başar (Finansal Yönetim, 2008) şöyle sıralamıştır:

- Gelecekle ilgili yapılan planların yanlışlığı;
- Enflasyon;
- Zamansız büyüme istekleri;
- İzlenen faiz ve kur politikaları;
- Finansal kaldıraçtan yararlanma isteği;
- Öz sermaye artışının yapılamaması;
- Borçlanmanın vergi avantajı sağlaması;
- Gereksiz harcamalar.

### **3.4. Optimum Sermaye Yapısının Belirlenmesi**

Firmanın optimum sermaye yapısının belirlenmesinde yukarıda bahsi geçen yaklaşımlarının yanında Faiz ve Vergi Öncesi Kar – Hisse Başına Kar analizi etkin olmaktadır. Burada cevabını aradığımız soru “Hangi FVÖK düzeyi maksimum hisse başına karı sağlamaktadır?” sorusudur.

Firmaların kendi faaliyetlerinden doğan karları firmanın sermaye yapısından bağımsızdır. Yani faaliyet karının gerçekleşmesine neden olan varlıkların nasıl finanse edildiği faaliyet karını etkilememektedir. Ancak firmanın sermaye yapısına bağlı olarak meydana gelen finansman giderleri hisse başına karı tabi ki etkilemektedir. Aşağıda belirtilen örnek faaliyet karını sabit tutarak, sermaye yapılarının farklılıklarını analiz etmektedir.

Örnek: Başlangıç sermayesi 6.000.000 TL olan bir firmanın ( 3.000 adet x 2.000 TL) FVÖK düzeyi 800.000 TL iken firmanın ek 4.000.000 TL kaynağa ihtiyaç duyduğunu varsayalım. Firmanın alternatif finansman yolları şöyledir.

I.Alternatif: Tamamını adi hisse çıkartarak karşılamak ( 2.000 Adet x 2.000)

II.Alternatif: 2.000.000 TL'sini adi hisse senedi çıkartarak ( 1.000 Adet x 2.000), kalan 2.000.000 TL'sini yıllık % 10 faizli borçlanarak.

III.Alternatif: Tamamını % 12 faizli borçlanarak.

Firmanın alternatiflerinin açılımı aşağıda belirtilmiştir.

	<b>1. Alternatif</b>	<b>2. Alternatif</b>	<b>3. Alternatif</b>
<b>FVÖK</b>	<b>800.000</b>	<b>800.000</b>	<b>800.000</b>
<b>FAİZ</b>	<b>---</b>	<b>200.000</b>	<b>480.000</b>
<b>VÖK</b>	<b>800.000</b>	<b>600.000</b>	<b>320.000</b>
<b>VERGİ ( % 40)</b>	<b>320.000</b>	<b>240.000</b>	<b>128.000</b>
<b>VSK</b>	<b>480.000</b>	<b>360.000</b>	<b>192.000</b>
<b>HİSSE SEN. SAYISI</b>	<b>5.000</b>	<b>4.000</b>	<b>3.000</b>
<b>HBK</b>	<b>96 TL</b>	<b>90 TL</b>	<b>64 TL</b>

Yukarıdaki tabloda birinci alternatif en yüksek hisse başına karı sağlamaktadır. Bu hesaplama aşağıdaki formülle de yapılabilir.

$$HBK = \frac{(FVÖK - Faiz)(1 - T)}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

I.Alternatif Hesaplandığında;

$$HBK = \frac{(800.000)(1 - 0,40)}{5.000}$$

HBK = 96 bulunmaktadır.

II.Alternatif Hesaplandığında;

$$HBK = \frac{(800.000 - 200.000)(1 - 0,40)}{4.000} = 90 \text{ TL}$$

III.Alternatif Hesaplandığında;

$$HBK = \frac{(800.000 - 480.000)(1 - 0,40)}{3.000}$$

HBK = 64 TL

Eğer firma 2. ve 3. alternatif için kayıtsız kalacağı FVÖK düzeyini bulmak isterse bu formülü her ikisi için uygulayacak ve birbirine eşitleyecektir.

$$\frac{(FVÖK - Faiz)(1 - T)}{Hisse Senedi Sayısı_2} = \frac{(FVÖK - Faiz)(1 - T)}{Hisse Senedi Sayısı_3}$$

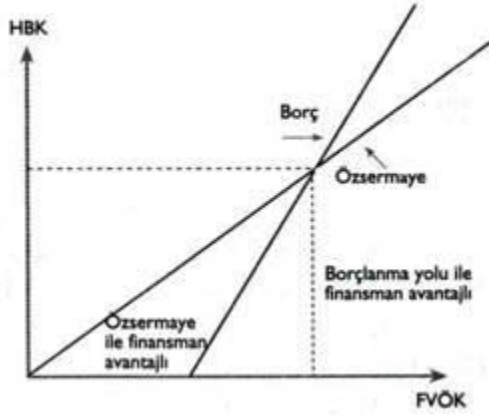
$$\frac{(FVÖK - 200.000)(1 - 0,40)}{4.000} = \frac{(FVÖK - 480.000)(1 - 0,40)}{3.000}$$

FVÖK = 1.320.000 TL bulunmaktadır.

	<b>2. Alternatif</b>	<b>3. Alternatif</b>
<b>FVÖK</b>	<b>1.320.000</b>	<b>1.320.000</b>
<b>FAİZ</b>	<b>200.000</b>	<b>480.000</b>
<b>VÖK</b>	<b>1.120.000</b>	<b>840.000</b>
<b>VERGİ ( % 40)</b>	<b>448.000</b>	<b>336.000</b>
<b>VSK</b>	<b>672.000</b>	<b>504.000</b>
<b>HİSSE SEN. SAYISI</b>	<b>4.000</b>	<b>3.000</b>
<b>HBK</b>	<b>168 TL</b>	<b>168 TL</b>

Yukarıda bulunan 1.320.000 TL FVÖK düzeyinde her iki alternatif için HBK aynı çıkacaktır. Tabloda görüldüğü üzere FVÖK düzeyinin 1.320.000 TL olması durumunda HBK'lar eşit çıkmaktadır. Yani bu FVÖK düzeyinde firmanın borç alması ya da hisse senedi ihraç etmesi arasında bir fark yoktur.

## Şekil 9: Sermaye Yapısında Borç-Öz sermaye Oranı



(Kaynak : BAŞAR / 2008; 276)

Yöneticilerin hangi FVÖK düzeyinde borç kullanacağı hangi FVÖK düzeyinde hisse senedi çıkaracağı yukarıda görülmektedir. Kesişim noktası ise her iki alternatifin uygulanabileceği yani aynı HBK'nın elde edileceği FVÖK düzeyidir.

Şekilde görüldüğü gibi firma faiz ve vergi öncesi karı 1.320.000 TL'ye ve hisse başı karı da 168 TL'ye ulaşana kadar öz sermaye ile finansmanı tercih ettiği sürece avantajlı durumda olacaktır. Ancak bu noktadan sonra borçlanma ile finansman avantajlı duruma dönüşecektir.

### 3.5. Kaldıraçlar

#### 3.5.1. Faaliyet Kaldıracı:

Satışlardaki değişime bağlı olarak FVÖK'deki değişimleri göstermektedir.

$$\text{Faaliyet Kaldıracı} = \frac{\text{FVÖK'deki \% Değişim}}{\text{Satışlardaki \% Değişim}}$$

Burada ifade edilemeye çalışılan; satışlardaki % 1'lik bir değişimin faaliyet karında (FVÖK) % kaçlık bir değişimi oluşturacağını bulmaktır. Faaliyet kaldıraç derecesi eğer 5 ise satışlardaki % 1'lik bir artış faaliyet karında % 5'lik bir artışa sebep olur.

Faaliyet kaldıracı şu şekilde de ifade edilebilir;

$$\text{Faaliyet Kaldırıcı} = 1 + \frac{\text{Sabit Gider}}{\text{FVÖK}}$$

Bu eşitlikte görülen, FVÖK'ün aynı kalması kaydıyla sabit giderlerin artması faaliyet kaldırıcısını arttıracaktır. Eğer firmanın sabit giderleri sıfır ya da sıfıra çok yakın ise faaliyet kaldırıcı 1 ya da 1'e çok yakın bir değerde, yani çok düşük olacaktır.

### 3.5.2. Finansal Kaldıraç:

Bu kaldıraç oranı, firmanın faaliyet karı ile hisse başına karı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Firma eğer borç ve benzeri gibi sabit maliyetli finansman kaynaklarını kullanıyorsa bu durum net karı etkileyecektir.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{HBK'deki \% Değişim}}{\text{FVÖK'deki \% Değişim}}$$

Buradaki ifade, faiz ve vergi öncesi kardaki hisse başına karda % kaçlık bir değişiklik yarattığıdır.

Finansal kaldıraç şu şekilde de ifade edilebilir;

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{FVÖK} - \text{I} - \text{L} - \frac{\text{d}}{(1-\tau)}} \text{ olmaktadır.}$$

I = Finansman Giderleri

L = Kira Ödemeleri

d = İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payı Ödemeleri

T = Vergi Oranı'dır.

Bu ifadede faiz ve kira ödemeleri vergi tasarrufu sağlarken, imtiyazlı hisse senedinin sağlamış olduğu böyle bir tasarruf yoktur. Dolayısıyla imtiyazlı hisse senetleri daha pahalıdır.

Eğer firmanın finansman giderleri çok azsa ya da yoksa finansal kaldıraç derecesinin 1 olması, firmanın sabit maliyetli kaynak kullanmadığının yani kaynaklarının tamamını öz kaynaklarından oluşturduğunun göstergesidir. Eğer firmanın sermaye yapısında borçların payı artarsa finansman giderleri artacak, bu durumda firmanın finansman kaldırıcı yükselecektir.

Eğer firmanın borcu yoksa finansal risk söz konusu değildir. Borç var ise finansal riskten ve iflas riskinden bahsedilebilir. Borcu olmayan firmanın iflası mümkün değildir, ancak batması mümkündür. Batan firma öz sermayesini batırır, ancak iflas söz konusuysa firma borçlarını ödeyemiyor demektir.

### 3.5.3. Bileşik Kaldıraç:

Adından da anlaşılacağı üzere faaliyet kaldıraç ile finansal kaldıraçın birlikte ifadesidir. Firmanın satışlarındaki değişimin hisse başına karı nasıl etkileyeceğini irdeler. İki kaldıraçın çarpımıyla bulunur.

Bileşik Kaldıraç Derecesi = Faaliyet Kaldıraç Derecesi x Finansal Kaldıraç Derecesi

$$\text{Bil.Kal.Der.} = \frac{\text{FVÖK'deki \% Değişim}}{\text{Satışlardaki \% Değişim}} \times \frac{\text{HBK'deki \% Değişim}}{\text{FVÖK'deki \% Değişim}}$$

$$\text{Bil.Kal.Der.} = \frac{\text{HBK'deki \% Değişim}}{\text{Satışlardaki \% Değişim}} \text{ olmaktadır.}$$

Bu ifade firmada % 1'lik bir değişme yaşandığında hisse başına karda % kaçlık bir değişme yaşanacağını göstermektedir. Örneğin firmanın faaliyet kaldıraç derecesi 3; finansal kaldıraç derecesi 4 ise bileşik kaldıraç derecesi 12 olacaktır. Firmanın satışlarındaki % 1'lik bir değişim hisse başına karda % 12'lik bir değişime sebep olmaktadır.

ÖRNEK: X Firması 2008 Yılı Gelir Tablosu aşağıdaki gibidir.

Satışlar	2.000.000	% 50 artış	3.000.000
Değişken Giderler	<u>(1.200.000)</u>		<u>1.800.000</u>
	800.000		1.200.000
Sabit Giderler	<u>(400.000)</u>		<u>400.000</u>
FVÖK	400.000	% 100 artış	800.000
Faiz	(200.000)		200.000
VÖK	200.000		600.000
Vergi (%20)	<u>(40.000)</u>		<u>120.000</u>
Net Kar	160.000	% 200 artış	480.000

Satışlar % 50 arttığında faaliyet karı % 100, net kar da % 200 artmıştır.

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK \% } \Delta}{\text{Satışlar \% } \Delta}$$

$$= \frac{\% 100}{\% 50} = 2$$

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{HBK \% } \Delta}{\text{FVÖK \% } \Delta}$$

$$= \frac{\% 200}{\% 100} = 2$$

$$\text{Bileşik Kaldıraç Derecesi} = 2 \times 2 = 4$$

$$\text{Bileşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{HBK \% } \Delta}{\text{Satışlar \% } \Delta}$$

HBK'deki % Değişim / Satışlardaki % Değişim

$$= \frac{\% 200}{\% 50} = 4$$

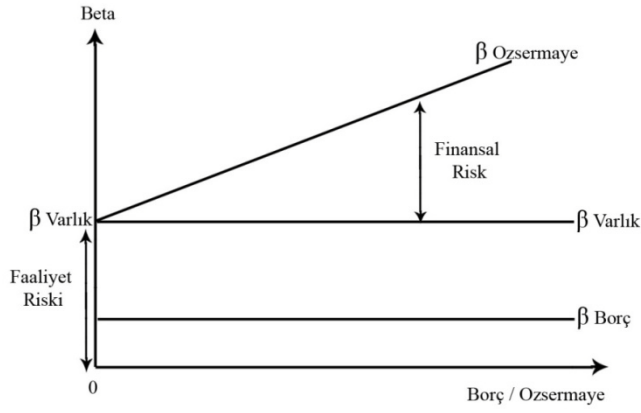
Firmanın varlıklarının betası onun faaliyet riskini ifade etmektedir. Öz sermaye betası ile varlıkların betası arasındaki fark da firmaya ait finansal riski göstermektedir. Eğer bir firmanın sermaye yapısında daha fazla borç dolayısıyla daha az öz kaynak kullanılıyorsa firmanın faaliyet riski değişmeyecek; firmanın varlıklarının betası aynı kalacaktır. Öz sermayenin betası artacaktır. Çünkü firmanın finansal riski artacaktır.

$$\beta_{\text{varlık}} = \beta_{\text{borç}} \frac{D}{D+E} + \beta_{\text{öz sermaye}} \frac{E}{D+E}$$

$$\beta_{\text{öz sermaye}} = \beta_{\text{varlık}} + (B_{\text{varlık}} - B_{\text{öz sermaye}}) \frac{D}{E} \text{ olmaktadır.}$$

Firmanın sermaye yapısı tamamen öz sermayeden oluştuğunda yani borç kullanmadığında,  $\beta = 0$  olduğundan öz sermaye betası ile varlıkların betası eşit olacaktır.

### Şekil 10: Bileşik Kaldıraç



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005; 253)

Firmanın varlıklarının betası borç ve öz sermayenin betalarının ağırlıklarına göre hesaplanabilir. Borç yapısı arttığında firmanın öz sermayesinin betası artacaktır. Borcu bulunmayan firmanın öz sermaye betası varlıklarının betasına eşit olacaktır. Varlıkların betası firmanın faaliyet riskini ifade etmektedir. Firmanın öz sermayesinin betası ile varlıklarının betası arasındaki fark finansal riski ifade etmektedir.

## BÖLÜM 4: SERMAYE MALİYETİ

Sermaye maliyeti, firmaların sermaye bütçelemesi yaparken kullandıkları en temel veridir. Firmalar ihtiyaç duydukları fonları ya öz kaynaklarından sağlarlar ya da borçlanarak temin ederler. Eğer firma finansmanında sadece öz sermayesini kullanıyorsa firmanın ortalama sermaye maliyeti, yatırımcılar için ortalama getiriye eşittir. Borçlanma ile finansman sağlandığında ise faiz bir maliyet unsuru olarak devreye girecektir. Eğer hisse senedi ihraç edilerek finansman sağlandıysa, kar payı ödemeleri bir maliyet getirecektir. Bu tip finansmanların maliyetlerinin toplam kaynaklar içindeki ağırlıkları hesaplanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ulaşılır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken kısa vadeli yabancı kaynaklar hesaba katılmaz. Uzun vadeli yabancı kaynakların ve öz kaynakların maliyetinin bulunması için piyasa değerlerine ihtiyaç vardır.

$$AOSM = \frac{\text{Özsermaye Mal.} \times \text{Özsermaye Payı}}{100} + \frac{\text{Borçların Mal.} \times \text{Borçların Payı}}{100}$$

### 4.1. Borcun Maliyeti

Borcun maliyeti bilindiği üzere faizdir. Bu, firmaya borç veren kurum ya da kuruluşların bu borca karşılık bekledikleri getiri miktarıdır. Bu tutar piyasa şartlarında belirlenir. Aynı şekilde tahvil ihraç eden firmanın, bu tahvili satın alan yatırımcılar tarafından meydana gelen getiri oranı yine borcun maliyetini oluşturmaktadır. İşletmelerde borcun maliyeti vergi öncesi ve vergi sonrası olarak iki şekilde hesaplanmalıdır. Borcun faizini gider olarak yazılarak vergi avantajı sağlar. Bu nedenler vergi sonrası maliyetin hesaplanması firma için daha sağlıklı olacaktır.

$k_{vs}$  = Borçlanmanın vergi sonrası maliyeti

$k_b$  = Borçlanmanın vergi öncesi maliyeti

$V$  = Vergi oranı olduğunda;

$k_{vs} = k_b (1-V)$  olacaktır.

### 4.2. İmtiyazlı Hisse Senedi Maliyeti

İmtiyazlı hisse senediyle borçlanarak finansman sağlanması genellikle borçlanma ile finansman şeklinde değerlendirilmekte olup, hesaplanması şu şekilde olmaktadır.

$$k_{imt} = \frac{D}{P_0}$$

Örneğin piyasada 72 TL'den alınıp satılan bir imtiyazlı hisse senedi 20 TL sabit kar payı ödemesi yapıyorsa firma için maliyeti;

$$k_{imt} = \frac{20}{72}$$

$k_{imt} = 27,77$  olacaktır.

### 4.3. Öz sermaye Maliyeti

Sermaye bütçelemesi kalemlerinden bir diğeri de öz sermayenin maliyetidir. İşletmenin öz sermaye maliyeti kar payı ödemelerinden oluşmaktadır. Ancak sadece bununla kalmamakta, hissedarın elde ettiği getiri de firma için bir maliyet unsuru olmaktadır. Yani hisse senedi sahibinin kazancı sadece temettü (kar payı) ödemeleri değil, bunun yanında bir de sermaye kazancıdır.

$P_0$  = Hisse senedinin piyasa fiyatı

$P_1$  = Hisse senedinin 1 yıl sonraki beklenen fiyatı

$D_1$  = Hisse başına beklenen kar payı

$ke$  = Beklenen getiri oranı ise;

$$ke = \frac{D_1}{P_0} + \frac{(P_1 - P_0)}{P_0}$$

olacaktır.

Örnek: Bir hisse senedinin bugünkü değeri 20 TL; yatırımcıların gelecek yıl beklentisi 5 TL; gelecek yılın beklenen hisse senedi fiyatı da 25 TL olduğunda beklenen getiri ne kadar olacaktır?

$$ke = \frac{D_1}{P_0} + \frac{(P_1 - P_0)}{P_0}$$

$$ke = \frac{5}{20} + \frac{25 - 20}{20}$$

$ke = 0,25 + 0,25$

$k_e = 0,50$  olacaktır.

Yani böyle bir borçlanma ile firma bu tutar kadar borçlanırken, yatırımcı bu tutar kadar getiri elde edecektir.

Kar paylarının sonsuza kadar sabit olacağı varsayıldığında;

$$P_0 = \frac{D}{k_e}$$

ifadesinden;

$$k_e = \frac{D}{P_0}$$

olacaktır.

Eğer kar paylarında sürekli olarak büyüme söz konusuysa

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{k_e - g}$$

İfadesinden

$$k_e = \frac{D_0(1 + g)}{P_0} + g$$

ya da

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

olarak bulunmaktadır.

Örnek: Firmanın 5 yıl içinde ödemiş olduğu temettüler şu şekilde olsun;

<b>YIL</b>	<b>Ödenen Tem.</b>
<b>2008</b>	<b>7,60 tl</b>
<b>2007</b>	<b>7,20 tl</b>
<b>2006</b>	<b>6,85 tl</b>
<b>2005</b>	<b>6,55 tl</b>
<b>2004</b>	<b>6,25 tl</b>

Temettülerdeki büyüme oranları şu şekilde olmuştur;

YIL	Temettü Ödeme Oranı	Temettü Tutar Değişimi	Temettü % Değişim
2004	6,25	-	
2005	6,55	0,30	0,30 / 6,25 = % 4,80
2006	6,85	0,30	0,30 / 6,55 = % 4,58
2007	7,20	0,35	0,35 / 6,85 = % 5,11
2008	7,60	0,40	0,40 / 7,20 = % 5,55

Buradan ortalama büyüme oranı;

$$= \frac{\%4,80 + \%4,58 + \%5,11 + \%5,55}{4}$$

= % 5,01 olarak bulunacaktır.

Eğer bu firmanın hisse senetlerinin piyasadaki değeri 210 TL ise ortalama büyüme oranının sabit olduğunu varsayarsak öz sermaye maliyeti şu şekilde olacaktır.

$$ke = \frac{7,60 (1 + \%5,01)}{210} + \%5,01$$

ke = % 8,81 olacaktır.

Yani hissedarlar için % 8,81'lik bir getiri söz konusu olacaktır.

Öz sermaye maliyeti şu şekilde de hesaplanabilir.

$$\beta = \text{Beta katsayısı} = 0,7025$$

$$r_f = \text{Piyasadaki risksiz faiz oranı} = \% 6$$

$$r_m = \text{Pazarın getiri oranı} = \% 10 \text{ olduğunda öz sermaye maliyeti;}$$

$$ke = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

$$ke = \% 6 + 0,7025 (\% 10 - \% 6)$$

$$ke = \% 8,81 \text{ olacaktır}$$

#### 4.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullanmış olduğu finansal kaynakların (yabancı kaynak + öz sermaye) ortalama maliyetlerini elde edilmesini sağlar.

$$k_a = k_e W_e + k_d (1-T) W_d$$

Bu denklemde;

$$k_a = \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$$

$$k_d = \text{Borcun Maliyeti}$$

$$k_e = \text{Öz sermaye Maliyeti}$$

$$W_d = \text{Borcun Toplam İçerisindeki Oranı}$$

$$T = \text{Vergi Oranı}$$

$$W_e = \text{Öz sermayenin Toplam İçerisindeki Oranı}'nı ifade etmektedir.$$

$$W_d + W_e = 1 \text{ 'dir.}$$

Örnek: Bir firmanın vergi oranı % 25 ise ve 6745 tane hisse senedi bulunmakta ise, aşağıdaki bilgiler ışında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ne olacaktır?

$$P_0 = 242$$

$$k_e = \% 18$$

$$k_d = \% 16,7$$

$$\text{Borçların piyasa değeri} = 2.680.810 \text{ TL}$$

$$\text{Öz sermayenin piyasa değeri} = 242 \times 6745 = 1.632.290 \text{ TL olmaktadır.}$$

$$V = \text{Borç} + \text{Öz sermaye}$$

$$V = 2.680.810 + 1.632.290$$

$$V = 4.313.100 \text{ TL toplam borç ve öz sermaye tutarıdır.}$$

$$\text{Borçların toplam içindeki payı ;}$$

$$= 2.680.810 / 4.313.100$$

$$= \% 62 \text{ olmaktadır.}$$

Öz kaynakların toplam içindeki payı;

$$= 1.632.290 / 4.313.10$$

= % 38 olmaktadır.

$$k_a = (\% 18 \times \% 38) + \% 16,7 \times \% 62 (1-\%25)$$

$$k_a = 0,0684 + 0,0776 = \% 14,60 \text{ olarak bulunmaktadır.}$$

#### 4.4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ile AOSM Hesaplanması

Bu modelde;

$$k_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f) \text{ denklemi geçerlidir.}$$

Bu denklemde  $r_f$  risksiz faiz oranını;  $r_m$  ise riskli faiz oranını göstermektedir.

Firma değeri borç değeri ve öz sermaye değerinin toplamından oluşmakta ve varlıkların değerine eşit olmaktadır.

$$V = D + E$$

$$B_{\text{varlık}} = \beta_{\text{portföy}} = \beta_{\text{borç}} \frac{D}{D+E} + \beta_{\text{sermaye}} \frac{E}{D+E}$$

Örnek: Firmanın hisse senetlerinin betası 0,62 olduğu durumda firmanın piyasa değerinin % 35'i öz sermayeden oluşmaktadır. Kalan % 65'lik kısım ise imtiyazlı hisse senedi ve borçtan oluşmaktadır ve borçların betası 0'dır.

$$B_{\text{varlık}} = \beta_{\text{borç}} \frac{D}{D+E} + \beta_{\text{sermaye}} \frac{E}{D+E}$$

$$= 0(0,65) + 0,62 \frac{0,35}{0,65+0,35}$$

= % 21,7 olacaktır.

Risksiz sermaye oranının % 12, pazarın getirisinin % 23 olduğu durumda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_a = r_f + \beta_{\text{varlık}}(r_m - r_f)$$

$$k_a = \% 12 + \% 21,7 (\% 23 - \% 12)$$

$k_a = \% 14,38$  olmaktadır.

Eğer firmanın borçlarının betası % 11,75 olsaydı;

$$B_{\text{varlık}} = (\% 11,75)(\%65) + (\% 62)(\% 35)$$

$$B_{\text{varlık}} = \% 7,6 + \%21,7 = \% 29,3 \text{ olmaktadır.}$$

$$k_a = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

$$k_a = \% 12 + \% 29,3 (\%23 - \%12)$$

$$k_a = \% 15,2 \text{ olarak bulunmektedir.}$$

#### 4.4.2. AOSM ve Menkul Kıymet Pazarı

Yatırımlar değerlendirilmesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Burada firmanın riskliliği ile yatırımın riskliliğinin aynı olduğu varsayımı hakimdir. Bu varsayımın doğru olmadığı durumlarda yatırımların sadece ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ölçü alınarak hesaplanması yanlışlık yapılmasına sebep olabilir.

Yatırım	Getiri	Risk( $\beta$ )
A	15%	0,08
B	27%	1,75

Piyasadaki risksiz sermaye oranının % 12; pazarın getirisinin % 23 olduğu durumda çok yüksek getiriye sahip olan B projesinin kabul edilmesi gerektiği, piyasadaki risksiz sermaye oranından daha düşük getirisi olan A projesinin kesinlikle reddedilmesi gerektiği düşünülmektedir. Ancak risklilik oranına bakıldığında bu projenin riski çok daha fazladır.

B projesinin kabul edilebilmesi için gerekli olan getiri oranı;

$$k_B = \% 12 + 1,75 (\% 23 - \% 12)$$

$k_B = \% 31,25$ 'dir. Ancak B projesinin getiri oranı % 27 olup, bu oranın altında kalmaktadır..

A projesi 0,08 betaya sahip olduğundan, minimum iç getiri oranı;

$$k_A = \% 12 + 0,08 (\% 23 - \% 12)$$

$$k_A = \% 12,8$$

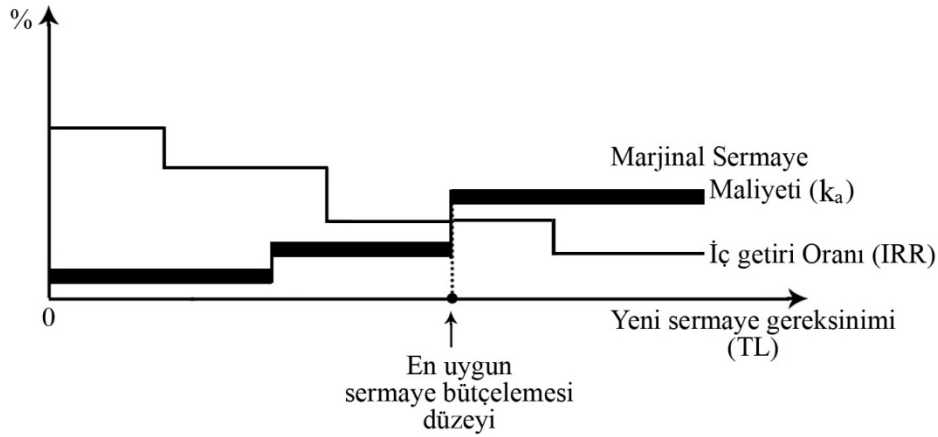
Bu risklilik oranında A projesinin getiri oranı % 15 olduğuna göre A projesi kabul edilebilir bir yatırımdır.

#### 4.5. En Uygun Sermaye Bütçeleme Düzeyinin Belirlenmesi

Sermaye bütçeleme kararları ile finanslama kararları çok iç içe geçmiş olmalarına rağmen farklı alanlara hitap etmektedirler. Tüm firmalar için bir yatırımın iç getiri oranı aynı olabilir ancak, yatırımın net bugünkü değeri firmaların sermaye yapılarının farklı olması nedeniyle her firmada aynı olmayacaktır.

Firmanın en uygun sermaye bütçeleme düzeyini bulmak için firmanın değerlendirebileceği yatırım fırsatlarından getirisi en büyük olandan başlanır. Firma, bu yatırım fırsatları için gerekli olan kaynakları sermaye yapısını bozmadan finansman sağlayarak marjinal sermaye maliyetini elde eder.

#### Şekil 11: En Uygun Sermaye Bütçeleme Düzeyinin Belirlenmesi



(Kaynak : ERCAN, BAN / 2005; 219)

Örnek: Bir firmanın uzun vadeli yabancı kaynakları 2.400.000 TL, öz sermayesi ise 3.600.000 TL olduğu durumda, yönetimin beklediği net karın 320.000 TL olduğu ve % 40'ının kar payı olarak dağıtıldığı varsayalım. Diğer taraftan firma 200.000 TL'ye kadar % 10 faiz oranıyla borçlanabilmekte, bu tutarı aştığında maliyeti tümü için % 12 olmaktadır. Firma % 25 vergiye tabidir. Firmanın son kar payı ödemesi hisse başına 3 TL olarak gerçekleşmiş ve hisse senetlerinin pazar payı % 54 olmuştur. Firmanın kar

paylarında beklenen büyüme oranı % 8 ve yeni hisse senedi ihracı ile temin maliyetinin % 24 olduğu varsayalım.

Firmanın optimal sermaye bütçelemesini bulmak için;

Dağıtılmamış Karlar = Net Kar x (1-Kar Payı Dağıtım Oranı)

Dağıtılmamış Karlar = 320.000 x (1-0,40)

Dağıtılmamış Karlar = 192.000 TL olmaktadır.

Bu tutar firmanın öz sermayesine ilave edilecektir.

Firmanın varlıklarında öz sermaye oranı % 60 olduğuna göre; 192.000 TL'si öz sermaye ile karşılanan sermaye bütçelemesi düzeyi;

$$\frac{192.000}{0,60} = 320.000 \text{ TL'lik bir yatırıma karşılık gelmektedir.}$$

0-320.000 TL'lik yatırım düzeyi için sermaye maliyeti;

$$k_a = k_e W_e + k_d (1-T) W_d$$

$$W_d = \% 60$$

$$W_e = \% 40$$

$$k_d = \% 10$$

T = % 25 olduğundan buradaki  $k_e$  Myron Gordon sabit büyüme modeliyle bulunabilir.

$$k_e = \frac{D_0 \times (1 + g)}{P_0} + g$$

$$k_e = \frac{3 \times (1 + 0,08)}{54} + 0,08$$

$k_e = \% 14$  bulunmaktadır.

Buradan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_a = (0,14 \times 0,60) + (0,10 \times (1-0,25) \times 0,40)$$

$$k_a = 0,084 + 0,03$$

$k_a = \% 11,4$  olmaktadır.

Bu oran 320.000 TL'lik yatırıma kadarki marjinal sermaye maliyetidir. Bu tutar aşıldığında öz sermaye ile karşılanan % 60'lık kısmı yani 192.000 TL'lik kısmı aşacağından firma yeni hisse senedi ihraç etmek zorunda kalacaktır. Bu durumda öz sermaye maliyeti ve marjinal sermaye maliyeti artacaktır.

Borç tarafından bakarsak,

Firmanın 200.000 TL'ye kadarki faiz oranı % 10'dur. Borç kısmı 200.000 TL'ye eşit olan sermaye bütçelemesi düzeyi;

$$\frac{200.000}{0,40} = 500.000'lik \text{ yatırıma karşı gelmektedir.}$$

Firmanın 500.000'lik yatırım düzeyine kadar borcun maliyeti değişmemekte, 500.000 TL'nin üzerine çıktığında borcun maliyeti artmakta, dolayısıyla marjinal sermaye maliyeti de artmaktadır.

Firmanın 0-320.000 TL arası  $k_a = 11,4$ 'dür.

Firmanın 320.000 – 500.000 TL arası ağırlıklı ortalama maliyeti şu şekilde hesaplanacaktır;

$$k_e = \frac{D_0 \times (1+g)}{P_0 \times (1-f)} + g$$
$$k_e = \frac{3 \times (1 + 0,08)}{54 \times (1 - 0,24)} + 0,08$$

$k_e = \% 15,89$  olacaktır.

$$k_a = (0,1589 \times 0,60) + (0,10 \times (1-0,25) \times 0,40)$$

$$k_a = 0,095 + 0,03 = \% 12,5$$
 olacaktır.

Yatırımın 500.000 TL'yi aştığı duruma bakarsak bu durumda borcun maliyeti % 10 yerine % 12 olacaktır. Böylece ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_a = (0,1589 \times 0,60) + (0,12 \times (1-0,25) \times 0,40)$$

$$k_a = 0,09534 + 0,036 = \% 13,13$$
 olacaktır.

Yatırım tutarı 0–320.000 TL olduğunda

$ka = 11,40$

Yatırım tutarı 320.000–500.000 TL olduğunda

$ka = 12,50$

Yatırım tutarı 500.000 TL'yi aştığında

$ka=13,13$  olmaktadır.

## **BÖLÜM 5: LİTERATÜR TARAMASI**

Chambers (1999), risk sermayesi ve işleyişi üzerine yaptığı çalışmada risk sermayesinin bireysel girişimciler, küçük ve büyük işletmeler için yeni bir finansman kaynağı olduğunu ancak ülkemizde henüz yeterli derecede yaygınlaşmadığını belirtmektedir. Bunun için yapılması gerekenleri şöyle sıralamıştır; uzun vadeli yatırımlar için enflasyonist ortamlar uygun değildir, bu yüzden devletin enflasyon düşürücü tedbirler alması gerekmektedir. Risk sermayesini yaymak amacıyla ilgili kişiler, kurum ve kuruluşlar bilgilendirilmelidir. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı'na işlerlik kazandırılmalıdır. KOSGEB ve ilgili birimlerin bu konuda yapılacak çalışmalara alt yapı oluşturmaları sağlanmalıdır. Risk sermayesi şirketlerine ilk kurulduğu yıllarda kurumlar vergisi muafiyeti gibi teşvikler sağlanmalıdır. Risk sermayesini finansman aracı olarak kullanılması için yeni teknolojik gelişmelere ve düşüncelere ihtiyaç vardır. Bunun için Chambers ülke genelinde AR-GE çalışmalarına ağırlık verilmesi gerektiğini ifade etmiştir.

Activeline Dergisi (2000) yayınladığı makalede Türkiye'nin önde gelen bir faktöring firmasının genel müdüründen bilgi almıştır. Kredilendirme ve finansman sürecinin banka kredisinden daha kolay işlediğini; faktöring piyasasının sadece alacakla ilgilendiğini, bu yüzden piyasa, borçlular ve tahsilat konusunda uzmanlaştıklarını; küçük işletmelerin kredi alırken zorlanmasına rağmen kaliteli alacağa sahip küçük işletmelerin faktöring piyasasından kolayca yararlandıklarını; çalıştırdıkları eleman ve teknolojik maliyet gibi unsurlarda diğer sektörlerle göre avantajlı olduklarını belirtmiştir. Ayrıca asıl görevi sanayi ve ticaret ortamına fon aktarmak olan bankacılıkla rekabet eden faktöring şirketlerinin bankaların fon aktarımını daralttığı zamanlarda bu boşluğu doldurarak; piyasaya derinlik ve çeşitlik sağladığını ifade etmiştir.

Kula (2001), işletmelerin sermaye yapısı kararlarını finansal hiyerarşi teorisini baz alarak incelediği çalışmada, Türkiye'deki firmaların % 98'inin KOBİ'lerden oluştuğunu, bu işletmelerin çoğunun aile şirketi olması nedeniyle sermaye piyasaları ile iletişimlerinin düşük olduğunu, firma ile ilgili mali verileri ve gelecekle ilgili planları saklama eğiliminde oldukları için yatırımcı kimse ya da kuruluşların firmaların mali yapısı ve işletme riskliliği hakkında yeterince bilgi sahibi olamadıklarını belirtmiştir. Bilgi sağlamadaki bu eksiklik işletmelerin borçlanmalarını ya da yeni ortak

edinmelerini güçleştirmektedir. Dolayısıyla iç fon yeterliliği firmalar için kaçınılmaz bir zorunluluk haline gelmektedir. Ayrıca Kula çalışmasında, firmaların borçlanma yoluna gitmeyi tercih etmeleri halinde seçeneklerinin genelde bankalar olduğunu; tahvil ve bono piyasasının ülkemizde genel olarak devlet ağırlıklı çalıştığını belirtmiştir.

Yener (2002), hisseleri İMKB’de işlem gören Türk firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri araştırdığı çalışmasının sonucunda; enflasyonun ve borç dışı vergi kalkanı olarak bilinen vergisel teşviklerin (yeniden değerlendirme ve hızlandırılmış amortisman) belirleyici faktörler olduğunu saptamıştır. Yener, çalışmasında Türk firmalarının banka haricinde borç sağlama olanaklarının olmadığı; devletin finans piyasasındaki fonlara belirgin talebi nedeniyle firmaların sermaye piyasasından yeterince yararlanamadıkları; öz sermayenin baskın olmasına rağmen halka açılma oranının düşük olduğu; şirketlerin genelde aile yapısını sürdüren kurumsallaşmamış yapıda olduğu; piyasada eksik rekabetçi bir yapı olduğu buna rağmen firmaların uzun dönemde karlılıklarını arttırabildikleri; vergi ve teşvik sistemlerinin sürekli olarak değişmesi nedeniyle firmaların uzun vadeli yatırım yapmaları halinde belirsizliklerle karşılaştıkları sonuçlarına varmıştır. Ayrıca sermaye piyasalarının gelişmesi amacıyla işletmeler kesimi için alternatif bir finansman mekanizması oluşturulmasını ve iktisadi kararlara yardımcı olacak kolektif bir piyasanın gerekliliğini vurgulamıştır.

Active Academy Ar-Me (2003), Modigliani Miller’ın 1985 yılında Nobel Ekonomi Ödülü’nü aldığı “Şirketlerin piyasa değerleri, tamamen borçla veya öz sermaye ile finanse edilseler de aynıdır” savını ele almaktadır. Bir şirketin değerinin aktiflerinin gelir getirmesiyle ilgili olduğunu, pasif dağılımının bu noktada etken olmadığını; karın kullanım biçiminin işletmenin değeri açısından önemli olmadığını; işletmenin kazanma gücünün ve yatırım kararlarının firma açısından önemli olduğunu söylemektedir. Tüm bunların piyasalarda tam rekabetin geçerli olduğunun; gelir üzerinden verginin ödenmediğinin; her risk kategorisinde iş riskinin aynı olduğu varsayımlarının altında geçerli olduğunun altını çizmektedir.

Altay ve Gacener (2003), küçük ve orta boy işletmelerin finansman sorunlarını ve banka dışı finansal kurumlarla çözümünü araştırdıkları çalışmada, Türk Finans sektörünün

KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarını belli bir ölçüye kadar giderdiklerini ve Türkiye'deki bankaların sunduğu krediler toplamının sadece % 3'ünün KOBİ'ler tarafından kullanıldığını belirtmişlerdir. Devlet ve özel bankalardan KOBİ Bankacılığı konusunda uzmanlaşan az sayıda banka olduğuna, KOBİ'lerin banka harici alternatif finansman kaynaklarını bulmak durumunda olduklarına dikkat çekmiştir.

Arslan (2003), küçük ve orta ölçekli işletmelerin çalışma sermayesi ve finansal yönetim uygulamalarını incelediği çalışmasında KOBİ'lerin finansal kararları ve uygulamaları konusunda bilgi edinmek amacıyla 111 KOBİ ile iletişime geçmiştir. Çalışma sonucunda çıkardığı sonuçlar şöyledir: Firmaların ilk amacı satışları arttırmaktır. Bunu karlılığı arttırmak izlemektedir. KOBİ'lerin çoğunluğu öz sermaye ile kurulmuştur, ortak alınarak sermaye sağlama koşuluyla kurulan işletmeler ikinci sırada yer almaktadır. Firmalar yatırımlarını finanse etmek için öncelikli olarak banka kredisi kullanmaktadır, leasing ve faktöring gibi işlemlerin kullanım oranları oldukça düşüktür. Arslan, çalışma sermayesi açısından firmaların nakit bütçesine ve ödenmeyen borçların izlenmesine önem verdiklerini görmüştür. Ayrıca KOBİ'lerin çalışma sermayesi ve finansal yönetim konusunda yeterli bilgi düzeyine sahip olmalarını; teşvik ve kredi imkanlarına kolayca erişebilmelerini, faktöring, leasing gibi enstrümanların kullanımının yaygınlaştırılması gerektiğini belirtmiştir.

Acaravcı (2004), gelişmekte olan ülkelerde sermaye yapısını etkileyen faktörleri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için panel veri analizi kullanarak değerlendirmiştir. Çalışma sonucunda sermaye yapısı ile enflasyon, firmaların karlılığı, bankacılık sektörünün gelişmişliği, kurumlar vergisi oranı gibi değişkenler arasındaki ilişkinin literatürde yapılmış çalışmalarla uygun olduğunu gözlemlerken, hisse senedi piyasasının gelişmişliği, kamu iç borç stoku, reel GSYİH büyüme oranı, sabit varlıklar gibi değişkenler ve sermaye yapısı arasında bulunan ilişkilerin yapılmış çalışmalarla uyumsuz olduğunu gözlemiştir. Acaravcı, yaptığı çalışmanın sonucunda literatür olarak finansal hiyerarşi teorisini desteklemiştir. Firma politikası olarak belirlediği değişkenlerin, finansal piyasa değişkenlerine kıyasla daha etkin olduğu ortaya çıkmıştır.

Acaravcı ve Doğukanlı (2004), sermaye yapısını etkileyen faktörlerin sınanması amacıyla yaptıkları çalışmada İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda işlem gören imalat sanayindeki 66 firmanın sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri araştırmış, çeşitli

değişkenler kullanılarak panel veri analizi yapmıştır. Çalışmanın sonucunda; bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı, firmaların toplam varlıklarının büyüme oranı sermaye yapısını pozitif etkilemekte; karlılık değişkeni negatif etkilemektedir. Bu bulgular teori ile örtüşmektedir. Ancak Acaravcı ve Doğukanlı çalışmalarında ampirik bilgilerle bağdaşmayan bulgular da bulmuştur. Çalışmanın en önemli sonucu ise firmaların sermaye yapısı kararlarında Finansal Hiyerarşi Teorisi'nin desteklemesidir.

Aras (2004), sermaye piyasalarında asimetric bilgi ve piyasaların işleyişi konusunda yaptığı çalışmada sermaye piyasalarındaki bilginin tüm alıcılar ve satıcılar arasında eşit dağılmadığını, bir tarafın diğerinden daha çok bilgisi olması nedeniyle asimetric bilgi dağılımının olduğunu söylemiştir. Bu asimetric dağılım, yatırımcıların kazançlarını etkilemekte ve bazı durumlarda tasarrufların yatırıma dönüşmesine engel olmaktadır.

Fıratoglu (2005) şirketlerin sermaye yapısını etkileyen faktörleri araştırdığı çalışmasında Türk şirketleri için sermaye yapısı modeli açısından finansman kararlarını irdelemiş ve kriz dönemlerinde firmaların finansman tercihlerinde ne gibi değişiklikler olduğunu açıklamaya çalışmıştır. Çalışma sonucunda karlılıkla borçlanma oranı arasında negatif ilişki olduğunu; şirketlerin iç finansman kaynaklarını kullandıklarında karlılıklarının arttığını belirtmiştir. İşletmelerin büyüme potansiyelleri arttığında borçlanma oranlarının da arttığı çalışmanın bir diğer sonucudur. Bu durum kriz dönemlerinde değişiklik göstermemektedir. Çalışmada Fıratoglu, teorik olarak desteklenmeyen sonuçlar da elde etmiştir. Firmaların riskliliği arttığında borçlanmaları da artmaktadır. Kriz dönemlerinde bu pozitif durum daha da artmaktadır. Vergi faktörünün borçlanmayı arttırıcı etkiye sahip olduğunu, bu durumun kriz dönemlerinde de devam ettiğini ve şirket büyüklüğünün borçlanma üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını görmüştür.

Erkan ve Aydemir (2006), işletmelerin finansman kararlarını ve yabancı kaynak kullanımını analiz ettiği çalışmada işletmelerin finansman kararlarıyla ilgili bilgi sahibi olabilmek adına 38 ilde anket çalışması yapmışlardır. Analiz sonuçlarına göre işletmelerin finansman sağlamada ilk tercihi işletme kaynakları, ikinci tercihi yabancı kaynaklar, üçüncü tercihi ise hisse senedi ihracıdır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini

desteklemektedir. İşletmeleri yabancı kaynak kullanımına iten en önemli neden nakit akışlarının düzensizliğidir. Diğer nedenler ise finansal esneklik, müşterilerin/tedarikçilerin işletmenin genel finansal durumu ile ilgili endişelerini önlemek, faiz giderleri nedeniyle vergi avantajı, düşük faiz gibi sebeplerdir. Bunlar da işletmelerin denge teorisine göre karar verdiklerini ortaya koymaktadır. Erkan ve Aydemir anket sorularına verilen cevaplarda KOBİ'ler ile büyük işletmeler arasında farklılıklar gözlemlenmiştir. Örneğin KOBİ'lerde iflas riski çok önemli bir olguyken büyük işletmelerin genel olarak böyle bir kaygı içinde olmadıklarını fark etmişlerdir. İşletmelerin finansman kararlarında hissedarların önemli bir paya sahip oldukları da çalışmanın sonuçlarından biridir.

Özaltın (2006), sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmek için 2000-2003 yılları arasında İMKB-100 endeksine sahip olan firmaların sermaye yapısı kararları ile firma değerleri arasında ilişki olup olmadığını korelasyon analizi yöntemine göre incelemiştir. Korelasyon analizi sonucunda firmaların sermaye yapıları ile firma değerleri arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Bu görüş sermaye yapısı kararları ile firma değeri arasında bir ilişki olmadığını savunan Modigliani Miller yaklaşımını desteklemektedir.

Topal (2006), İMKB'ye kayıtlı işletmelerin sermaye yapılarını ve finansal kaldıraç oranlarının karlılıklarına etkisini analiz ettiği çalışmada elde edilen sonuçlara göre, işletmelerin sermaye yapılarını oluşturmada öz kaynakların payı en yüksek düzeydedir. İşletmelerin sermaye maliyeti 1999-2001 yılları arasında yüksek çıkarken, 2001 yılından sonra düştüğünü görmüştür. Elde edilen bir diğer sonuç da KOBİ'lerin de büyük işletmeler kadar kısa vadeli banka kredisi kullandığı yönündedir. Ayrıca işletme ölçeği açısından işletmelerin karlılık performansları bakımından da bir farklılık olmadığını gözlemlenmiştir. Çalışmada firmaların %25-%75 oranlarında yabancı kaynak kullandıklarını görmüştür. Varlıklarının % 75'den fazlasını yabancı kaynak ile sağlayan işletmelerin kaynak karlılığı açısından yetersiz düzeyde olduklarını belirtmiştir. Çalışmanın en şaşırtıcı bulgusu ise işletmelerin aktif karlılık oranının, ortalama finansman maliyetinin, kaldıraç oranının fonksiyonu olarak bilinen karlılık oranlarının negatife düştüğüdür. Yani firmalar finansal kaldıraç oranlarından yararlanmamaktadırlar.

Tözüm (2006), Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin işlevselliğini araştırdığı çalışmada, reel ve finans piyasalarındaki gelişmeler neticesinde şirket değerlendirme ve derecelendirmelerin önem kazandığını vurgulamaktadır. Çalışmada ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin gelişmiş, halka arzın yüksek düzeyde olduğu, gerçeğe yakın mali analizlerin bulunduğu piyasalarda kullanılan bir kavram olduğunu belirtmiştir. Çalışmaya göre, gelişen piyasalarda bu unsurların yetersizliği uygulamayı zorlaştırmaktadır. Tözüm, son yıllarda volatilité riski, ülke riski, enflasyon gibi faktörlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile uyumlaştırma çalışmalarının hız kazandığına dikkat çekmiştir.

Tutan (2006), Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler üzerine yaptığı çalışmada firmaların sermaye yapısı kararlarını alırken literatürde tartışılan konulardan ziyade, piyasaların ve sektörlerin kendi içinde buldukları ortamdan etkilendiklerini belirtmiştir. Firmalar sermaye yapılarını belirlerken şirkete özgü kararlardan çok, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik konjonktür önem kazanmaktadır. Literatürde geçen bazı konular ekonomileri gelişmiş ülkeler için geçerli olmaktadır. Örneğin Türk firmaları sermaye piyasalarının yeterince etkin olmamasından dolayı banka haricinde yabancı kaynak sağlamak yaygın bir işlem değildir. İşletmeler genel olarak kurumsallaşmamış aile şirketi konumunda olduklarından profesyonel finansal yönetim mümkün olamamaktadır. Teşvik yasaları ve vergi kanunları ülkemizde çok sık değişkenlik göstermektedir. Kamu kesiminin sürekli olarak kaynak talebi içinde olması firmaların uygun kaynak kullanımına engel olmaktadır. Firmaların halka açıklık oranı çok düşük olduğundan dolayı literatürde önemli yere sahip olan temsil maliyeti gibi konular işlevlik kazanmamaktadır. Ülkenin içinde bulunduğu sürekli belirsizlik ortamından dolayı yatırımlarda sağlıklı kararlar verilememektedir. Türkiye’nin koşullarına sahip ya da benzer ülkelerde bu tarz çalışmalar yapıldığı takdirde ülkemiz için kıyaslanabilir nitelik kazanmış olacaktır.

Yücel (2006), Firmaların sermaye yapısı kararlarını incelediği çalışmada firma yöneticilerinin sermaye maliyetinin en düşük, firmanın piyasa değerinin en yüksek olduğu optimum sermaye yapısını hedeflediklerini belirtmiştir. Bunu gerçekleştirmeye çalışırken firmaların hangi faktörleri önemsediklerini bulmak amacıyla firmalar

üzerinde çalışma yapmıştır. Çalışmanın sonucunda firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmadıklarını, fon kaynağı olarak çoğunlukla iç kaynakları tercih ettiklerini gözlemlemiştir. Borçlanmada, iç kaynakların yetersiz olması, firmanın itibarının korunması, piyasa faiz oranlarının düşük olması, finansal esnekliğin sağlanması, borç kullanımının vergi avantajı, borçlanmanın işlem maliyeti, satışların ve nakit akımlarının düzenliliği gibi faktörleri önemsediklerini söylemiştir. Yücel, elde ettiği bulguları değerlendirdiğinde Mersin-Adana şehirlerindeki firmaların finansal hiyerarşi teorisine yakın olduklarını görmüştür.

Korkmaz, Albayrak ve Karataş (2007), Hisse senetleri İMKB’de işlem gören KOBİ’lerin sermaye yapılarını incelediği çalışmasında KOBİ’lerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen en önemli faktörlerin ne olduğunu adimsal regresyon yöntemiyle araştırmıştır. Hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören KOBİ’lerin sermaye yapısı politikalarını etkileyen en önemli faktörlerin karlılık, işletme riski ve borç dışı vergi kalkanı olduğunu gözlemlemiştir.

Guriş ve Kıran (2007), Reel faiz oranı ve reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketlerine etkilerini sınır testi yaklaşımı ile analiz ettikleri çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel faiz oranı ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi sınamıştır. Çalışma sonucunda reel döviz kurunun sermaye hareketleri üzerinde hem kısa hem de uzun vadede etkili olduğunu; ancak reel faiz oranının sermaye hareketlerinde her iki dönemde de etkili olmadığını görmüştür.

Kabakçı (2007), Sermaye yapısının firmaların finansal performansı üzerine etkisini yani sermaye yapısı kararlarının firmaların karlılığı üzerinde etkilerini araştırmıştır. Firmaların genel olarak finansal hiyerarşi teorisine yatkın olduklarını gözlemlemiştir. Finansman kaynağı olarak önce içsel kaynakları tercih ettiklerini, iç kaynakları yetersiz olduğunda sırasıyla tahvil ve hisse senedi ihracına yöneldiklerini belirtmiştir.

Akkaya (2008), Sermaye yapısını, varlık verimliliğini ve karlılığı analiz ettiği çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda 1997-2006 yılları arasında işlem gören deri-tekstil sektöründeki firmaların sermaye yapıları, varlık ve karlılık değişkenleri arasındaki neden sonuç ilişkilerini açıklanmaya çalışmıştır. Bu sektördeki firmaların

büyüme hızlarının 2001 krizi öncesine ulaşmadığını, firmaların sistematik risk düzeylerinin piyasa düzeyinin altında olduğunu, aktif karlılığının çok düşük olduğunu, işletmelerin duran varlık yatırımına gittiklerini, 2006 yılına kadar dengeli öz kaynak – yabancı kaynak kullanımını olduğunu ancak 2006 yılında bu dengenin bozulduğunu ve yabancı kaynak kullanımının arttığını gözlemlemiştir. Deri sektöründeki firmaların uluslar arası düzeyde rekabet edebilmeleri için teknoloji üretmeleri gerekmektedir. Bu sektördeki işletmelerin Çin sektörüne göre maliyetleri oldukça yüksek kalmaktadır. Bu işletmelerde marka zihniyetinin oluşması da beklenen bir gelişmedir.

Başaran (2008), İMKB’de işlem gören otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri analiz ettiği çalışmada, otomotiv ve otomotiv yan sanayinde öz sermaye karlılığının ve borç dışı vergi kalkanının optimum sermaye yapısını belirlemede önemli iki faktör olduğunu söylemiştir. Öz sermaye karlılığında ve borç dışı vergi kalkanında yaşanan artışların borçlanma düzeyini azalttığını yani aralarında negatif ilişki olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla işletmelerin karlılığı ile sermaye yapısı arasında ters ilişki olduğunu; daha açıkça işletmelerin iç finansman kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda dış finansman kaynaklarına yöneldiğini savunan finansal hiyerarşi teorisi desteklemektedir. Borçlanmanın vergi avantajının firmaları borçlanmaya iten bir olgu olmadığı da çalışmanın sonuçlarından biridir. Bu durumda Denge Teorisi’ndeki bu yaklaşım kabul görmemektedir. Çalışmada Başaran, işletme riskini, faaliyet riski ve finansal risk olarak ikiye ayırmıştır. Faaliyet riski yüksek olan işletmelerin bu riski daha da arttırmamak adına borçlanma yoluna gitmediklerini gözlemlemiştir. Dolayısıyla faaliyet riski ile borçlanma arasında ters bir ilişki olduğunu söylemiştir. Bunun yanında çalışmada otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının asit test oranı, nakit akışı, faaliyet riski ve varlık yapısı ile doğru; öz sermaye karlılığı, aktif karlılığı, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı ile ters ilişki halinde olduğunu belirtmiştir.

Bayrakdaroğlu ve Ege (2008), Sermaye yapısının firmaların cari değeri ve verimlilikleri üzerine etkilerini araştırdıkları çalışmada 2000-2004 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 6 sigorta firmasının mali verilerini sermaye yapıları açısından incelemiştir. Araştırmanın sonunda firmanın sermaye yapısı ile cari değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığını gözlemlemiştir. Ayrıca

sermaye yapısı ile firma verimliliği arasında ters ilişki olduğunu saptamışlardır. Yani sigorta şirketlerinin borç kullanımları arttığında verimlilikleri azalmakta, borç kullanımları azaldığında ise verimlilikleri artmaktadır. Bayrakdaroğlu ve Ege, firmaların cari değerlerini etkileyen diğer etkenler bertaraf edilemediği için sermaye yapısı ve cari değer arasında anlamlı bir ilişki bulunmamasının doğal olduğunu belirtmektedir. Çalışmanın sonuçları literatürü desteklemektedir.

Burca (2008), Sermaye yapısı kararlarını ve hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi değişik borsalarda mukayeseli olarak incelemiştir. Hisse getirileri ile sermaye yapısı oranlarının genel olarak pozitif ilişki içinde olmaları; yani firmanın borçlanma oranı arttığında hisse senedi getirisinin de artmasının beklendiğini söylemiştir. Çalışmanın uygulama kısmında Burca, İstanbul, Brezilya, New York ve Londra Borsaları'nın 10 yıllık verilerini kullanmıştır. Aylık hisse senedi getirileri ile borç oranları arasında tüm borsalarda pozitif, hisse getirileri ve firma büyüklüğü arasında da negatif bir ilişki olduğunu gözlemlemiştir. Bu sonuç sermaye yatırımcıları açısından borçlanmanın önemli olduğunu gösterir. Sermaye yapısında borç oranı arttıkça, hisse senedi getirileri de artmaktadır. Çalışmaya göre sermaye yapısındaki borç oranının artması ile yatırımcılar, firmaların borç ödeyebilme kapasitelerinin arttığını düşünerek daha yüksek getiri sağlamak için borç oranı yüksek firmaları tercih etmektedirler. Ayrıca bu ilişkinin New York ve Londra Borsalarında daha kuvvetli, İstanbul ve Brezilya Borsalarında ise daha zayıf olduğunu gözlemlemiştir. Bu durum, gelişmiş sermaye piyasalarında sermaye yapılarının iyi analiz edilerek yatırım yapılması halinde yatırımcıların getirilerinin yüksek olacağını göstermektedir.

Fıratoğlu (2008), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda hisseleri işlem gören mali şirketlerin finansal yapılarına ilişkin değerlendirmeler yaptığı çalışmada bu firmaların kendi sektörleri içindeki yerleri ve finansman kararları ile ilgili bilgiler sunmaktadır. Bankacılık sektöründe; piyasadaki toplam kredilerin % 80'ninden fazlasının İMKB'de işlem gören bankalara ait olduğunu söylemektedir. Sigorta sektöründe ise İMKB'de işlem gören sigorta şirketlerinin aktif büyüklüğü sektörün aktif büyüklüğünün % 40'ı kadardır. İMKB'de işlem gören finansal kiralama şirketlerinin aktif büyüklüğü ise toplam sektörün % 37'sine eşittir. Faktöring şirketleri açısından bakılacak olursa İMKB'de işlem gören şirketlerin aktif büyüklüğü sektörün % 13'ü kadardır. Fıratoğlu,

işletmelerin finansman kaynağı olarak kullandıkları enstrümanların kendi içlerindeki finansman yapıları ve tercihleri bu şekilde olduğunu belirtmiştir.

Karadeniz (2008), Türk konaklama işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen faktörleri analiz ettiği çalışmada turizm sektöründe yer alan ve finansal yapıyı en iyi şekilde açıklayacağını düşündüğü firmaların verilerini incelemiş ve yabancı kaynak – öz kaynak kullanımının eşit ve dengeli olduğunu görmüştür. Vade açısından bakıldığında ise duran varlıkları fazla olan turizm sektöründe ağırlıklı olarak devamlı sermayenin (öz kaynak + uzun vadeli yabancı kaynak) kullanıldığını belirtmiştir. İMKB’de işlem gören konaklama işletmelerinde sermaye yapısı kararlarını açıklamaya çalışan Denge ve Finansal Hiyerarşı Teorileri’nin uygulama alanlarını araştırmıştır. Bu işletmelerde daha çok Finansal Hiyerarşı Teorisi’ni destekleyen bulgulara ulaşılsa da işletmelerin genel sermaye yapılarını her iki teorinin de tam olarak açıklayamadığını, ancak değişken bazda açıklayabildiğini görmüştür. Borsada hisseleri işlem görmeyen konaklama işletmelerinde ise büyük ölçüde finansal hiyerarşı teorisinin desteklendiğini gözlemlemiştir. Öncelikli olarak iç kaynakları tercih etmeleri, borçlanmada iç kaynak seviyelerinin önemli etken olması, hedef borçlanma oranlarının olmaması finansal hiyerarşı teorisini destekleyen bulgulardır.

Yükeri (2009), İmalat sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi’ndeki firmalar aracılığıyla incelemiş, işletmelerin sermaye yapısı ile ilgili kararlarında Denge ve Finansal Hiyerarşı Teorilerinden ne ölçüde etkilendiklerini araştırmıştır. Adana’da yapılan çalışma sonucunda elde edilen bilgilere göre, firmalar genellikle Finansal Hiyerarşı Teorisi’nden etkilenebilmektedir. Firmaların hedef borçlanma oranlarının olmaması, öncelikli olarak iç fon kaynaklarını tercih etmeleri, küçük ölçekli firmaların büyük ölçekli firmalara göre borçlanmaları, boş borç kapasitesi bulundurmaları, piyasa faiz oranlarının düşük olmasının borçlanma üzerindeki etkisinin büyüklüğü Finansal Hiyerarşı Teorisi’ne yatkınlığı gösteren etkenlerdir. Denge Teorisi’ndeki yaklaşımlardan sadece piyasa faiz oranlarının düşük olmasının firmaların borçlanmalarında önemli olduğunu yaklaşımını görmüştür. Bunun dışında hedef borçlanma oranlarının olmaması ve borçlanmadaki vergi avantajının firmalar açısından öneminin olmaması firmaları Denge Teorisi’nden uzaklaştıran bilgiler olarak ortaya çıkmıştır. Yükeri çalışmasında KOBİ’lerin sermaye

piyasalarından daha etkin yararlanabilmeleri için sadece KOBİ'lere özel yerel ya da bölgesel borsaların kurulabileceği fikrini ileri sürmüştür. Küçük işletmelerin kredi kullanımında karşılaştıkları sorun olan teminat yetersizliği konusunda Kredi Garanti Fonu tarzındaki uygulamaların yaygınlaştırılması gerektiği konusunu gündeme getirmiştir.

## BÖLÜM 6: UYGULAMA

### 6.1. Anket Kapsamı ve Yöntemi

Anket uygulamasındaki örnek kütleyi oluşturan firmalar, Sakarya’da faaliyet gösteren ve Sakarya Ticaret ve Sanayi Odası’na bağlı firmalardır. Anket çalışmasına katkıda bulunması için 50’den fazla firma ile irtibat kurulmuş ancak 35 firmadan geri dönüş alınabilmiştir. Anket kapsamında firma yetkilileri ve/veya çalışanları ile bire bir görüşülerek bilgi sağlanmaya çalışılmıştır.

Bu çalışma; hedef kitlemiz içindeki firmaların sermaye yapılarını öğrenmek ve finansal kararlarında ne tür etkileri göz önünde bulundurdıklarını analiz etmek adına yapılmıştır.

Çalışmaya başlarken geçerliliğini araştırdığımız hipotezler şunlardır;

**H<sub>1</sub>** : Firmalar iç kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda borçlanmaya yönelirler.

**H<sub>2</sub>** :Borçlanmanın faiz dolayısıyla vergi avantajı sağlaması, borçlanarak kaynak sağlamak için geçerli bir nedendir.

**H<sub>3</sub>**: Firmaların sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranı vardır.

**H<sub>4</sub>**: Firmalar finansal esneklik sağlama amacıyla boş borç kapasitesi bulundurlar.

**H<sub>5</sub>**: Firmalar aynı maliyetle daha fazla borçlanmayı tercih etmezler.

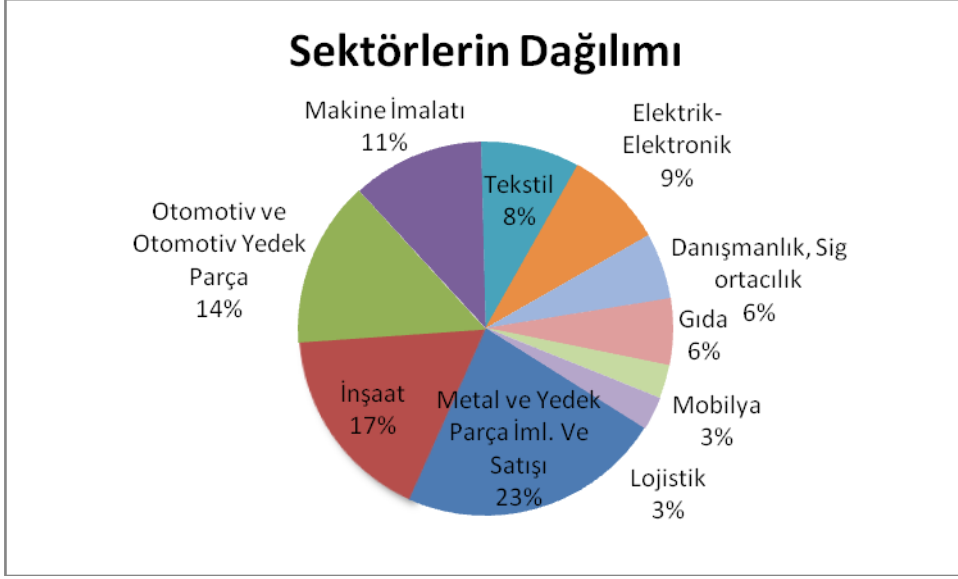
Ankete katılan firmaların sektörel dağılımları şöyledir;

**Tablo 5 : Ankete Katılan Firmaların Sektörel Dağılımı**

Sektör	Sayı
Metal ve Yedek Parça İml. Ve Satışı	8
İnşaat	6
Otomotiv ve Otomotiv Yedek Parça	5
Makine İmalatı	4
Tekstil	3
Elektrik-Elektronik	3
Danışmanlık, Sigortacılık	2

Gıda	2
Mobilya	1
Lojistik	1

**Şekil 12: Ankete Katılan Firmaların Sektörel Dağılımı**



Ankete katılan firmaların hukuki yapılarına bakılırsa, tabloda görüldüğü üzere anket katılımcıları sadece anonim ve limited şirketlerden oluşmaktadır ve büyük çoğunluğu limited şirket olarak faaliyettedir.

**Tablo 6: Ankete Katılan Firmaların Hukuki Yapıları**

Hukuki Yapısı	Sayısı
Limited Şirket	30
Anonim Şirket	5

Katılımcı firmalarımızın çalışan sayılarına göre gruplandırması aşağıdaki gibi yapılabilir.

**Tablo 7 : Ankete Katılan Firmaların Çalışan Sayıları**

Çalışan Sayıları	Firma Sayısı
0–10	6
10–50	20
50–250	6
250–1000	-
1000'den Fazla	3

Tablo 7'ye göre; 6 firma 10 kişiden az işçi çalıştırdığı için mikro ölçekli firma kategorisindedir. 20 firma, 10–50 kişi aralığında çalışan sayısına sahip olduğundan küçük işletme olarak sınıflandırılmaktadır. 6 firma orta ölçekli firma niteliği taşımaktadır. 250–1000 kişi aralığında firmamız bulunmamakta; 1000 kişiden fazla çalışana sahip 3 adet firma da büyük firma niteliğindedir.

Aktif büyüklük olarak bakacak olursak; katılımcı 35 firmamızdan 15'i aktif büyüklüklerini paylaşmayı tercih etmemişlerdir. Bu yüzden bu veri için elimizde 20 firma bulunmaktadır. Bunların dağılımını aşağıdaki tabloda görebiliriz;

**Tablo 8: Ankete Katılan Firmaların Aktif Büyüklükleri**

Aktif Büyüklük	Firma Sayısı
1.000.000 TL'den az	5
1.000.000 – 5.000.000 TL arası	9
5.000.000 – 25.000.000 TL arası	5
25.000.000 – 500.000.000 TL arası	-
500.000.000 TL ve üstü	1

Yukarıdaki dağılıma göre; 14 firmanın aktif büyüklüğü 5.000.000 TL'nin altındadır. Aktif büyüklüğü 25.000.000 TL'ye kadar olan firma sayımız 5'tir. Bu rakamdan sonra çok büyük bir farkla 500.000.000 TL'nin üzerinde 1 firma bulunmaktadır.

Ankete katılan 35 firmanın 20'sinin yönetim fonksiyonu firma ortaklarının elindedir. Sadece 1 şirket yönetim kurulu ile yönetilirken geri kalan 14 firma genel müdürleri tarafından yönetilmektedir. Buradan ağırlıklı olarak sahipleri tarafından yönetilen şirketlerle karşı karşıya olduğumuz sonucunu çıkarabiliriz.

**Tablo 9: Ankete Katılan Firmaların Yönetim Fonksiyonları**

Yönetim Fonksiyonu	Firma Sayısı
Firma Ortakları	20
Genel Müdür	14
Yönetim Kurulu	1

## **6.2. Finansal Yönetim ve Finansman Yapısına İlişkin Bulgular**

Katılımcı firmalarımızdan ayrı bir finans departmanına sahip olan firma sayısı 13; finans departmanı olmayan firma sayısı 22'dir. Şirket yönetiminde ayrı bir finans departmanına sahip olan firmaların oranı % 37'dir. Yani katılımcılarımızın % 63'ü ayrı bir finans departmanı olmadan faaliyetlerine devam etmektedirler. Bu oran Sakarya içindeki firmaların genel yapısı itibariyle beklenen bir durumdur. Finansman kararlarında etkili olan yöneticiler sorulduğunda; 5 firmanın cevabı Mali İşler Müdürü; 8 firmanın cevabı Genel Müdür, 22 firmanın cevabı Yönetici Konumunda Olan Firma Ortakları olmuştur. Bu soruda da yönetimde olduğu gibi finansal kararlarda da firma sahiplerinin çoğunlukla etkin olduğu görülmektedir.

**Tablo 10: Ankete Katılan Firmaların Finansal Yönetim Yapıları**

Finansal Kararlarda Kim Etkin?	Ayrı Finans Departmanı Olan Firmalar	Ayrı Finans Departmanı Olmayan Firmalar
Yönetici Konumunda Olan Firma Ortakları	5	17
Genel Müdür	3	5
Mali İşler Müdürü	5	-

Tablo 10’da görüldüğü üzere; ayrı finans departmanı olan firmaların % 23’ünde GenelMüdür etkinken; geriye kalan % 77’lik bölüm Mali İşler Müdürü ve Yönetici Konumunda Olan Firma Ortakları tarafından % 38,5 oranla eşit olarak paylaşılmaktadır. Bu oranlar itibariyle; ayrı finans bölümü olan firmalarda da etkin olan karar merciiinin yine firma ortakları olduğu görülmektedir. Ayrı bir finans departmanı olmayan firmaların % 77’sinin finansman kararları Yönetici Konumunda Olan Firma Ortaklarına aitken; % 23’ünde kararlar Genel Müdürleri tarafından verilmektedir.

Ankete katılan firmalarımıza işletmelerinde finansal planlama yapılıp yapılmadığı sorulmuş ve 32 firmanın finansal planlama yaptığı, 3 firmanın finansal planlama yapmadığı belirlenmiştir. Yani katılımcı firmaların % 91’i finansal planlama yaparken; % 9’luk bölüm planlama yapmamaktadır. Aşağıdaki Tablo 11’de bu durum özetlenmiştir.

**Tablo 11: Ankete Katılan Firmaların Finansal Planlama Yapıları**

Finansal Planlama Yapan Firmalar			Finansal Planlama Yapmayan Firmalar
32			3
Kısa Vadeli	Orta Vadeli	Uzun Vadeli	
17	12	3	

Finansal planlama yapan şirketlerin ne tür planlama yaptıklarının aktif büyüklüklerine göre dağılımına bakacak olursak,

**Tablo 12: Finansal Planlama Yapan Şirketlerin Ne Tür Planlama Yaptıklarının Aktif Büyüklüklerine Göre Dağılımı**

Aktif Büyüklük	Toplam Şirket Sayısı	Planlama Yapan Toplam Şirket Sayısı	Hangi Tür Finansal Planlama Yaptığı		
			Kısa Dön.	Orta Dön.	Uzun Dön.
1.000.000 TL'den az	5	5	2	2	1
1.000.000 – 5.000.000 TL arası	9	8	6	2	
5.000.000 – 25.000.000 TL arası	5	5	3	2	
25.000.000 – 500.000.000 TL arası	-				
500.000.000 TL ve üstü	1	1			1

Ankete katılan firmalarımıza aldıkları finansal kararların şirket değerlerini etkileyip etkilemediği sorulmuş, 30 firma etkilediğini düşündüklerini beyan ederken; 5 firma etkilemediğini beyan etmiştir. Bilindiği üzere Net Gelir Yaklaşımı şirketin piyasa değerinin borç / öz sermaye değerinden etkileneceğini savunmakta; firma değerinin, sermaye yapısı içinde borcun ağırlığı arttıkça artacağını ileri sürmektedir. Bu konudaki bulgularımızın Net Gelir Yaklaşımı'nı desteklediği, aksini iddia eden Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nı desteklemediği söylenebilir. Ancak firma yetkililerinin verdiği beyanla vardığımız bu fikrin, istatistiksel olarak desteklenmesi için, mali tablo verilerinin elimizde olması gerekmektedir. Örnek kütleimizdeki firmaların bu verileri

sağlama konusundaki isteksizliği, bu konudaki istatistik analizi gerçekleştirmemizi engellemiştir.

Firmaların hedef borçlanma oranına sahip olup olmadıkları sorulmuştur ve % 54 oranla 19 firma sahip olduklarını belirtirken, % 46 oranla 16 firma böyle bir oranlarının bulunmadığını beyan etmiştir. Hedef borçlanma oranına sahip olan firmaların 13'ü bu oranın yakalanmasında esnek davrandıklarını; 6'sı ise oranın yakalanması ile ilgili katı kuralları olduğunu belirtmiştir.

**Tablo 13: Ankete Katılan Firmaların Hedef Borçlanma Oranları**

Hedef Borçlanma Oranı Olan Firmalar		Hedef Borçlanma Oranı Olmayan Firmalar
19		16
Katı	Esnek	
6	13	

Denge Teorisi'ne göre firmalar sermaye yapılarını belirlerken borçlandıklarında yaşayacak oldukları finansal sıkıntı maliyetleri ile borcun faizinin vergi avantajı sağlama fonksiyonu arasında optimum bir nokta belirleyeceklerini ve bunun da hedef borçlanma oranı olacağını savunmaktadır. Firmalarımızca, bu soruya verilen cevaplar Denge Teorisi'nin doğruluğunu kanıtlar niteliktedir.

Çalışan sayılarına göre bakıldığında katılımcı firmalardan 3'ü 250 kişiden fazla işçi çalıştırarak büyük firma niteliğindedir. Hedef borçlanma oranına sahip olan 2 büyük katılımcı firma vardır. Her ikisi de hedef borçlanma oranının uygulanmasında katı olduklarını belirtmişlerdir. Hedef borçlanma oranına sahip olan 17 küçük firmadan 4'ü uygulamada katı olduğunu söylerken, 13'ü esnek olduğunu belirtmiştir. Elimizdeki verileri oranlarsak büyük firmalar hedef borçlanma oranlarıyla ilgili kararlarında % 100 katı, küçük firmalar hedef borçlanma oranlarıyla ilgili kararlarında % 23 katıdır. Aşağıdaki tabloda ayrıntılı gösterilmiştir.

**Tablo 14: Hedef Borçlanma Oranında Küçük Firma – Büyük Firma Karşılaştırılması**

Hedef Borçlanma Oranı Olan Firmalar				Hedef Borçlanma Oranı Olmayan Firmalar			
Büyük Firma		Küçük Firma		Büyük Firma		Küçük Firma	
2		17		1		15	
Katı	Esnek	Katı	Esnek				
2	-	4	13				

Firmalarımızdan borçlanma düzeylerinin buldukları endüstri dalında ne seviyede oldukları sorulduğunda cevaplar şaşırtıcıdır. Şirketlerin 24'ü sektörlerinden daha az borç kullandıklarını beyan ederken, 11 firma sektörle aynı düzeyde borçlandıklarını beyan etmişlerdir. Endüstrinin borçlanma düzeyinden daha yüksek düzeyde borçlandıklarını belirten bir firmaya rastlanmamıştır. Aynı sektörde bulunan firmaların çoğunluğunun sektörlerinden düşük oranda borçlandığını düşünmesi sektör içindeki kıyasın iyi yapılamadığından kaynaklanabilir.

Finansal Hiyerarşi Teorisi; firmaların borçlanırken endüstrinin ortalama borçlanma oranını dikkate almadıklarını, arada uyumun olmadığını savunmaktadır. Firmalarımızdan % 74'ünün endüstrideki ortalama borçlanma oranından daha düşük seviyede borçlandığını beyan etmesi; % 26'sının aynı seviyede olduğunu belirtmesi finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Sektöründen daha düşük seviyede borçlandığını düşünen firmalar ağırlıklı olarak inşaat ve yedek parça sektörü içinde bulunan firmalardır. Bu durum aşağıdaki tabloda açıklayıcı hale gelmektedir.

**Tablo 15: Ankete Katılan Firmaların Buldukları Endüstriye Oranla Borçlanma Düzeyleri**

Sektör	Firmaların Kendi Sektörlerine Göre Borçlanma Düzeyi	
	Düşük	Aynı
Metal ve Yedek Parça İml. ve Satışı	6	2
İnşaat	5	1
Otomotiv ve Oto. Yedek Parça İml.	4	1
Makine İmalatı	3	1
Tekstil	2	1
Elektrik-Elektronik	1	2
Danışmanlık, Sigortacılık	2	-
Gıda	2	-

Firmaların borçlanmadaki vade tercihleri de anketimizde yer alan sorulardandır. 13 Firma kısa vadeli(1 yıldan az); 11 firma orta vadeli (1-3 yıl); 4 firma uzun vadeli (3-5 yıl) borçlanmayı tercih ederken; firmalardan 7'si varlık kaynak uyumuna göre hareket ettiklerini belirtmişlerdir.

**Tablo 16: Ankete Katılan Firmaların Kaynak Kullanmada Vade Tercihi**

Borçlanmada Vade Tercihi	Firma Sayısı
Kısa Vadeli Borçlanma	13
Orta Vadeli Borçlanma	11
Uzun Vadeli Borçlanma	4
Varlık-Kaynak Uyumuna Göre Borçlanma	7

Firmalara ihtiyat amaçlı boş borç kapasitesi bulundurup bulundurmadıkları sorulmuştur. Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar ihtiyaç amaçlı boş borç kapasitesi bulundurmaktadırlar. Firmalardan 20'si boş borç kapasitesini bulundurduğunu, 15'i bulundurmadığını bildirmiştir. Yani firmalarımızdan % 57'si boş borç kapasitesi bulundurduğunu belirterek Finansal Hiyerarşi Teorisi'ni desteklemektedir.

**Tablo 17: Ankete Katılan Firmaların Boş Borç Kapasitesi Bulundurma Oranı**

Firmalarda Boş Borç Kapasitesi Bulundurma Durumu	Firma Sayısı
Boş Borç Kapasitesi Bulunduran Firmalar	20
Boş Borç Kapasitesi Bulundurmayan Firmalar	15

Boş borç kapasitesi bulunduran firmaların aktif büyüklüklerine göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 18: Boş Borç Kapasitesi Bulunduran Firmaların Aktif Büyüklüklerine Göre Dağılımı**

Aktif Büyüklük	Toplam Firma Sayısı	Boş Borç Kapasitesi Bulunduran Firmalar	Boş Borç Kapasitesi Bulundurmayan Firmalar
1.000.000 TL'den az	5	4	1
1.000.000 – 5.000.000 TL arası	9	5	4
5.000.000 – 25.000.000 TL arası	5	4	1
25.000.000 – 500.000.000 TL arası	-	-	-
500.000.000 TL ve üstü	1	1	

Aynı maliyetle daha fazla borç kullanılmanın tercih edeceği finansal hiyerarşi teorisindedir savunulan bir konudur. Ankete katılan firmalarımızdan 33'ü aynı maliyetle daha fazlaborçlanmayı tercih etmeyeceklerini belirtirken, sadece 2 firma daha fazla borçlanacaklarını beyan etmiştir. Burada % 94 oranla finansal hiyerarşi teorisindeki bu varsayım reddedilmektedir. Kabul eden 2 firmanın biri sigortacılık sektöründen, diğeri inşaat sektöründendir.

**Tablo 19: Ankete Katılan Firmaların Aynı Maliyetle Daha Fazla Borç Kullanım Oranı**

Aynı Maliyetle Daha Fazla Borçlanma Tercihi	Firma Sayısı
Aynı Maliyetle Daha Fazla Borçlanmayı Tercih Eden Firmalar	2
Aynı Maliyetle Daha Fazla Borçlanmayı Tercih Etmeyen Firmalar	33

Finansman seçiminde etkili olan unsurlar; finansman tercihlerini etkileyen en önemli faktörlerdir. Bu soruyu 13 firma genel ekonomik durum olarak cevaplandırmıştır. Günümüzde yaşanan global krizin etkisi olarak en çok bu seçenek tercih edilmiştir. Genel şartlar; firmaların finansman tercihlerinde çok etkin bir faktördür. Finansman tercihlerini yaparken 11 firma, finansman kaynağının maliyetini en önemli unsur olarak görmüştür. Tabi ki borçlanmanın maliyeti çok iyi analiz edilerek borçlanmaya gidilmelidir. Katılımcılarımızdan 9'u firmanın finansman politikasını en etkili unsur olarak görmüştür. Her firmanın belirlediği kendine özgü bir politikası bulunmalıdır ve finansman tercihlerini yaparken bu politikanın dışına çıkılmamalıdır. Katılımcı firmalarımızdan 1 firma işletmenin mevcut mevduat yapısını finansman tercihlerinde en etkili unsur olarak değerlendirmiştir. İşletmelerin mevcut mevduat yapısı, aldıkları borcun geri ödenebilirliğini ölçmeye yardımcı olur. Bu yüzden her firma ilerde zor durumda kalmamak için mevcut yapısını çok iyi değerlendirip finansal tercihlerde bulunmalıdır. Finansman tercihinde en etkili olan faktör olarak 1 firma kaynak ihtiyacının vade yapısını göstermiştir. Kaynak ihtiyacının vade yapısı maliyeti belirleyen unsurlardandır. Bu yüzden bu da önemli bir faktördür.

**Tablo 20: Ankete Katılan Firmaların Finansman Kaynağı Seçimini Etkileyen Faktörler**

Finansman Kaynağının Seçimini Etkileyen Faktörler	Firma Sayısı
Genel Ekonomik Durum	13
Finansman Kaynağının Maliyeti	11
Firmanın Finansman Politikası	9
Mevcut Mevduat Yapısı	1
Kaynak İhtiyacının Vade Yapısı	1

Ankete katılan firmalarımıza kaynak yapısı tercihleri sorulduğunda; 17 firma iç kaynak-dış kaynak karışık, 11 firma iç kaynak olarak yanıtlarken; 7 firma bu konuda belirledikleri bir politikalarının olmadığını belirtmişlerdir.

**Tablo 21: Ankete Katılan Firmaların Kaynak Yapısı Tercihleri**

Firmaların Kaynak Yapısı Tercihleri	Firma Sayısı
İç Kaynak Kullanmayı Tercih Eden Firmalar	11
Dış Kaynak Kullanmayı Tercih Eden Firmalar	
İç-Dış Kaynak Karışık Kullanmayı Tercih Eden Firmalar	17
Bu Konuda Belirlenmiş İşletme Politikası Olmayan Firmalar	7

Borçlanarak finansman sağlamada faizin gider olarak yazılarak vergi avantajı sağlaması; borçlanarak finansmanı tercih etmenizi sağlayan bir faktör müdür? sorusu ankette yer alan sorulardandır. Sermaye yapısı kararlarında etkin olan yaklaşımlar bölümünde bahsedildiği üzere Denge Teorisi; borçlanmanın faiz dolayısıyla vergi avantajı sağlamasının; borçlanarak kaynak sağlamak için geçerli bir neden olmadığını

savunmaktadır. Katılımcılardan 6 firma borçlanma ile finansmana yönelecek kadar etkin olduğunu düşünürken 29 firma etkin olmadığını belirtmiştir. Bu durumda Denge Teorisi'nin bu varsayımı desteklenmektedir.

**Tablo 22: Borçlanmadaki Vergi Avantajının Ankete Katılan Firmaların Finansal Kararlarına Etkisi**

Borçlanmada Vergi Avantajının Firmaların Finansman Kararlarına Etkisi	Firma Sayısı
Vergi Avantajının Etkisi Olduğunu Düşünen Firmalar	6
Vergi Avantajının Etkisi Olmadığını Düşünen Firmalar	29

Bu genel değerlendirmeden sonra aktif büyüklüklerini baz alarak borçlanmadaki vergi avantajı oranları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 23: Aktif Büyüklüklerine Göre Borçlanmadaki Vergi Avantajının Firmaların Finansal Kararlarına Etkisinin Dağılımı**

Aktif Büyüklük	Firma Sayısı	Vergi Avantajının Etkin Olduğu Firmalar	Vergi Avantajının Etkin Olmadığı Firmalar
1.000.000 TL'den az	5	1	4
1.000.000 – 5.000.000 TL arası	9	-	9
5.000.000 – 25.000.000 TL arası	5	-	5
25.000.000 – 500.000.000 TL arası	-	-	-
500.000.000 TL ve üstü	1	1	-

Firmaların, dönen varlıklarının finansmanını hangi yollardan sağladıkları ankette yer alan sorulardandır. Birden fazla seçenek işaretlenebilir bir soru olduğundan dağılımlar şu şekilde gerçekleşmiştir.

**Tablo 24: Ankete Katılan Firmaların Dönen Varlık Finansmanında Tercihleri**

Firmaların Dönen Varlık Finansmanında Tercihleri	Firma Sayısı
Öz kaynak	25
Kısa Vadeli Banka Kredileri	19
Ticari Borçlanma	18
Sermaye Artışı	9
Uzun Vadeli Banka Kredileri	7
Yabancı Ülkeden Kaynak Sağlama	2
Grup Şirketten Fon Aktarımı	2

Tablo 24’de görüldüğü üzere; öz kaynaklarla finansman 25 firma tarafından, kısa vadeli banka kredileri ile finansman 19 firma tarafından, ticari borçlanma 18 firma tarafından, sermaye artışı 9 firma tarafından, uzun vadeli banka kredileri ile finansman 7 firma tarafından, yabancı ülkeden kaynak sağlama 2 firma tarafından, grup şirketten fon aktarımı 2 firma tarafından seçilmiş finansman kaynaklarıdır. Yurt dışından kaynak sağlamanın bu kadar az firma tarafından seçilmesindeki etken, KOBİ niteliğindeki firmaların bu konuda yeterli derecede bilgi düzeyine sahip olmamalarından ve bu tarz kredilere ulaşmada yetersiz kalmalarından kaynaklanmaktadır. Firmalar duran varlıklarının finansmanında şu kaynakları kullanmaktadırlar;

**Tablo 25: Ankete Katılan Firmaların Duran Varlık Finansmanında Tercihleri**

Firmaların Duran Varlık Finansmanında Tercihleri	Firma Sayısı
Öz kaynak	25
Ticari Borçlanma	15
Uzun Vadeli Banka Kredileri	15
Kısa Vadeli Banka Kredileri	12
Sermaye Artışı	4
Yabancı Ülkeden Kaynak Sağlama	2
Grup Şirketten Fon Aktarımı	2

Tablo 25’de görüldüğü üzere; öz kaynaklarla finansman 25 firma tarafından, ticari borçlanma 15 firma tarafından, uzun vadeli banka kredileri ile finansman 15 firma tarafından, kısa vadeli banka kredileri ile finansman 12 firma tarafından, sermaye artışı 4 firma tarafından, yabancı ülkeden kaynak sağlama 2 firma tarafından, grup şirketten fon aktarımı 2 firma tarafından seçilmiş finansman kaynaklarıdır.

Dönen varlıklar ile duran varlıkların finansmanında göze çarpan en büyük fark; dönen varlıkların finansmanında kısa vadeli banka kredileri 19 firma tarafından tercih edilirken; duran varlıkların finansmanında 12 firma tarafından tercih edilmiştir. Uzun vadeli banka kredileri ise; dönen varlıkların finansmanında 7 firma tarafından tercih edilirken, duran varlıkların finansmanında tercih eden firma sayısı 15’e çıkmıştır. Yani duran varlıkların finansmanında vade tercihleri uzamaktadır.

**Tablo 26 : Ankete Katılan Firmaların Borç Kullanma Politikalarını Etkileyen Faktörler**

Firmaların Borç Kullanma Politikalarını Etkileyen Faktörler	Firma Sayısı
Firmaların Satış ve Nakit Akım Düzensizliği	23
Finansal Sıkıntı	18
Firma İtibarının Korunması	14
İç Kaynak Yetersizliği	11
Borçlanmanın İşlem Maliyeti	3
Piyasadaki Faiz Oranlarının Düşüklüğü	1
Borçlanmanın Vergi Avantajı	1

Firmaların borç kullanma politikalarını etkileyen faktörler sorulduğunda alınan cevaplar şu şekilde olmuştur. Firmanın Satış ve Nakit Akım Düzensizliği 23 firma tarafından, finansal sıkıntı 18 firma tarafından, firma itibarının korunması 14 firma tarafından, iç kaynak yetersizliği 11 firma tarafından, borçlanmanın işlem maliyeti 3 firma tarafından, piyasadaki faiz oranlarının düşüklüğü 1 firma tarafından, borçlanmanın vergi avantajı 1 firma tarafından seçilmiştir. Finansal Hiyerarşi Teorisi; firmaların ancak iç kaynaklarının yetersiz olması durumunda dış kaynaklara başvuracaklarını savunmaktadır. Ancak anket katılımcılarımız tarafından iç kaynak yetersizliği en önemli etken olarak görülmemiştir. Dolayısıyla, bu teori desteklenecek düzeyde değildir.

Aşağıda bu verilerin % oranlarıyla ifadeleri bulunmaktadır.

**Tablo 27: Firmaların Borç Kullanma Politikalarını Etkileyen Faktörlerin Yüzdeler Dilimleri**

Firmaların Borç Kullanma Politikalarını Etkileyen Faktörlerin Önem Düzeyi	
Firmaların Satış ve Nakit Akım Düzensizliği	32,4%
Finansal Sıkıntı	25,4%
Firma İtibarının Korunması	19,7%
İç Kaynak Yetersizliği	15,5%
Borçlanmanın İşlem Maliyeti	4,2%
Piyasadaki Faiz Oranlarının Düşüklüğü	1,4%
Borçlanmanın Vergi Avantajı	1,4%

Firmaların içinde bulunduğumuz global krizden etkilenip etkilenmedikleri Sakarya sanayisi için merak edilen bir konudur. Firmalarımıza kriz nedeniyle finansal kararlarında değişiklik olup olmadığı sorulduğunda; 31 firma finansal kararlarında değişiklik olduğunu söylerken; 4 firma krizin finansal kararlarını etkilemediğini belirtmiştir. Finansal kararlarında değişiklik olan 31 firmadan 3 firma borçlanma ile finansmana ağırlık verdiklerini; 12 firma öz kaynak ile finansmana ağırlık verdiklerini belirtirken; 16 firma yeni kaynak arayışına gidildiğini beyan etmiştir.

**Tablo 28: Ankete Katılan Firmaların Global Krizden Etkilenme Oranları**

Krizin Finansal Kararları Etkilediği Firma Sayısı	31	Öz kaynak ile finansmana ağırlık veren firmalar	12
		Borçlanma ile finansmana ağırlık veren firmalar	3
		Yeni kaynak arayışına giden firmalar	16
Krizin Finansal Kararları Etkilemediği Firma Sayısı	4		

### 6.3 Anket Sonuçlarının Denge Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorisi ile Karşılaştırılması

Aşağıdaki tablolarda anket sonuçlarının Denge Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorisi ile karşılaştırılması yapılmıştır.

**Tablo 29: Anket Sonuçlarının Denge Teorisi ile Karşılaştırılması**

Denge Teorisi'ndeki Yaklaşımlar	Anket Sonuçları
1. Firmaların önceden belirlenmiş borçlanma oranları vardır.	1. Katılımcı 35 firmadan 19'u hedef borçlanma oranının olduğunu belirtmiştir. % 54 oranla bu yaklaşım desteklenmektedir.
2. Hedef borçlanma oranı büyük ölçekli firmalarda küçük işletmelerden daha katı uygulanmaktadır.	2. Hedef borçlanma oranına sahip olan 19 firmanın 6'sı bu konuda katı olduğunu, 13'ü esnek olduğunu belirtmiştir. Hedef borçlanma oranına sahip 2 büyük firmadan 2'si de uygulamada katı olduğunu belirtirken, hedef borçlanma oranına sahip olan 17 küçük firmanın 4'ü katı olduğunu belirtmiştir. Katılımcı firmalar arasında büyük firmaların uygulamada katı olma oranı % 100 iken, küçük firmalarda bu oran % 23'tür. Bu sonuçlar itibariyle bu yaklaşım desteklenmektedir.
3. Firmaların borçlanma oranı, buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranı ile uyum gösterir.	3. Anket sonuçlarına göre, endüstrinin ortalama borçlanma oranından daha düşük seviyede olduğunu söyleyen firmaların oranı % 74 iken, endüstrinin ortalama borçlanma oranı ile uyumlu olduğunu söyleyen firmaların oranı % 26'dır. Bu sonuçlar itibariyle yaklaşım desteklenmemektedir.
4. Piyasadaki faiz oranlarının seviyesi borçlanma politikalarında önemlidir.	4. Anket katılımcıları tarafından piyasadaki faiz oranlarının seviyesinin önem düzeyi % 1,40 olarak belirlenmiştir. Bu durumda bu yaklaşım desteklenmemektedir.
5. Borç kullanmanın vergi avantajı, borç kullanma	5. Anket katılımcıları tarafından borç kullanmanın vergi avantajının önem düzeyi % 1.40 olarak belirlendiğinden

üzerinde önemli bir faktördür.	bu yaklaşım kabul görmemektedir.
6. Finansal Sıkıntı ve İflas Riski, borçlanma üzerinde önemli bir faktördür.	6. Anket katılımcıları tarafından finansal sıkıntı ve iflas riskinin önem düzeyi % 25,4 olarak belirlenmiştir. Bu faktör borçlanmada önemli bir faktördür.
7. Firmanın Satışları ve Nakit Akımlarındaki Düzensizlik Borçlanma Üzerinde Önemlidir.	7. Anket katılımcıları tarafından firmanın satışları ve nakit akımlarındaki düzensizliğin önem düzeyi % 32,4 oranla ilk sırada yer almaktadır. Bu yaklaşım desteklenmektedir.
8. Borç edinmenin işlem maliyeti borçlanmada etkindir.	8. Anket katılımcıları tarafından borç edinmenin işlem maliyetinin önem düzeyi % 4,2 olarak belirlendiğinden bu yaklaşım kabul görmemektedir.

**Tablo 30: Anket Sonuçlarının Finansal Hiyerarşi Teorisi ile Karşılaştırılması**

Finansal Hiyerarşi Teorisi'ndeki Yaklaşımlar	Anket Sonuçları
1. Firmalar, fon kaynakları arasından seçim yaparken önce iç kaynakları, sonra iç-dış kaynakların birlikte kullanılmasını, en son dış kaynak kullanımını tercih ederler.	1. Katılımcı firmalardan 17'si iç-dış kaynakların karışık olarak kullanılmasını tercih ettiklerini belirtirken, 11 firma iç kaynakları tercih ettiklerini söylemiştir. 7 firmanın bu konuda belirlenmiş politikası bulunmamaktadır. Bu durumda iç kaynak kullanmayı tercih eden firmaların oranı çoğunlukta olmadığından bu yaklaşım kabul edilmemektedir.

2. Firmalar iç kaynaklarının yetersiz olması halinde dış fon kaynağı kullanırlar.	2. Borç kullanma politikalarını etkileyen faktörler arasında iç kaynak yetersizliğinin oranı % 15,5'tir. Bu durumda bu yaklaşım kabul edilmemektedir.
3. Finansal esnekliği sağlamak amacıyla boş borç kapasitesi bulundurlar.	3. Katılımcı firmalardan 20 firma boş borç kapasitesi bulundurduğunu belirtmiştir. % 57 oranla bu yaklaşım kabul edilmektedir.
4. Piyasa faiz oranlarının düşük olması düşük olması borçlanma politikası üzerinde önemlidir.	4. Anket katılımcıları tarafından piyasadaki faiz oranlarının seviyesinin önem düzeyi % 1,40 olarak belirlenmiştir. Bu durumda bu yaklaşım desteklenmemektedir.
5. Firmaların belirlenmiş hedef borç oranları yoktur.	5. Katılımcı 35 firmadan 19'u hedef borçlanma oranının olduğunu belirtmiştir. % 46 oranla bu yaklaşım desteklenmemektedir.
6. Firmalar aynı faiz üzerinden daha fazla borçlanmak istemezler.	6. Anket katılımcılarından 33'ü daha fazla borçlanmayı tercih etmeyeceklerini belirtmişlerdir. % 94 oranla bu yaklaşım kabul edilmektedir.
7. Firmalar büyük genişleme yatırımlarında öncelikli olarak iç kaynakları kullanmakta, bunun yetersiz olduğu durumlarda dış fon kaynağı kullanmaktadır.	7. Katılımcı firmalardan 25 firma duran varlık finansmanında Öz kaynaklarını kullandıklarını ifade ederek, Öz kaynak kullanımını ilk sırada seçmişlerdir. Bu durumda bu yaklaşım kabul görmektedir.

## SONUÇ

Son yıllarda yaşanan ekonomik ve sosyal gelişmeler, firmalar arası rekabet, hızla ilerleyen teknoloji, firmaları faaliyetleri ile ilgili kararlarda stratejik hareket etmenin ötesinde, sermaye yapısı kararlarda da stratejik olmaya itmiştir. Firma değerinin maksimize edilmesi, tüm firma yetkililerinin amacıdır. Firma değerini en yükseğe çıkarmak üzere sadece işletmenin faaliyetleri ile ilgili konularda doğru adımların atılması yeterli olmamaktadır. Bir işletmenin finansal kararlarda doğru hareket etmesi, optimum sermaye maliyeti ile ihtiyaçlarını karşılaması gerekmektedir.

Tez kapsamı ve bağlantılı uygulamalarda, Sakarya ilinde faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı ile ilgili kararlarnı ne şekilde aldıkları, firmaların tercihleri esnasında sergiledikleri tutumları incelenmiştir. Bu tez çalışmasında firmaların sermaye yapısı kararlarnın ve finansal yönetimle ilgili tutumlarının, sermaye yapısı teorisiyle ilgili öne sürülen yaklaşımlar ile uyumu bu ortaya konmuştur. Çalışma esnasında kurulan hipotezler ve anket çalışması sonucunda ortaya çıkan bulguların uyumunu gösteren bilgiler şu şekildedir:

H<sub>1</sub>: Firmalar iç kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda borçlanmaya yönelirler. Anketten çıkan sonuçlara göre borç kullanma politikalarını etkileyen faktörler arasında iç kaynak yetersizliğinin oranı % 15,5'tir. Borç kullanma politikalarını etkileyen faktörler arasında satış ve nakit akım düzensizliği 23 firma tarafından seçilerek ilk sırada yer almakta, bunu finansal sıkıntı takip etmektedir. Firma itibarının korunması seçeneği de 14 firma tarafından tercih edilmiştir ve bu 14 firmanın 13'ünün küçük işletme yapısında olması dikkat çekicidir. Ayrıca firmaların kaynak seçimi ile ilgili soruda, 35 firmadan 11 firma kaynak kullanımında iç kaynakları tercih ettiğini belirtmiştir. Tercihler daha çok iç ve dış kaynakların birlikte kullanılmasından yanadır. Bu durumda Finansal Hiyerarşi Teorisi'nin bu yaklaşımını kabul eden hipotezimiz uygulama ile örtüşmemektedir.

H<sub>2</sub>: Borçlanmanın faiz dolayısıyla vergi avantajı sağlaması, borçlanarak kaynak sağlamak için geçerli bir nedendir. Anket bulgularına göre, borçlanma politikalarını etkileyen piyasadaki faiz oranlarının seviyesinin önem düzeyi % 1,40 olarak belirlenmiştir. Katılımcı firmalarımız, borçlanmadaki vergi avantajının politikalarını etkileyecek kadar önemli olmadığını belirterek Denge Teorisi'ndeki bu yaklaşımı ve

hipotezimizi reddetmiştir. Firmalar borçlanmanın yaratacağı avantajları etkin görmemekte ve zorunlu olmadıkça borçlanmayı tercih etmemektedirler.

H<sub>3</sub>: Firmaların sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranı vardır. Katılımcı 35 firmadan 19'u hedef borçlanma oranının olduğunu belirtmiştir. Firmalar borçlanmanın maliyetiyle % 54 oranla Denge Teorisi'nin bu yaklaşım desteklenmekte, hipotezimiz kabul edilmektedir. Denge Teorisi'nde finansal sıkıntı maliyetleri ile borçlanmanın vergi avantajı arasında optimum bir denge noktası belirleneceği ileri sürülmektedir. 19 firmamız böyle bir değerlendirme yaptığını beyan etmişlerdir.

H<sub>4</sub>: Firmalar finansal esneklik sağlama amacıyla boş borç kapasitesi bulundurlar. Anketteki bulgulara göre 35 firma arasından 20 firma, boş borç kapasitesi bulundurduğunu beyan etmiştir. Şu halde Finansal Hiyerarşi Teorisi'nin savunduğu hipotezimiz kabul edilmektedir.

H<sub>5</sub>: Firmalar aynı maliyetle daha fazla borçlanmayı tercih etmezler. Bu konudaki anket bulgularımız, % 94 oranla firmaların daha çok borçlanmak istemediği yönündedir. Finansal Hiyerarşi Teorisi'ni destekleyen bu hipotezimiz kabul edilmektedir. Örnekleme oluşturan firmalar, daha çok küçük işletmelerden oluştuğu için firmaların sermaye yapısı kararlarında çok cesaretli davranmadıkları gözlemlenmiştir. İçinde bulunduğumuz global krizin de etkisiyle, özellikle küçük işletmeler, risk almaktan kaçınıp maliyeti düşük yeni kaynak arayışı içine girmişlerdir.

Firmaların piyasadaki konumunu devam ettirip geliştirebilmesinde sermaye yapısı kararlarının etkisi büyüktür. Bunun için firma yöneticilerinin bu konuda yeterli donanıma sahip olmaları ve yeterli bilgi düzeyinde personel bulundurmaları gerekmektedir. Şirket değerlerini maksimum kılmak için optimum sermaye yapılarını belirlemeleri, finansman ihtiyaçlarını piyasanın şartlarına göre en doğru finansal karar ile karşılama yoluna gitmelidirler. Ayrıca ülke içinde makro kararlar alınarak, KOBİ niteliği taşıyan firmaların para ve sermaye piyasaları hakkında daha fazla bilgi sahibi olmalarını ve daha aktif rol almalarını sağlamak gerekmektedir.

Güncel ve güvenilir verilere dayanmasına rağmen bu çalışmadaki bulgularımız, elbette bu konuda söylenebilecek son söz değildir. Bu konudaki çalışmalar, daha geniş bir örnek kütle ve derinlemesine istatistik analizlerle daha güçlü sonuçlar sağlayabilir.

## KAYNAKÇA

ACADEMY, Active Ar-Me (2003), “Modigliani’nin Ardından”, *Activeline Ekonomi Dergisi*

ACARAVCI, Songül (2004), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama*, Çukurova Üniversitesi Doktora Tezi, Adana

AKGÜÇ, Öztin (1994), *Finansal Yönetim*, 9 Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 975-7429-03-1

AKKAYA, Cenk (2008), “Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*

ALTAY, Oğuzhan, Aydanur Gacener (2003), “Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Banka Dışı Finansal Kurumlar ve Venture Capital Örneği”, *Activeline Ekonomi Dergisi*

ARAS, Güler (2004), “Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*

ARSLAN, Özgür (2003), “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları”, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*

AYDIN,N., A.Ceylan, M.Başar, M.Coşkun, H.Bakır (2008), *Finansal Yönetim*, 6.Baskı, Anadolu Üniv.Yayımları,Eskişehir, 975-06-0197-1

- BAŞARAN, Ümit (2008), *İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi*, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak
- BREALEY, Richard A., Stewart C. Myers, Alan J. Marcus (2001), *İşletme Finansının Temelleri*, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 975-7860-88-3
- BURCA, Nazif (2008), *Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi*, Gazi Üniversitesi Doktora Tezi, Ankara
- CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz (2007), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 3. Baskı, Esin Basın Dağıtım, Bursa, 975-8768-35-2
- CHAMBERS, Nurgül (1999), “Risk Sermayesi ve İşleyişi”, N. Chambers, *Muhasebe Finansman Dergisi*
- DOĞUKANLI, Hatice, Songül Acaravcı (2004), “Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*
- EGE, İlhan, Ali Bayrakdaroğlu (2008), “Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi : Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama”, *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*
- ERCAN, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2005), *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara, 975-8895-32-X
- ERHAN, Nurhan ve Bahsayış Temir (1998), *Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları-1996-Sermaye Piyasası Kurulu*, Ankara, 975-6951-23-0

- ERKAN, Mehmet, Oğuzhan Aydemir (2006), “İşletmelerin Finansman Kararları ve Yabancı Kaynak Kullanımı” : Türkiye’de Bir Uygulama, *Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi*
- FIRATOĞLU, Bahsayiş (2005), “Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*
- FIRATOĞLU, Bahsayiş (2008), “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Payları İşlem Gören Mali Şirketlerin Finansal Yapılarına İlişkin Değerlendirmeler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*
- GURİŞ, Burak, Burcu Kıran (2007), “Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri:Sınır Testi Yaklaşımı”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*
- KABAKÇI, Yurdağül (2007), *Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi*, Y.Kabakçı, Dokuz Eylül Üniversitesi Doktora Tezi, İzmir
- KARADENİZ, Erhan (2008), *Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*, Çukurova Üniversitesi Doktora Tezi, Adana
- KONDAK, Nuray (2002), *İşletmelerde Finansman Sorunu ve Çözüm Yolları*, Der Yayınları, İstanbul, 975-353-263-6
- KORKMAZ, Turhan, Ali Sait Albayrak, Abdülmecit Karataş (2007), “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören KOBİ’lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997-2004 Dönemi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*
- KULA, Veysel (2001), “İşletmelerin Sermaye Yapısını Açıklamada Finansal Hiyerarşi Teorisi”, *Activeline Ekonomi Dergisi*

- ÖZALTIN, Oğuzhan (2006), *Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama (2000-2003)*, Süleyman Demirel Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Isparta
- TOPAL, Yusuf (2006), “İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*
- TÖZÜM, Haluk (2006), “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti İyi Bir Kılavuz mudur?”, *Activeline Ekonomi Dergisi*
- TURAN; Şefik Tolga (2006), *Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma*, Pamukkale Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Denizli
- UĞUR; Arif (2006), *Kobiler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri*, Sinemis Yayınları, Ankara, 975–8759–42–6
- UYAR; Sait Alper (2000), “Factoring, Finans Piyasasına Derinlik ve Çeşitlilik Getirdi”, *Activeline Ekonomi Dergisi*
- YAŞAR, Serpil (2006), *Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü : Türkiye Örneği*, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 9944–359–05–X
- YENER, Ahmet Levent(2002), *Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler Beş Yüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Görenler İçin Bir Analiz*, Ankara Üniversitesi Doktora Tezi, Ankara
- YILGÖR, Ayşegül ve Emel Yücel, “Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama”,(2007), *Mufad Dergisi*

YÜCEL, Emel (2006), *Firmaların Sermaye Yapısı Kararları : Mersin ve Adana 'da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*, Mersin Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Mersin

YÜKERİ, Yılmaz (2009), *İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir Uygulama*, Çukurova Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Adana

## **EKLER**

### **Ek I: Anket çalışmasında kullanılan sorular**

Sayın Katılımcı,

Bu çalışma, Sakarya ilindeki iktisadi işletmelerin finansal eğilimlerini araştırmaya yönelik bir yüksek lisans tez çalışmasıdır. Sermaye yapısı ile ilgili teorisyenlerin ortaya koyduğu yaklaşımlar günümüz şartlarında değerlendirilecektir. Anket kapsamında şirketiniz ile ilgili vermiş olduğunuz bilgiler sadece bu çalışma için kullanılacak olup, gizli tutulacaktır. Katılımınız için teşekkür ederiz.

Ayça ÖNUÇAK

Sakarya Üniversitesi İİBF

İşletme Bölümü

Tez Danışmanı

Yrd. Doç.Dr. Mehmet SARAÇ

Sakarya Üniversitesi İİBF

İşletme Bölümü

1.İşletmenizin Adı / Unvanı:

2.İşletmenizin Kuruluş Yılı:

3.İşletmenizin Hukuki Yapısı:

a) Anonim Şirket

b) Limited Şirket

c) Kollektif Şirket

d) Şahıs Şirketi

e) Diğer, Belirtiniz.....

4.İşletmenizin Faaliyet Alanı:

5.İşletmenizin Aktif Büyüklüğü:

6.İşletmenizin Çalışan Sayısı:

7.İşletmenizin pasif yapısının yüzdelik dağılımı nasıldır?

— Öz kaynaklar : %

— Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar : %

— Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar : %

8.Firmanızın yönetim fonksiyonu kime aittir?

a) Firma Ortakları

b) Yönetim Kurulu

c) Genel Müdür

d) Diğer, Belirtiniz.....

9.Firmanızda ayrı bir finansman bölümü var mı?

Evet  Hayır

10.Firmanızda finansman kararlarında etkili olan yetkililer kimdir?

- a)Yönetici Konumunda Olan Firma Ortakları
- b) Genel Müdür / Genel Müdür Yardımcısı
- c)Yönetim Kurulu
- d)Mali İşler Müdürü

11.İşletmenizde finansal planlama yapıyor mu

Evet  Hayır

12.Hangi tür finansal planlama yapıyorsunuz?

- a) Kısa dönemli(1 yıldan az)
- b) Orta Dönemli (1–3 yıl)
- c) Uzun dönemli (3–5 yıl)

13.Firmanızda vermiş olduğunuz sermaye yapısıyla (borç-öz kaynak) ilgili finansal kararların şirket değerinizi etkileyeceğini düşünüyor musunuz?

Evet  Hayır

14.Firmanızın önceden oluşturulmuş hedef borçlanma oranı var mı?

Evet  Hayır

15.Eğer varsa; firmanız hedef borçlanma oranını uygulamaya taşıma konusundaki finansal kararlarında esnek midir, katı mıdır?

Katı  Esnek

16.Firmanızın sektörünüz içindeki borçlanma seviyesi sizce nedir?

- a) Sektördeki firmalarla aynı düzeyde.
- b) Sektördeki firmaların seviyelerinden düşük seviyede.
- c) Sektördeki firmaların seviyelerinden yüksek seviyede.

17.Firmanızın borçlanma hususunda vade tercihi nedir?

- a) Kısa vadeli
- b) Orta vadeli
- c) Uzun vadeli
- d) Varlık ve kaynakların uyumuna göre.
- e) Fon kaynağının vadesi önemli değildir.

18.Firmanız finansal esneklik sağlamak için (ihtiyat amaçlı) boş borç kapasitesi bulunduruyor mu?

Evet  Hayır

19.Firmanız aynı borç maliyetiyle daha fazla borçlanmayı tercih eder mi?

Evet  Hayır

20.Finansman kaynağının seçimini etkileyen faktörlerin önem sırası nedir? Önem sırasına göre sıralayınız.

- a) Finansman kaynağının maliyeti
- b) Kaynak ihtiyacının vade yapısı
- c) Genel ekonomik durum
- d) Firmanızın finansman politikaları
- e) Firmanın mevcut mevduat yapısı

21.Finansman kaynaklarında tercih sıralamanız ne şekildedir?

- a) İç Kaynaklar
- b) Dış Kaynaklar
- c) İç-Dış Kaynak Karışık
- d) Bu konuda belirlenmiş firma politikamız bulunmamaktadır.

22.Borçlanma ile finansman sağlandığında faiz dolayısıyla oluşan vergi avantajı finansman tercihinizi öz kaynak yerine borçlanmaya çevirmenizde etkili midir?

Evet  Hayır

23.Döner varlıklarınızın, işletmenizin genel ihtiyacıyla ilgili finansmanını nereden sağlıyorsunuz? Birden fazla seçenek işaretleyebilirsiniz.

- a)Öz kaynaklar
- b)Kısa vadeli banka kredileri
- c)Uzun vadeli banka kredileri
- d)Ticari borçlanma
- e)Sermaye artışı
- f)Grup şirketten fon aktarımı
- g)Yabancı ülkelerden borçlanma/kredi

24.Bina, tesis, araç-gereç gibi sabit yatırımlarınızın finansmanını ne şekilde sağlıyorsunuz? Birden fazla seçenek işaretleyebilirsiniz.

- a) Öz kaynaklar
- b) Kısa vadeli banka kredileri
- c) Uzun vadeli banka kredileri
- d) Ticari borçlanma
- e) Sermaye artışı
- f) Grup şirketten fon aktarımı
- g) Yabancı ülkelerden borçlanma/kredi

25. Borç kullanma politikanızı etkileyen faktörlerin önem sırası nedir?

	0	I	II	III	IV
a) İç Kaynak Yetersizliği	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b) Borç Kullanımında Vergi Avantajı	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c) Sektörde Bulunan Firmaların Borçlanma Seviyesi	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d) Firmanın Satışları ve Nakit Akım Düzensizliği	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e) Piyasadaki Faiz Oranlarının Düşük Olması	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
f) Firmanın Piyasadaki İtibarının Korunması	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
g) Borç Edinmenin İşlem Maliyeti	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
h) Finansal Sıkıntı	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

0=Hiç Önemli Değil, 1=Önemli Değil, 2=Kararsız, 3=Önemli, 4=Çok Önemli

26. İçinde bulunduğumuz global kriz finansman kararlarınızı etkiledi mi?

Evet  Hayır

27. Bu krizin etkisi olarak finansman politikanızda uyguladığınız değişiklikler nelerdir?

a) Borçlanma ile finansmana ağırlık verildi.

b) Öz kaynaklar ile finansmana ağırlık verildi.

c) Yeni finansal kaynak arayışlarına gidildi.

## ÖZGEÇMİŞ

1983 yılında Adapazarı'nda doğdu. Lise öğrenimini Sakarya Anadolu Lisesi'nde tamamladıktan sonra İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi İktisat bölümünden 2005 yılında mezun olarak özel bir firmada muhasebe üzerine çalışmaya başladı.