



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

**YÜKSEK
LİSANS
TEZİ**

**TCMB İMALAT SANAYİ SEKTÖREL BİLANÇOLARI
KULLANILARAK İKTİSADİ PARAMETRELERİN
SERMAYE YAPISINA ETKİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

FİRDEVS SENA ÖCAL

İŞLETME ANABİLİM DALI

TEMMUZ 2018



**TCMB İMALAT SANAYİ SEKTÖREL BİLANÇOLARI
KULLANILARAK İKTİSADİ PARAMETRELERİN SERMAYE YAPISINA
ETKİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Firdevs Sena ÖCAL

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

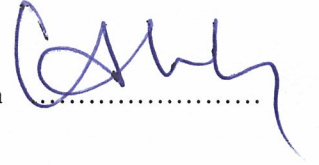
Temmuz 2018

Firdevs Sena ÖCAL tarafından hazırlanan “TCMB İmalat Sanayi Sektörel Bilançoları Kullanılarak İktisadi Parametrelerin Sermaye Yapısına Etkisi Üzerine Bir Uygulama” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU ile Gazi Üniversitesi İşletme Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman : Doç. Dr. Fetullah AKIN

İktisat Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

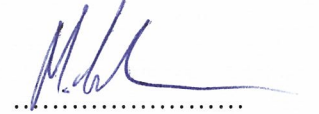
Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~



Üye : Doç. Dr. Metehan TOLON

İşletme Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~



Üye (Başkan) : Doç. Dr. Emre AKSOY

İktisat Anabilim Dalı, Kırıkkale Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~



Tez Savunma Tarihi: 12/07/2018

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

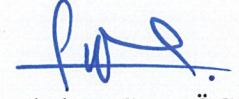


Doç. Dr. Erdal AKSOY

Enstitü Müdürü V.

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Firdevs Sena ÖCAL

12.07.2018

TCMB İMALAT SANAYİ SEKTÖREL BİLANÇOLARI KULLANILARAK
İKTİSADİ PARAMETRELERİN SERMAYE YAPISINA ETKİSİ

ÜZERİNE BİR UYGULAMA

(Yüksek Lisans Tezi)

Firdevs Sena ÖCAL

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Temmuz 2018

ÖZET

Sermaye yapısı, finans literatüründe büyük yere sahiptir. Bunun sebebi, sermaye yapısının sermaye maliyetini, sermaye bütçelemesini ve firma değerini etkilemesidir. Firmaların varlıklarını nasıl finanse edeceğini tespit etmesi, iç, dış kaynakların hangisinin kullanılacağına karar vermesi önemlidir. Firmaların bu kararlarını alırken, bulundukları sektörde uygun hareket etmeleri gerekmektedir. Bu çalışmada amaç, sermaye yapısı üzerindeki iktisadi etkiyi sektörel bazda açıklamaktır. Bu amaç doğrultusunda, 2002-2016 yılları Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) imalat sanayi sektörleri finansal verileri kullanılmıştır. Bu veriler için regresyon analizi kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerin birden fazla olmasından ve sektörlerdeki etkileri ayrı ayrı analiz edebilmek için doğrusal regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, 8 sektörün büyük kısmının sermaye yapılarını gayri safi yurt içi hasıla (GSYH) ve faiz istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilerken, döviz kuru sadece 2 sektörü ve enflasyon tek sektörü istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilemektedir.

Bilim Kodu : 1153

Anahtar Kelimeler : İktisadi Parametreler, Sermaye Yapısı, TCMB

Sayfa Adedi : 81

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Fetullah AKIN

AN APPLICATION ON EFFECTS OF ECONOMIC PARAMETERS ON CAPITAL
STRUCTURE USING CBRT MANUFACTURING INDUSTRY SECTORAL
BALANCE SHEETS
(Master Thesis)

Firdevs Sena ÖCAL

GAZI UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES

July 2018

ABSTRACT

The capital structure has a important place in the finance literature. The reason of this because capital structure affects capital cost, capital budgeting and firm value. It is substantial for a company to detect how to finance its assets. it should decide which use external sources or internal sources. All these verdict are linked with capital structure choices of firms. The elements affecting capital structure can be categorized as firm specific, industry specific, country specific or sector specific. In this study, our focus is on sector specific factors. The purpose of this study is to explain on a sectoral basis the economic impact on capital structure. For this purpose, the financial data of Central Bank of the Turkish Republic (CBRT) manufacturing industry sectors of 2002-2016 were analyzed by linear regression analysis method. According to the findings, the capital structure of most of the 8 sectors has a statistically significant effect on gross domestic product (GDP) and interest rate, while the exchange rate affects only 2 sectors and the inflation single sector statistically significantly.

Science Code : 1153
Key Words : CBRT, Capital Structure, Economic Parameters
Page Number : 81
Supervisor : Associate Prof. Fetullah AKIN

TEŞEKKÜR

Lisans ve yüksek lisans eğitimimde büyük emekleri olan ve tezimin hazırlanmasında değerli bilgilerini, tecrübelerini ve desteğini esirgemeyen değerli hocam ve tez danışmanım Doç. Dr. Fetullah AKIN'a, çalışma sürecimdeki değerli katkıları için bölüm hocalarım Prof. Dr. Cihan TANRIÖVEN'e ve Arş. Gör. Dr. Şahnaz KOÇOĞLU'na, manevi desteği için hocam Doç. Dr. Özge AYNAGÖZ ÇAKMAK'a istatistiksel yöntem ve analizlerin belirlenmesinde ki değerli katkılarından dolayı Arş. Gör. Muslu Kazım KÖREZ'e, bağlı bulunduğum enstitü ve bölümün idari personeline, hayatım boyunca her anımda yanımda olan, desteklerini esirgemeyen, varlıklarıyla bu süreçte de beni yalnız bırakmayan kardeşlerime ve değerli annem Seyide ÖCAL, babam Adnan ÖCAL'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

30 Haziran 2018 günü kaybettiğimiz kıymetli babaannem, Emine ÖCAL'a derin sevgi, özlem ve sonsuz saygılarımla..

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	ii
ABSTRACT.....	iii
TEŞEKKÜR	iv
İÇİNDEKİLER	v
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	x
KISALTMALAR	xi
1. GİRİŞ.....	1
2. TEORİK ÇERÇEVE.....	3
2.1. Sermaye Yapısı Kavramı.....	3
2.1.1. Kaldıraç Oranı	4
2.1.2. Sermaye Maliyeti.....	5
2.1.2.1. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	5
2.1.3. Sermaye Bütçelemesi	6
2.1.4. Firma Değeri.....	6
2.2. Sermaye Yapısı Teorik Yaklaşımlar	7
2.2.1. Klasik Yaklaşımlar	7
2.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı	8
2.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	9
2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım	10
2.2.1.4. Modigliani Miller Yaklaşımı	11
2.2.1.4.1. Modigliani Miller önermeleri.....	12
2.2.1.4.2. Modigliani Miller yaklaşımına getirilen eleştiriler	16
2.2.2. Modern Teoriler.....	17
2.2.2.1. Ödünleşme Kuramı (Trade-Off Theory).....	17

2.2.2.2. Asimetrik Bilgi Kuramı (Information Asymmetry Theory)	18
2.2.2.3. Finansman Hiyerarşisi Kuramı (Pecking Order Theory).....	18
2.2.2.4. Sinyal Yaklaşımı (Signaling Theory)	19
2.2.2.5. Vekalet Teorisi ve Temsil Maliyeti (Agency Theory and Agent Cost)	20
2.2.2.6. Piyasa Zamanlaması Teorisi (Market Timing Theory).....	21
3. İKTİSADİ PARAMETRELERİN ÖNEMİ ve TANIMLARI	23
3.1. Enflasyon.....	25
3.1.1. Tüketici Fiyat Endeksi.....	26
3.1.2. Üretici Fiyat Endeksi	26
3.2. Döviz Kuru	27
3.2.1. Sabit Döviz Kuru	28
3.2.2. Esnek Döviz Kuru	29
3.3. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla.....	29
3.4. Faiz	30
3.4.1. Basit Faiz	31
3.4.2. Bileşik Faiz	31
4. İKTİSADİ PARAMETRELERİN SERMAYE YAPISINA ETKİSİNE İLİŞKİN ANALİZ	33
4.1. Literatür Araştırması	33
4.1.1. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	33
4.1.2. Dünyada Yapılan Çalışmalar	41
4.2. Metodoloji	48
4.3. Veri Seti.....	49
4.4. Değişkenler.....	50
4.4.1. Bağımlı Değişken	51
4.4.2. Bağımsız Değişkenler	52
4.5. Uygulama	53
4.5.1. Ampirik Bulgular.....	54

5. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	67
KAYNAKLAR	71
ÖZGEÇMİŞ.....	81



ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 4.1. Analiz değişkenleri ve hesap yöntemleri	51
Çizelge 4.2. 2002-2016 Yılları sektörlerin sermaye yapıları, bağımlı değişkenler.....	52
Çizelge 4.3. 2002-2016 Yılları iktisadi parametreler, bağımsız değişkenler	53
Çizelge 4.4. Parametrelere ait tanımlayıcı özellikler.....	54
Çizelge 4.5. Gıda, içecek ve tütün imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları	55
Çizelge 4.6. Gıda, içecek ve tütün imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları	56
Çizelge 4.7. Tekstil ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları	57
Çizelge 4.8. Tekstil ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları.....	57
Çizelge 4.9. Deri ve deri ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları	58
Çizelge 4.10. Deri ve deri ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları	59
Çizelge 4.11. Kağıt ve kağıt ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları	60
Çizelge 4.12. Kağıt ve kağıt ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları	60
Çizelge 4.13. Kauçuk ve plastik imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları	61
Çizelge 4.14. Kauçuk ve plastik imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları	62
Çizelge 4.15. Metal ana sanayi imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları	63
Çizelge 4.16. Metal ana sanayi imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları.....	63
Çizelge 4.17. Bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları.....	64

Çizelge 4.18. Bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları	64
Çizelge 4.19. Motor kara taşıtı imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları	65
Çizelge 4.20. Motor kara taşıtı imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları	66



ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1.	Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Maliyeti-Finansal Kaldıraç İlişkisi ve Finansal Kaldıraç-Firma Değeri İlişkisi9
Şekil 2.2.	Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Maliyeti-Finansal Kaldıraç İlişkisi ve Finansal Kaldıraç-Firma Değeri İlişkisi 10
Şekil 2.3.	Geleneksel Yaklaşımında Sermaye Maliyeti-Finansal Kaldıraç İlişkisi ve Finansal Kaldıraç-Firma Değeri İlişkisi 11
Şekil 2.4.	Modigliani-Miller yaklaşımında verginin olduğu durumda sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi 15
Şekil 2.5.	Modigliani-Miller yaklaşımında verginin olmadığı durumda sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi 16

KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BİST	Borsa İstanbul
CBRT	Central Bank of Turkish Republic
GDP	Gross Domestic Product
GMM	Generalized Moment Method
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurt içi Hasıla
İSO	İstanbul Sanayi Odası
MM	Modigliani Miller
ROE	Return on Equity
ROA	Return on Assets
SBP	State Bank of Pakistan
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi

1. GİRİŞ

Sermaye yapısı, finans literatüründe büyük yere sahiptir ve işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için önem arz etmektedir. Literatürde genel olarak, sermaye yapısı kararlarına yönelik çalışmalarda veri setlerinin uzun dönemli olmadığı ve BİST şirket bilançoları ile şirketler üzerinden çalışmalar yapıldığı incelenmiştir. Bu tez çalışmasının amacı, iktisadi parametrelerin sermaye yapısına etkisini, TCMB verileri kullanılarak sektörel bazda ortaya koyabilmektir.

Bu çalışma 2002-2016 yılları verileri dikkate alınarak uzun dönem (15 yıl) analiz yapılacak olması ve TCMB imalat sanayi sektörel verileri ele alınarak, her sektörde iktisadi parametrelerin etkisini ayrı ayrı değerlendiren bir tablo oluşturulabilmesi açısından önemlidir.

2002-2016 yıllarını kapsayan veri setinde yer alan sektör sayıları ve içerikleri yıllara göre farklılık göstermekte ve veri kaybına neden olmaktadır. Bu nedenle veri kaybı olan sektörler analizden çıkarılmış ve benzerlik gösterenler birleştirilerek toplamda 8 sektör elde edilmiştir. Analiz ve yorumlamalarda da her sektör ayrı ayrı ele alınmıştır.

Çalışmada iktisadi parametreler olarak enflasyon oranları, döviz kuru, GSYH ve faiz oranları ele alınmıştır. TCMB imalat sektörleri olarak ise yapılan düzenlemeler sonrası, gıda içecek ve tütün imalatı, tekstil imalatı, motorlu kara taşıtı, treyler ve yarı treyler imalatı, kauçuk ve plastik imalatı, deri ve deri ürünleri imalatı, ana metal sanayi, kağıt ve kağıt ürünleri imalatı, bilgisayarların elektroniklerin ve optik ürünlerin imalatı olarak 8 sektör belirlenmiştir.

Analiz yapılacak olan sektörün imalat sektörü olması dolayısıyla enflasyon oranlarında ÜFE hesaplamaları dikkate alınmıştır. Döviz kurunda dolar paritesi ele alınmıştır. Sektörlerde yabancı yatırımcıların da yer alması sebebiyle analizde GSMH değerleri değil GSYH değerleri dikkate alınmıştır.

Tezin ilk bölümünde amacı anlatılmış, genel hatlarından bahsedilmiş, kullanılan verilere, bölümlerde anlatılanlara yer verilmiştir. İkinci bölümde, sermaye yapısı kavramı ve bu kavramı daha iyi anlamak adına sermaye maliyeti, sermaye bütçelemesi ve firma değerinden bahsedilmiştir. Temel kavramlardan sonra sermaye yapısına ilişkin geleneksel

ve modern yaklaşımlar detaylandırılarak anlatılmıştır. Üçüncü bölümde, bağımsız değişkenler olarak kullanılacak olan iktisadi parametrelerin önemine, ekonomideki yerlerine, işletmelerin yatırımlarına ve dolayısıyla sermaye yapılarına olan etkisine değinilmiştir ve her bir parametre ayrıntılarıyla anlatılmıştır. Dördüncü bölümde uygulamaya yer verilmiş, literatür taraması ve metodolojiden sonra veri seti ve değişkenler anlatılmıştır. Yapılan uygulamada sermaye yapısı bağımsız değişken ve iktisadi parametreler bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Analiz sonuçlarına tablolarıyla yer verilmiş, tablolardaki değerlerin önemi anlatılmış ve bulgular anlatılmıştır. Beşinci bölümde ise sonuçlar yorumlanarak öneriler getirilmiştir.



2. TEORİK ÇERÇEVE

2.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Sermaye yapısı, şirketlerin borçları ile öz kaynakları arasındaki ilişki şeklinde ifade edilmektedir (Akgüç, 1998). Firmaların performanslarını her açıdan etkilemesinden dolayı önemli bir kavramdır.

Sermaye yapısı firmalar açısından büyük öneme sahiptir. Bunun sebebi, sermaye yapısının sermaye maliyetini, sermaye maliyetinin sermaye bütçelemesini ve sermaye bütçelemesinin de firma değerini etkilemesidir. Firmanın borca daha fazla yer vermesi yani borç / öz kaynak oranını artırması firma için yükümlülük riskinin, iflas olasılığının, hisse senetlerinde oynaklıkların artmasına neden olmaktadır. Sermaye yapısı, sermaye maliyetini minimum, firma değerini maksimum yapmaktadır (Aksöyek ve Yalçınar, 2011).

Sermaye yapısını şirket yönetiminin büyüme stratejileri, kısa ve uzun dönemli hedefleri, şirket yönetiminin karlılık-risk arasındaki tercihi, yatırımcı tercihleri, yatırımların büyüklüğü ve teknoloji yoğun-sermaye yoğun olması gibi çeşitli birçok faktör tarafından şekillendirilmektedir (Sayılman ve Sayman, 2009).

Sermaye yapısı aynı zamanda şirket riski ve şirket değeri hakkında da bilgi vermektedir. Firmalar, sermaye yapılarında borç fonları kullanarak öz sermayenin karlılığını olumlu yönde etkileyebilir. Ancak bu anlayış sınırsız oranda borçlanmak demek değildir. Firmaların finansal kaldıracı yükseldikçe, finansal riski yükselecek ve bu durum firmanın hisse senetlerinin değerini olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bu nedenle, firmalar finansman kararlarını verirken, borçlanma ile yeni hisse senedi ihracı (öz kaynak) seçenekleri arasında finansal amaç açısından bir karşılaştırma yapmak ve en uygun seçeneği uygulamak durumundadırlar (Yaşar, 2006).

Sermaye yapısında borç veya öz kaynak kullanmak firmalara maddi külfetler ile birlikte faydalar da getirebilmektedir. Ayrıca sermaye yapısı şirketlerin riskleri ile karlılığı arasında hassas bir denge kurmayı gerektirmektedir. Bu nedenlerle şirketler sermaye yapılarının nasıl oluşacağına karar verirken borç ve öz kaynak kullanımının maliyetlerini, avantajlarını ve dezavantajlarını, karşı karşıya oldukları riskleri, ulaşmak istedikleri karlılık seviyesini göz önünde bulundurmalıdırlar (Kartal, 2017).

Her firmanın finansal kararlarını etkileyen birçok faktör vardır, bu sebeple optimal sermaye yapısının gereklilikleri net bir şekilde bilinmemektedir. Yani aynı sektörde olan aynı ölçekli iki firma için dahi sermaye yapıları farklılık gösterebilmektedir.

Optimal sermaye yapısı; firmanın hisse sentlerinin pazar değerini maksimize edecek bir dengeyi risk-getiri arasında kurmaya çalışır. Optimal sermaye yapısı üzerinde dört faktör etkili olur;

1. İşletme riski veya borç sermaye durumu yoksa faaliyet yapısından doğan risk önemlidir,
2. Firmanın vergi durumu, borçla karşılanan sermayenin faizleri vergi matrahından düşüldüğü için reel borç maliyeti azalmaktadır,
3. Finansal esneklik, firmanın uygun dönemde ve olumsuz şartlarda sermaye sağlama yeteneğidir. Gelecekte sermaye sağlama konusundaki muhtemel riskler güçlü bir bilançonun gerekliliğini ortaya koymaktadır.
4. Yöneticilerin muhafazakar veya atak oluşları, sermaye yapısı üzerinde etkili olur. Örneğin; aşırı borçlanma ile firma karlarını arttırmaya çalışmak, değer artırıcı, doğru bir sermaye yapısı üzerinde etkili olmaz (Okka, 2009).

2.1.1. Kaldıraç Oranı

Kaldıraç oranı varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Bu oran borçların toplam varlıklara oranı olarak bilinir.

Firmanın, varlıklarını finanse ettiği toplam kaynaklarında, banka borcu ve tahvil gibi finansman gideri kaynağı ne kadar yüksekse, finansal kaldıraç derecesi de o kadar yüksek olacaktır. Yüksek borçluluk oranına sahip yani finansal kaldıraç bulunan firmalar için borcun anapara ve faiz ödemeleri yükümlülüğünden dolayı finansal riskte yüksek olacaktır. Özetle firmalar büyük finansal riskler karşılığında, yüksek kar elde etmek isterler. Fakat böyle büyük finansal riskler, firmaların nakit sıkıntısı çektikleri dönemlerde, iflas veya temerrütle karşı karşıya kalmasına neden olabilir (Otluoğlu, 2017).

2.1.2. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, bir firmanın yatırımlarını finanse etmek için kullandığı sermaye yani borçlar, imtiyazlı hisse senetleri, dağıtılmayan karlar, adi hisse senetleri için ödemek zorunda olduğu bedeldir (Okka, 2009).

Firmaların iki finansman kaynağı bulunmaktadır. Bunlardan biri öz sermaye diğeri ise yabancı sermayedir. İşletmelerde yabancı kaynak/ öz kaynak oranları zaman içerisinde değişim göstermektedir ve bu değişim sermaye yapısını dolayısıyla sermaye maliyetini etkilemektedir. Bu da sermaye maliyetini firma için oldukça önemli hale getirmektedir.

2.1.2.1. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, çeşitli fon kaynaklarının maliyetleri ile sermaye yapısı içindeki payları çarpımlarının toplanmasıyla bulunur. AOSM, işletmenin anlık durumunu gösteren cari bir maliyettir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin artması işletmenin kaynak bulmasını güçleştirmektedir. Sermaye yapısının değişmesi veya yeni kaynakların eklenmesi durumunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de değişmektedir. Bu nedenle böyle değişimler olduğunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, işletmenin değeri üzerinde doğrudan bir etkisi olduğu görülebilir.

AOSM, özsermayeye kıyasla daha düşük olan borcun maliyetiyle, özsermaye maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır. Eğer firma düşük maliyetli olan borcun payını yükseltirse, yüksek maliyetli olan özsermayenin ağırlığı düşecektir. Bu durumda yukarıda ifade edilen diğer şartlar aynı kalmak koşuluyla AOSM düşecek ve firma değeri yükselecektir. Eğer diğer şartlar değişirse hem borcun hem de özsermayenin maliyeti artacaktır. Dolayısıyla firmanın sermaye yapısında meydana gelen değişiklikler sonucunda AOSM’ni meydana getiren diğer bütün değişkenler de değişebilecektir (Karadeniz, 2008).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum olduğu nokta firmanın optimal sermaye yapısına ulaştığı noktadır. Ayrıca bu noktada firmanın hisse senetlerinin pazar değeri maksimize olmaktadır (Okka, 2009).

2.2. Sermaye Yapısı Teorik Yaklaşımlar

Son 50 yılda formüle edilmiş sermaye yapısı teorilerinin, yazarları çoğunlukla Anglo-Sakson ülkelerinden ekonomistlerdir. Teoriler bu ülkelerden tüm dünyaya yayılmış ve buralarda daha ayrıntılı bir şekilde detaylandırılıp, test edilmiş ve basitleştirilerek, ulusal ekonomiler, endüstriler ve belirli şirketlerin içeriklerine uygun hale getirilmiştir. Pratik uygulamalarıyla ilgili temel problem, çeşitli teorilerin geçerliliğinin evrensel olmamasıdır. Bu teoriler ve sonuçları sadece belirli koşullar altında ve belirli sınırlamalar ile geçerli hale gelmektedir. Farklılıklar aynı zamanda karşılıklı olarak birbirini dışlayan çeşitli teorilerin sonuçları ve önerileri arasında da ortaya çıkmaktadır (Jaros ve Bartosova, 2015).

Sermaye yapısının işletme değeri üzerine yaklaşımlar genel haliyle klasik ve modern yaklaşımlardır. Bu teori ve yaklaşımlar şirketlerin sermaye yapılarının nasıl belirlenmesi gerektiği üzerine yapılmış teorilerdir.

2.2.1. Klasik Yaklaşımlar

Klasik yaklaşımlar sermaye yapısı kararlarını bazı varsayımlar temelinde sermaye maliyeti ve şirket değeri açısından ele almaktadır. Sermaye yapısı kararlarında amaç, yabancı ve öz kaynaktan oluşan uygun fon bileşimini oluşturarak işletmenin pazar değerini maksimum kılmaktır. Bu bileşim ise optimal sermaye yapısı demektir. Optimal sermaye yapısı, işletme değerinin maksimum, sermaye maliyetinin minimum olduğu durumdur (Apak ve Demirel, 2013).

Optimal sermaye yapısı ile ilgili tüm yaklaşımların temel varsayımlar şunlardır :

- Analizlerde karlar üzerinden vergi yer almamaktadır,
- Firma faaliyetleri yalnızca öz kaynak ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla yürütülmektedir.
- Sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin maliyeti bulunmamaktadır ve bu işlemler zamandan bağımsızdır,
- Firmaların elde ettiği karlar tamamıyla ortaklara dağıtılmaktadır,

- Firmaların karlılığı gelecekte değişmeyecektir, dolayısıyla büyümeleri söz konusu değildir,
- Firma ortaklarının geleceğe ilişkin beklentileri birbirleri ile aynıdır,
- Firmaların riski zaman içerisinde sabittir ve bu risk sermaye yapısından ve finansal riskten bağımsızdır (Ceylan ve Korkmaz, 2013).

2.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

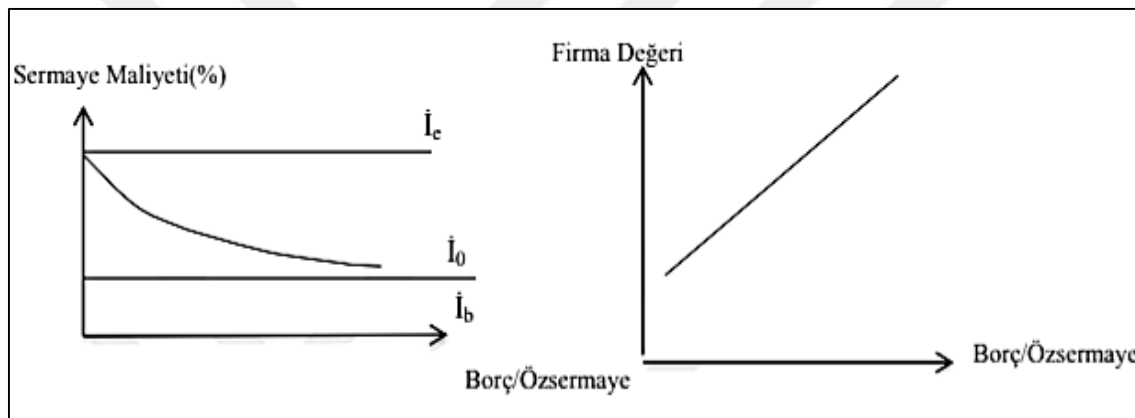
Net gelir yaklaşımı Durand tarafından ortaya konmuştur ve bir firmanın sermaye maliyetinin belirlenmesinde, borcun kaldıraç etkisini en fazla dikkate alan yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, firmanın sermaye yapısı içerisinde borcun payının artışı AOSM düşüşüne ve firma değerinin artmasına neden olacaktır. Öz sermaye ve borç maliyetleri ise sermaye yapısından etkilenmemektedir. Firma ne kadar borçlanırsa o kadar maliyeti azalacak dolayısıyla firmanın değeri de o derece yüksek olacaktır. Yani net gelir yaklaşımına göre, eşit pasife sahip iki firmadan borç/özkaynak oranı daha yüksek olan firma daha değerlidir.

Bu yaklaşım, borçlanma maliyetinin öz sermaye maliyetinden daha düşük olduğu ve borçlanma maliyeti ile öz sermaye maliyetinin farklı sermaye yapıları (farklı borç/öz sermaye oranları) için sabit kaldığı varsayımına dayanmaktadır. Borçlanma maliyeti ile öz sermaye maliyetinin farklı sermaye yapıları için sabit kaldığı varsayımı gerçekçi bir varsayım olmadığı dolayısıyla, net gelir yaklaşımının gerçeği yansıtmaktan uzaklaşabileceği vurgulanmaktadır (TSPAKB, 2012).

Net gelir yaklaşımı, borç verenlerin verdikleri borç ne kadar olursa olsun faiz beklentilerinin hep sabit kalacağı varsayımından dolayı eleştirilmektedir. Ancak artan her birim fazla borçlanma riski arttıracığından daha pahalı olacaktır. Dolayısıyla bu varsayım, piyasa koşullarında baştan olanaksızdır. Yaklaşımda ayrıca, borçlanmadan oluşacak olan likidite sorunu ihmal edilmektedir. Ancak firma borç verenlere vade tarihine kadar ödeme yapmak zorundayken, ortaklara karşı böyle bir mesuliyeti yoktur. Vade tarihinde borcu ödeme gücü olmayan firma her şeye rağmen borç ödediğinde likidite sorunu ile karşılaşacaktır. Borçlanmalar, işletmelerin kredi derecelerini düşürür. Böyle bir durumda ise, daha riskli bir firma olacağından borç verenler için daha az tercih edilir. Net gelir yaklaşımı bu hususu da ihmal etmiştir (Atan, 2014).

Uzun vadede, düşük maliyetli finansman kaynağı olan borç ile yüksek maliyetli finansman kaynağı olan hisselerin kombinasyonu ile işletme düşük maliyetlere ulaşabilir. Sermaye yapısında yüksek miktarda borç kullanımı, verginin etkisi ile sermaye giderlerini düşürebilir. Dolayısıyla, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve hisse değerleri finansal kaldıraç oranının seviyesinden etkilenmektedir. Bu yaklaşıma göre optimal bir sermaye yapısına hiç bir zaman ulaşmak mümkün değildir (Ahmadinia, Afrasiabishani ve Hesami, 2012).

Net gelir yaklaşımında sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi ve finansal kaldıraç-firma değeri ilişkisi aşağıdaki gibidir (Akgüç, 1998):



Şekil 2.1. Net Gelir Yaklaşımında Sermaye Maliyeti-Finansal Kaldıraç İlişkisi ve Finansal Kaldıraç-Firma Değeri İlişkisi

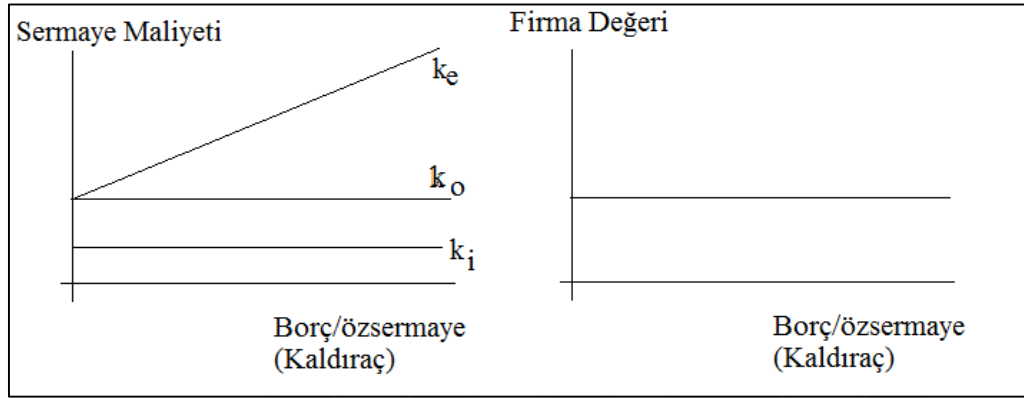
2.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre, firma için sabit ortalama sermaye maliyeti olduğundan firmanın cari değerini etkilemek mümkün değildir. Yaklaşımdaki 2 temel varsayım, tüm sermaye yapılarında borç maliyetinin sabitliği ve kullanılan borçlara karşılık artan riskten dolayı ortakların beklediği verimlilik oranının aynı oranda yükseldiğidir. Bu sebeplerle ucuz maliyetli kaynak kullanmanın avantajı öz kaynak maliyetindeki artış ile ortadan kalkmakta ve tüm sermaye yapılarında ortalama sermaye maliyeti ve firma değeri aynı kalmaktadır (Aksöyek ve Yalçınar, 2011). Ayrıca, öz sermaye maliyetindeki artış, borç maliyetindeki düşüşle telafi edilmekte ve AOSM değişmemektedir (Okka, 464).

Borçlarda ki artışın, finansal riski arttırırken, finansal riskteki artışın ise, ortakların beklediği getiriye yükselteceğini öngörmektedir. Ucuz kaynak sağlama yöntemi olan borcu

kullanarak sağlanan avantaj, öz sermaye maliyetinin yükselmesiyle ortadan kalktığı için ortalama sermaye maliyeti aynı kalmaktadır. Dolayısıyla bu yaklaşıma göre, sermaye yapısı değiştirilerek ortalama sermaye maliyeti düşürülemediğinden, firma değeri de arttırılmaz (Canbaş ve Vural, 2010).

Net faaliyet geliri yaklaşımında sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi ve finansal kaldıraç-firma değeri ilişkisi aşağıdaki gibidir (Akgüç, 1998):



Şekil 2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımında Sermaye Maliyeti-Finansal Kaldıraç İlişkisi ve Finansal Kaldıraç-Firma Değeri İlişkisi

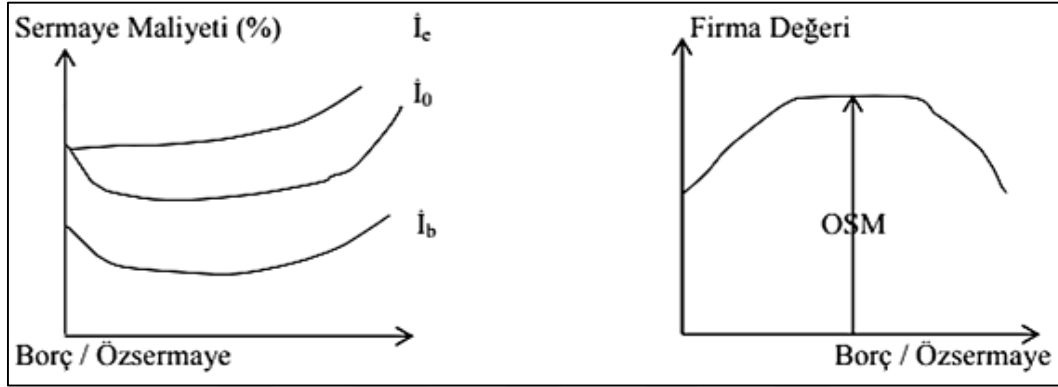
2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım, işletme açısından özsermaye maliyetinin yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olduğunu savunan bir yaklaşımdır. İşletme sermayesine katılımın, borç vermeye kıyasla daha riskli olmaktadır. Ortakların bu riski de karşılayacak şekilde normal faiz oranının üzerinde kâr beklentileri ve borç faizlerinin gider yazılarak vergi matrahından düşürülmesi ve buradan vergi tasarrufu sağlanmasına karşılık dağıtılan kâr payı için böyle bir olanağın mevcut olmamasından dolayı, öz kaynak maliyetinin, genellikle borçların maliyetinden daha yüksek olmasına neden olmaktadır (Akgüç, 1998).

Bu yaklaşımda, işletmeler için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. Bu optimal sermaye yapısında da işletmenin kullanacağı yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti ve öz sermayenin reel marjinal maliyeti birbirlerine eşit olmaktadır. İşletmeler optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce, yabancı kaynaklarını kullanarak ortalama sermayelerini düşürebilirler. Optimal sermaye yapısına ulaşıldıktan sonra borçlanmaya devam edilirse, yabancı kaynak ve öz sermaye maliyetleri artacak ve bu da işletmenin piyasa değerini

düşürecektir. Dolayısıyla, geleneksel yaklaşıma göre, bir finans yöneticisinin işletmenin piyasa değerini maksimum yapan sermaye bileşimini bulması gerekmektedir.

Geleneksel yaklaşımda sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi ve finansal kaldıraç-firma değeri ilişkisi aşağıdaki gibidir (Akgüç, 1998):



Şekil 2.3. Geleneksel Yaklaşımda Sermaye Maliyeti-Finansal Kaldıraç İlişkisi ve Finansal Kaldıraç-Firma Değeri İlişkisi

Geleneksel teoriye göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti önce azalmakta ve daha sonra artmaktadır. AOSM'nin en düşük olduğu nokta geleneksel teoriye göre optimal sermaye yapısıdır (Karadeniz, 2008).

2.2.1.4. Modigliani Miller Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre, sermaye piyasalarının etkin olduğu ortamlarda firmanın sermaye yapısıyla firma değeri arasında bir ilişki olmadığı öne sürülmektedir. Ayrıca firma değeri sermaye yapısından bağımsızdır ve firma değerini belirleyen unsurların risk ve getiri olduğunu öne sürmektedir (Poyraz, 2008). MM yazdıkları makale ile vergi, işlem maliyeti ve diğer piyasa aksaklıklarının olmadığı bir tam rekabet piyasasında sermaye yapısının ortalama sermaye maliyeti ve firma değeri üzerinde hiçbir etkisi olmadığını göstermektedir (Gürsoy, 2007).

Bu yaklaşıma göre bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti, onun sermaye yapısından tamamen bağımsızdır. Bir firmanın borçlanması nedeniyle finansman riski arttığı durumda öz sermaye maliyeti de artmaktadır (Akgüç, 1998).

MM, sermayenin maliyetinin tüm kaldıraç dereceleri boyunca sabit kalması için davranışsal gerekçeler sunaktadır. Varsayımlarından bazıları şöyledir;

- Bilginin maliyeti daha azdır ve tüm yatırımcılara açıktır,
- Kurumlar vergisi yoktur,
- Firmalar eş değer getirilerine göre kategorize edilebilir,
- Beklenen faaliyet kazancı gelecekte de aynıdır (Van Horne, 1992),
- Tam rekabet koşulları geçerlidir. Yani yatırımcılar sıfır maliyetle piyasadan bilgi elde edebilmektedir,
- Gelir üzerinden alınan vergiler başlangıçta modele dahil edilmemiş ancak bu varsayım sonradan kaldırılmıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2013).

Özet olarak, tam rekabet koşullarında ve aksaksız olarak çalışan mali piyasalar sayesinde şirketlerin finansman ihtiyaçlarında kullanabilecekleri kaynakların maliyetleri arasında bir fark yoktur, iç fon gereksinimi olan bir şirket rahatlıkla mali piyasadan borçlanabilmekte veya yeni sermaye bulabilmektedir. Bu sebeple, sermaye yapısında meydana gelecek değişikliklerin şirketin değerini etkileyici bir rolü olmamaktadır.

2.2.1.4.1. Modigliani Miller önermeleri

Modigliani- Miller'in 1958 yılında yazmış oldukları makalede üç temel önermeleri vardır:

I. Önerme: Herhangi bir firmanın piyasa değeri onun sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve onun beklenen getirisinin, sınıfına uygun olan iskonto oranı p_k ile iskonto edilmesiyle elde edildiğidir (Modigliani, Miller, 1958). Bu önerme aşağıdaki şekilde formüle edilmiştir:

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

- V_j : firmanın piyasa değeri,
- X_j : şirketin sahip olduğu varlıkların beklenen geliri,
- D_j : şirket borçlarının piyasa değeri,
- S_j : şirket hisse senetlerinin piyasa değeri,

- p_k : k sınıfındaki herhangi bir hisse senedinin beklenen getiri oranı

Bu durum, ortalama sermaye maliyeti ile de ifade edilebilir. Herhangi bir firmanın ortalama sermaye maliyeti, onun sermaye yapısından bağımsızdır ve de sınıfının tamamen özsermaye finanse edilmiş gelir akımının iskonto oranına eşittir. Bir diğer ifade ile k sınıfındaki tüm firmalar için sabittir (Modigliani, Miller, 1958).

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

Modigliani-Miller'in I. önermesi, firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu kabul etmektedir. Modigliani-Miller'in I. önermesine göre aynı risk sınıfında bulunan firmaların, varlıklarını özkaynak yada yabancı kaynak ile finanse etmeleri firma değerinde bir değişikliğe neden olmayacaktır. Eğer aynı risk kategorisinde bulunan iki firmadan biri tamamen özkaynak ile, diğeri kısmen özkaynak kısmen de yabancı kaynak ile finanse edilmişlarsa, bu iki firmanın piyasa değerleri tam rekabet piyasasında aynı olacaktır. Bunun nedeni arbitraj işlemidir. Modigliani-Miller'in önermeleri sermaye piyasasında arbitraj yapılmasına dayanmaktadır (Yenice, 2001). Modigliani- Miller'e göre bu önermelerin gerçekleşmemesi halinde arbitraj gündeme gelecek ve de bu önermelerin gerçekleşmesini sağlayacaktır (Miller, 1988: 102). Arbitraj işlemi iki firmanın değeri eşitlenene dek sürecektir (Brigham, 1995: 175). Modigliani-Miller I. Önermesinde, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımını desteklemektedir (Yenice, 2001).

II. Önerme: Bir hisse senedinin beklenen getirisi oranı olan i , sınıfının tamamen özsermaye ile finanse edilmiş gelir akımının iskonto oranı p_k , artı p_k ve r farkının, borç özsermaye oranı ile çarpımına eşit olan finansal risk priminden oluşmaktadır (Modigliani, Miller, 1958).

$$I_j = p_k + (p_k - r) D_j/S_j$$

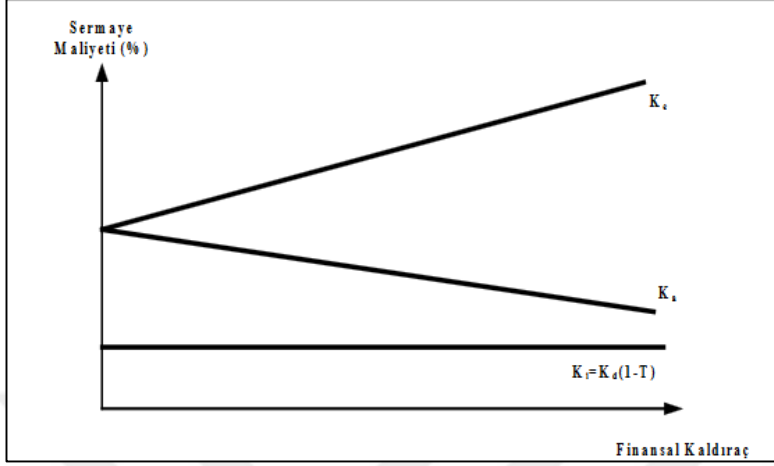
Bu fonksiyonda da görüldüğü gibi hisse senetlerinin beklenen getirisi, kaldıraçın doğrusal bir fonksiyonudur. Borç/ özkaynak oranı arttıkça firmanın finansal riski artacak ve de hissedarlar artan riske karşılık olarak beklenen getirilerini de arttıracaklardır (Shapiro, Balbirer, 2000). MM'nin ikinci önermesi aynı zamanda borcun görünmeyen maliyetine işaret etmektedir. Kaldıraç oranı arttıkça düşük borç maliyeti nedeniyle ağırlıklı

ortalama sermaye maliyetinin de düşmesi beklenir ancak borcun görünmeyen maliyeti olan hissedarların beklenen getirilerindeki artış ağırlıklı ortalama maliyetinin de sabit kalmasını sağlamaktadır (Brealey ve Myers 1997). Modigliani-Miller'in II. önermesi ise firmanın özkaynak maliyetinin, sermaye yapısının pozitif yönde doğrusal fonksiyonu olduğunu kabul etmektedir. Modigliani-Miller'in II. önermesinde firmanın kazançları üzerinden ödedikleri kurumlar vergisi modele eklenerek, kurumlar vergisinin firma değeri ve kaynak maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir (Yenice, 2001). Faiz borcu muhasebe açısından bir gider kalemi olduğundan, vergiye konu olan kazançtan indirilebilmektedir. Modigliani-Miller'in II. önermesindeki bu durumun, verginin olduğu bir piyasada yabancı kaynak kullanımının, özkaynaklarda doğabilecek olumsuz etkiyi vergi kalkını ile önlediği savunulmaktadır. Modigliani-Miller'in II. önermesine göre borç düzeyi arttıkça firma değeri de artmaktadır. Ancak bu durum sonsuza kadar devam etmemekte ve firmaların kullandıkları borç miktarı belirli bir noktayı geçtiğinde firma değeri azalmaya başlamaktadır (Yenice, 2001).

III. Önerme: Eğer k sınıfındaki bir firma, kararın verildiği anda hissedarların menfaati en iyi olacak şekilde davranıyorsa, yatırımın getirisi, p^* ; p_k ' ya eşit yada büyük ya da daha büyük olduğu takdirde, bir yatırım fırsatından yararlanacaktır. Yani, firmadaki yatırım için kesme noktası her durumda p_k olacaktır ve yatırımı finanse etmek için kullanılan menkul kıymet türünden tamamen etkilenmeyecektir. Eşdeğer olarak, kullanılan finansmana bakılmaksızın sermayenin bir firmaya olan marjinal maliyetinin, sermayenin ortalama maliyetine eşit olduğunu ve firmanın ait olduğu sınıftaki bir ani olmayan dalgalanmanın kapitalizasyon oranına eşittir (Modigliani, Miller, 1958). Modigliani-Miller'in III. önermesi ise iflas maliyetleri ve temsilci maliyetlerinin dikkate alınmasıyla, kaldırıcın bir düzeye kadar firmayı olumlu etkilediği, bu düzeyden sonra ise firma değerini düşürdüğünü savunmaktadır.

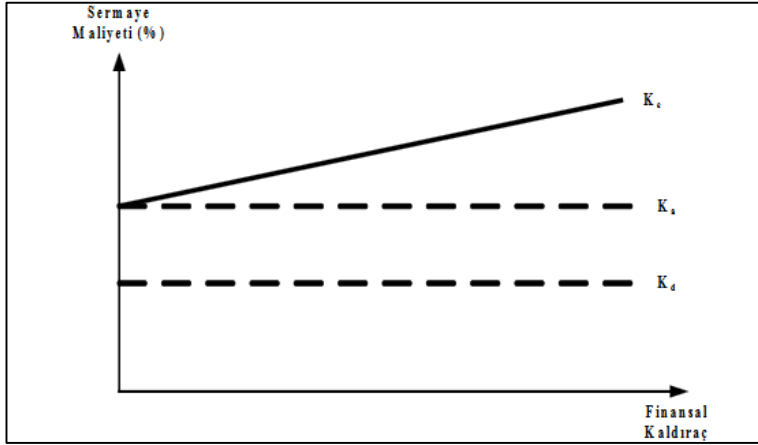
Yenice, Modigliani-Miller'in III. önermesine göre bu durumun nedenleri finansal sıkıntı ve temsilci maliyetleri olduğunu belirtmiştir. Finansal sıkıntı maliyetleri ise, kredi açanlara verilen sözler yerine getirilemediğinde veya ödemede üçlüklerle karşılaşıldığında ortaya çıkan maliyetlerin bütünüdür. Temsilci maliyetleri ise, firmanın yöneticileri ile hissedarları, hissedarları ile kredi verenleri arasındaki zıt yönlü kazanç beklentilerinden oluşan maliyetlerdir (Yenice, 2001).

Modigliani-Miller yaklaşımında verginin olduğu durumda sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi aşağıdaki gibidir (Moyer, McGuigan, ve Kretlow, 2001):



Şekil 2.4. Modigliani-Miller yaklaşımında verginin olduğu durumda sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi

Modigliani-Miller yaklaşımında verginin olmadığı durumda sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi aşağıdaki gibidir (Moyer, McGuigan, ve Kretlow, 2001):



Şekil 2.5. Modigliani-Miller yaklaşımında verginin olmadığı durumda sermaye maliyeti-finansal kaldıraç ilişkisi

2.2.1.4.2. Modigliani Miller yaklaşımına getirilen eleştiriler

MM yaklaşımında sermaye yapısına yönelik önermeleri dayandığı varsayımların gerçekçi olmaması sebebiyle çeşitli eleştirilere konu olmuştur. Eleştirilerin bir kısmı şu şekilde sıralanmıştır; (Akgüç, 1998; Türko, 1999; Brigham, 1990);

- Sermaye piyasalarında tam rekabet şartları tamamıyla geçerli değildir. Hisse senetleriyle ilgili her türlü bilgiyi hiçbir gidere katlanmaksızın anında elde etmek mümkün olmamaktadır. Her alım-satım işlemleminin bir maliyeti vardır. Böyle bir durumda ise arbitraj sınırlanmaktadır. Arbitraj, yalnızca sağlanacak faydanın işlemin gerektireceği giderleri aştığı durumda yapılabilir.
- Sermaye piyasalarında arbitrajı sınırlayan ve engelleyen kurumlar ilgili etkenler de bulunmaktadır. Sermaye piyasasına önemli miktarlarda kaynak sağlayıcılığı yapan tasarruf kurumları MM' nin öngördüğü gibi derhal arbitraj işlemine gidemezler, çünkü bu tür tasarruf kurumlarının arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktirmelerine neden olan bürokratik engeller vardır.
- Sermaye piyasalarının etkin olmaması, firmaların büyüklüklerine göre kredi maliyetlerinin farklı olmasına yol açacaktır. Bu durumda, finansal kaldıraçtan yararlanmakta olan bir firmanın, finansal kaldıraçtan yararlanmayan ya da daha az yararlanan firmalara kıyasla daha yüksek bir değere sahip olmasına yol açabilir.

- MM'e göre, firmaların iflası halinde işletmelerin çalışma yöntemleri önem arz etmektedir. İflas durumunda, varlıklar hiçbir tasfiye masrafına katlanmaksızın piyasadaki ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilebilmektedir. Bahsedilen bu durum ancak, tam rekabet koşulları altında çalışan sermaye piyasalarında gerçekleşebilmektedir. Normal piyasa şartları altında varlıkların ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilmeleri mümkün olmadığı gibi, gerçek değerinin altında nakde çevrilen varlıklar da, tasfiye masraflarına sebep olup, işletmeye ek maliyet çıkartmaktadır. Ayrıca iflas olasılığı dikkate alındığı zaman, sermaye yapısında borca yer veren firma, sermaye yapısında borca yer vermeyen firmaya oranla daha fazla iflas olasılığı ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu nedenle borç/özsermaye oranı belirli bir düzeyi aştığında firma daha yüksek sermaye maliyetine ve daha düşük piyasa değerine sahip olması beklenecektir.

2.2.2. Modern Teoriler

Modigliani-Miller tarafından ileri sürülen yaklaşım ile birlikte şirketlerin sermaye yapılarını ele alan yeni tartışmalar başlamıştır. Modigliani-Miller yaklaşımı milat gibi görülmüş ve söz konusu yeni tartışmalar modern yaklaşımlar altında incelenmiştir.

2.2.2.1. Ödünleşme Kuramı (Trade-Off Theory)

Ödünleşme kuramına göre sermaye yapısı kararları borcun maliyeti ve borcun faydaları arasındaki dengeyle belirlenmektedir (Murray ve Vidhan, 2009). Sermaye yapısını dengeleme teorisi olarak da bilinen bu teoride, MM kuramındaki aşırı öngörüler olmaksızın, borç oranlarının ılımlı olmasını mantıklı bulmakta ve hedef borç oranlarının firmaya göre değişebileceğini kabul etmektedir. Varlıkları maddi ve güvenilir olan firmaların daha çok borç kullanırken, yüksek teknoloji ve risk içeren varlıkları maddi olmayan firmaların daha az borç kullandıklarını söyleyen teori, sanayi sektörlerinde ki farklılığı da açıklamaktadır (Canbaş ve Vural, 2010).

Ödünleşme teorisi, firma değerini maksimize ederken; iflas maliyeti, hissedarlar ve borç verenler arasındaki vekâlet maliyetini en aza indirgeyen bir borç/sermaye oranının olduğunu ve firmanın bu orana ulaşmak için çabaladığını öne sürmektedir (Myers, 1984).

Dolayısı ile firmanın hedef kaldıraç oranı firmanın borç vergi kalkanından yararlandığı ve mali sıkıntıya düşmeyeceği noktada olmalıdır.

Ödünleşme Teorisine göre işletmeler, optimal sermaye yapılarını belirlerken, borç kullanıp kullanmama kararında borcun marjinal maliyeti ile marjinal faydasını dikkate almaktadır. Borcun marjinal faydasının marjinal maliyetine eşit olduğu noktada borç kullanılmaktadır. Borcun maliyetinden kastedilen iflas ve temsilci maliyetidir. Borcun faydası ile de borçlanmadan kaynaklanan faiz giderlerinin vergi matrahından düşürülmesine imkân tanıyan vergi kalkanı etkisi ifade edilmektedir. İflas ve temsilcilik maliyetini artıran, borçlanma düzeyindeki artış, işletme değerinin de azalmasına neden olmaktadır (Gülşen ve Ülkütaş, 2012).

2.2.2.2. Asimetrik Bilgi Kuramı (Information Asymmetry Theory)

Asimetrik bilgi kuramı, gerçek hayatta MM kuramında bahsedildiği gibi tam rekabet dolayısıyla tüm yatırımcıların, alıcı ve satıcıların tam bilgiye sahip olmaması hatta şirket yöneticilerinin şirket hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması dolayısıyla ortaya çıkmıştır. İşletme yöneticileri ile işletme dışındaki çıkar gruplarının işletme hakkında sahip oldukları bilgilerin farklı olmasından dolayı, asimetrik bilgi ile karşı karşıya kalınmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013).

İyi ve kötü firmalar alıcılar tarafından ayırt edebilirlerse, iyi firmalar tarafından çıkarılan hisse senedi, bono ve tahviller alıcılar tarafından tam değerinden satın alınacaktır. Böylece finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım alanlarına taşıyabilecektir (Şen, 2006).

2.2.2.3. Finansman Hiyerarşisi Kuramı (Pecking Order Theory)

Literatürdeki finansman kararlarında bilinen kuramlardan biri Myers tarafından 1984 yılında ayrıntılı olarak açıklanan Finansman Hiyerarşisi kuramıdır. Bu teoriye göre, şirketler yatırımlarını öncelikle iç kaynaklardan kullanmayı tercih ederler, çünkü fonlar, hisse senedi değerini düşürebilecek bir etki yaratmazlar. Eğer dış finansman(yabancı kaynak) gerekliyse şirket önce borçlanır, hisse senedi ihracı son çare olarak başvurur. Finansman hiyerarşisine göre, fon ihtiyaçlarını sağlayacak düzeyde iç kaynakları yoktur ve borçlanma ilk sırada yer alan dış finansman kaynağıdır. Finansman hiyerarşisi, çok kârlı

şirketlerin neden daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bunun nedeni, hedef borç-öz sermaye oranlarının düşük olması değil, dış paraya ihtiyaç duymamalarıdır. Kârı düşük olan şirketler 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).

Finansman Hiyerarşisi Kuramına göre, firmalar kurumsal finanslama kararlarında aşağıdaki durumları esas alırlar (Brealey, Myers ve Allen, 2011):

- Firmalar iç finansmanlarını tercih ederler,
- Kar payı ödemeleri, yatırım fırsatlarına uygun olacak şekilde yapılır ve bu dengeleme kademeli olarak gerçekleştirilir,
- Kar payı ödemeleri, getirilerdeki ve yatırım fırsatlarındaki dalgalanmalara rağmen istikrarlı olarak ödenmelidir,
- Eğer firma için dış finansman gereksinimi var ise sırasıyla borçlar, tahviller, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller gibi menkul kıymetler, son olarak hisse senedi ihracı, en risksiz olan en önce olacak şekilde seçilir (Yılmaz, 2014).

Alsu ve Yarımbaş'ın yaptıkları çalışmada elde ettikleri bulgulara göre kurulmuş olan tüm modellerde firma büyüklükleri, aktif karlılıkları ve vergi oranları ile finansal kaldıraç oranları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir. Dolayısıyla, BIST-100 endeksinde bulunan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketler açısından finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Alsu ve Yarımbaş, 2017).

2.2.2.4. Sinyal Yaklaşımı (Signaling Theory)

Firmaların sermaye yapısı kararları değiştikçe, yatırımcıların da işletmeyle ilgili beklentileri değişmektedir. Dolayısıyla firma yöneticileri sermaye yapısındaki değişiklikleri firma dışından üçüncü şahıslara işletme geleceği ile ilgili mesajlar göndermektedir. Bu durum literatürde sinyal yaklaşımı olarak adlandırılmaktadır. Firma yöneticileri, üçüncü şahıslara gidişat hakkında sinyaller göndererek, işletme değerini yükseltmeyi ve sermaye sahiplerine çıkar sağlatmayı hedeflemektedir. İşletme yöneticileri

borçlanma yoluyla finansmanın piyasa tarafından pozitif sinyal olarak algılandığını ve hisse sentlerinin değerini yükselttiğini düşünmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2013).

Bu yaklaşımda, işletmenin hisse senedi çıkartması yatırımcılarda olumsuz bir sinyal algılanırken, borçlanma yoluna gitmek olumlu bir sinyal olarak algılanmaktadır. Yatırımcı her iki durumda da firmanın sermaye yapısı kararlarından haberdar olacak ve ona göre hareket edecektir.

2.2.2.5. Vekalet Teorisi ve Temsil Maliyeti (Agency Theory and Agent Cost)

Vekalet teorisi, sermaye yapısı için yönetici, kredi verenler ve hissedar beklentilerinin uyumsuzluğunu öne çıkarmaktave bu uyumsuzlukların giderilmesi için katlanılan maliyetten hareket etmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Temsilcilik maliyeti teorisine göre hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmaları görülebilmektedir. En temel nedeni ise yöneticilerin işletme kaynaklarını kendi menfaatleri için kullanma amacı güdebilmesidir. Şirket değerinin maksimizasyonu yerine kendi pozisyonlarını güçlendirmek isteyen yöneticiler kâr dağıtmayıp şirket içinde tutarak borç verenlerin denetiminden korunabilmektedir. Bu tür eğilimlerin şirkete getirdiği maliyetler öz sermayenin temsilcilik maliyetini oluşturmaktadır. Öz sermayenin temsilcilik maliyetini azaltmanın yolu da borçlanma oranını arttırmaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2008).

Vekalet teorisinin temelini vekalet maliyeti oluşturmaktadır. Vekalet maliyeti ise, bir vekilin iş yapması durumunda bu vekilin sürekli kontrol edilmesi ve yönetilmesi için harcanan ilave maliyeti temsil etmektedir. Çalışanlar, işveren yerine kendini düşünerek, çalıştıkları işletmeyi tam olarak temsil etmedikleri durumda veya üst düzey bir yönetici, kazanılan parayı hissedarlara dağıtmak yerine yatırıma dönüştürerek, farklı şirketler alıp kendi etki ve yetki alanını genişletmeyi tercih etmesi durumunda bu üst düzey yöneticinin kontrol edilmesi, denetlenmesi işletme için ilave bir maliyet doğurmaktadır. Bu maliyet ise vekalet maliyeti veya temsil maliyeti olarak adlandırılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013).

Vekalet teorisinde geçen asil-vekil problemi ve işlem maliyeti yaklaşımı arasındaki ilişki; şirketlerin profesyonel yöneticileri ile şirket sahipleri arasında ortaya çıkabilen bir problemdir. İşlem maliyetleri profesyonel yöneticilerin yönetim işlemleri sırasında ortaya

çıkabilecek maliyetler olup asil-vekil problemlerinin gerçekleşebileceği bir alanı oluşturmaktadır. İşlem maliyetleri, bir iktisadi faaliyet içerisinde yer alan tarafların sayıca fazla olması, uzlaşmacı olmaması, bilginin tüm taraflara açık olmaması ve değişime direnç gösterilmesi gibi işlem yapmayı zorlaştıran tüm maliyet unsurlarını içermektedir (Çelik ve Bedük, 2014).

2.2.2.6. Piyasa Zamanlaması Teorisi (Market Timing Theory)

Piyasa zamanlaması teorisine göre, hisse senetlerinin değerlerindeki dalgalanmalar şirketlerin değerlerini etkilemektedir (Hassan, 2015). Ayrıca teori, şirket yönetiminin mevcut hissedarların kendi çıkarlarını, yeni yatırımcılara kıyasla daha fazla kolladığı ve yönetimin rasyonel beklentiler dengesi sınırlandırılmadığı varsayımlarına dayanmaktadır (Baker ve Wurgler, 2002).

Piyasa zamanlaması teorisine göre şirketler için optimal bir sermaye yapısı bulunmamaktadır. Ayrıca piyasa zamanlaması kararlarının etkisi uzun vadelidir (Baker ve Wurgler, 2002: 27).

Piyasa zamanlama teorisine göre, borç faizinin geçmiş ve gelecekteki beklenen faiz oranına göre düşük olduğu zaman borç ihraç eder. Gelecek faiz oranına ilişkin genel tahmin, ekonomideki enflasyon eğilimine bağlıdır. Bu nedenle, firma gelecekte ekleyeceği üzere, enflasyon oranının daha yüksek olacağı veya mevcut enflasyon oranının düşük olduğunu fark ettiğinde, firmalar borç senetleri ihraç etmektedir. Bu da piyasa zamanlaması teorisine göre, enflasyonun daha fazla olacağı beklenirse, enflasyon ile borç arasında pozitif ilişki olduğunu göstermektedir (Khanna1, Srivastava ve Medury, 2015).

3. İKTİSADİ PARAMETRELERİN ÖNEMİ VE TANIMLARI

Ülkelerin ekonomik durumunun göstergesi olan iktisadi parametreler işletmelerin sermaye yapıları ile ilgili kararlarında belirleyici olmaktadır. Para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler, gerek kaynak maliyeti gerekse çeşitli kaynakların sağlanmasında elverişlilik yönlerinden önem taşımaktadır. Firmaların finansman kararları gelecekteki ekonomik durumdaki beklentiler çerçevesinde alınmalıdır. Beklenen ekonomik daralma veya genişlemeye karşı risk azaltabilme, borçtan kaçınabilme gibi durumlara karşı firmalar finansmanda esneklik sağlayacak stratejiler izleyebilmelidir (Akgüç, 1998).

Ekonomide yaşanmakta olan gelişmeler ve karar alıcıların izlediği ekonomik politikalar, doğrudan işletmelerin yatırım kararlarını dolaylı olarak da bu yatırımların finansmanında kullanılacak kaynakların bileşimini etkileyerek, işletmelerin piyasa değerleri üzerinde değişiklik yapabilmektedir.

Ülkede ekonomik bir gelişme bekleniyorsa işletme faaliyetleri bundan olumlu etkilenecektir. İş hacminin genişlemesi, fon kaynaklarının kolay ulaşım gibi avantajlar sağlayacaktır. Böylece işletmeler ekonomide gelişme beklediklerinde finansman kararlarını esneterek daha fazla yabancı kaynak kullanabilmektedirler. Tam tersi bir durumda ise risk olmaması için öz sermayeye yoğunlaşabilmektedirler.

Ülkede GSYH'nın artması, ülkenin ekonomik performansı için olumlu yönde gelişmenin göstergesi olarak algılanmaktadır. Çünkü, böyle bir artış işletme faaliyetlerini, yatırımlarını ve bunların sayılarını da olumlu yönde etkileyecektir. Bu durum, ülkenin ihracatını arttırabilmesini ve ithalatını kısılabilmesini sağlayacaktır, böylelikle paritelerde güçlü bir duruma gelinecektir. Faaliyetleri ve yatırımları artan işletmeciler, vergi ödemelerini düzenli yapabilecek ve ülkenin ekonomisine olumlu katkı sağlayacaktır.

Piyasalar açısından istenilen durum ülkedeki enflasyon oranının düşük ve istikrarlı seyretmesidir. Enflasyonun yüksek olması demek ülkedeki paranın değer kaybetmesi ve tüketicilerin alım gücünün düşmesi, işletmeler açısından da uzun vadeli kaynak sağlama imkanlarının azalması demektir.

Enflasyonu kontrol araçlarından birisi de faiz oranlarıdır. Enflasyon oranıyla ilgili beklentiler arttıkça, yatırımcıların riski de artar. Çünkü kredi verenler açısından fonların

riski artar. Bu nedenle, enflasyonist ortamda özellikle yabancı kaynaklardan sağlanan fonların maliyetinde artış olmaktadır. Dolayısıyla enflasyon beklentisi işletmelerin sermaye bileşimleriyle alakalı politikalarını etkilemektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2013).

Yatırımcılar, şirket sahibi ekonomide yüksek enflasyon yani paranın satın alma gücünde azalma beklerlerse, yapacakları yatırımdan daha yüksek oranlı bir getiri isterler. Benzer şekilde, ekonomide cari faiz oranı üzerinden yatırımlar için talep edilen fonlar, arz edilen fonlardan daha büyükse, yatırımcılar daha yüksek bir getiri oranı talep edecek ve ekonomi daha yüksek bir faiz oranı seviyesinde dengeye gelecektir (Okka, 2009).

Kısaca faiz oranları arttığında, işletmelerin borç maliyetleri yükselmektedir. Yüksek enflasyon işletme için belirsiz demektir. İşletme için belirsizlikse, finansal riskinin artması anlamına gelir. Sonuç olarak yüksek enflasyon durumunda da, yüksek faiz durumunda da firmanın sermaye maliyeti yükselerek, sermaye yapısını olumsuz yönde etkileyecektir.

Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmiş olması riski öngörebilme, bilgi sağlama fırsatlarının artmasını sağlamaktadır. Böylece hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin borçlanma olanaklarını da genişletmektedir. Sermaye piyasasının gelişmesi, küçük işletmelerin öz sermaye ile finansman olanağını artırmakta, ayrıca daha çok borçlanabilme şansı sağlamaktadır.

Para ve sermaye piyasasındaki gelişmeler, gerek kaynak maliyeti gerek çeşitli kaynakların sağlanmasında elverişlilik yönlerinden önem taşımaktadır. Gelecekte borç alınabilir fonlarda bir daralma ve faizlerde yükselme bekleniyorsa sabit faizle uzun süreli borçlanma yoluna gidilmesinde yarar vardır. Gelecekte daha elverişli koşullarla fon bulma olanağında artış ve faizlerde düşüş bekleniyor ise kısa süreli değişken faizle borçlanma uygun olmaktadır (Akgüç, 1998).

Vergi oranlarındaki değişimler de işletmelerin sermaye yapısını etkileyen bir diğer ekonomik unsur olmaktadır. İşletmelerin borç ihracı sonucunda ödedikleri faizlerin gider olarak yazılabilmesi ve vergi avantajı sağlaması işletmeleri borçlanmaya itmektedir (Başaran, 2008).

Bir teşvik aracı olarak, yatırım indirimi uygulaması, yatırım indiriminin yalnız öz sermaye ile karşılanan kısma veya yatırımın borçla finanse edilen kısmına da uygulanması ya da teşviklerden yararlanmak için yatırımların finansmanında belirli bir öz sermaye payı aranması, yatırım indirimi oranı hakkındaki bekleyişler, işletmelerin finansman kararlarını etkileyebilmektedir (Akgüç, 1998).

3.1. Enflasyon

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artıştır. Bir ülkede ki enflasyon seviyesinin artması tüketiciler açısından aynı para ile daha az mal ve hizmet alımı demektir. Yatırımcı açısından ise fiyat artışına ilişkin belirsizlik olmasından dolayı uzun vadeli planların yapılamaması demektir.

Yatırım kararlarında yorumlar tahminlere dayalı olarak yapılır, çünkü ortam belirsizliklerle doludur. Bununla birlikte, enflasyonist ortamlar işletmelerin işlerini karmaşıktırmaktadır. Yani, görece fiyat oynaklıkları projelerin uygulanabilirlik analizini ve yatırım kararlarını zora sokmaktadır. Enflasyonun olduğu ortamda yatırım projeleri değerlendirilirken, enflasyonun olmadığı durumla aradaki farkın giderilmesi gereklidir. Bunun içinde, yeni iskonto oranı belirlenmesi ve nakit girişlerinin sabit fiyatla mı, cari fiyatla mı olacağı önemlidir. Eğer, reel değerlere göre düzenlenecekse iskonto oranının değiştirilmesi gerekmez, fakat nominal değerler kullanıldığında iskonto oranının yenilenmesi gerekmektedir. Yeni iskonto oranı ise, enflasyon etkisini içerisinde barındıran bir oran olmalıdır. Gelecek dönem için piyasa fiyatı tahmininde piyasa güçlerinin fiyat oynamalarına karşı olan tepkileri, yurt içi ve dışı girdi fiyatları, döviz kuru, faiz oranları ve ücret önem kazanır. Kısa dönemde, fiyat hareketinin tahmini önemlidir (TSPAKB, 2012).

Deflasyon ise enflasyonun tam tersidir. Yani fiyatlar genel düzeyindeki düşüştür. Deflasyonda enflasyon gibi ekonomik bir sorundur. Deflasyon döneminde mal ve hizmetlerde fiyatlarda görülen düşüşler, girişimciler için üretim yapma isteğinin kırılması demektir. Bu durum, üretim miktarının azalmasına dolayısıyla üretimin daralmasına ve işsizliğin artmasına neden olur (Orhan ve Erdoğan, 2006).

Yukarıda da bahsedildiği gibi, piyasa zamanlama teorisi, borç faizinin geçmiş ve gelecekteki beklenen faiz oranına göre düşük olması durumunda borç ihraç edilmektedir. Gelecek faiz oranına ilişkin genel tahmin, ekonomideki enflasyon eğilimine bağlı olarak

değişmektedir. Bu nedenle, firma gelecekte beklediği üzere, enflasyon oranının daha yüksek olacağı veya mevcut enflasyon oranının düşük olduğunu fark ettiklerinde borç senetleri ihraç edeceklerdir. Bu da piyasa zamanlaması teorisine göre, beklenen enflasyon pozitif olursa, enflasyon ile borç arasında pozitif ilişki olacağını göstermektedir (Khanna1, Srivastava ve Medury, 2015).

3.1.1. Tüketici Fiyat Endeksi

Tüketimde yer alan mal ve hizmet fiyatlarının zaman içerisindeki değişimini ölçen endekse tüketici fiyat endeksi denilmektedir. TÜFE'nin temel amacı; piyasada tüketime konu olan malların ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimi ölçerek enflasyon oranını hesaplamaktır, bunu yaparken 2003 yılını temel almaktadır. Bu amaçla hanehalklarının, turistlerin ve kurumsal nüfusun yurtiçinde yaptığı bütün parasal tüketim harcamaları dikkate alınmaktadır.

Fiyatlar genel düzeyi ölçüsü genel olarak TÜFE biçiminde ifade edilir. TÜFE, tipik bir kent insanının satın aldığı bir mal ve hizmet sepetinin fiyatlanması ile ölçülür. Örneğin, yıl boyunca bu mal ve hizmet sepetlerinin maliyeti 500\$'dan 600\$'a yükselmesi durumunda, TÜFE %20 artmıştır. TÜFE, bazılı 100'e eşit bir fiyat endeksi olarak da ifade edilmektedir. Fiyat düzeylerinin ölçülerinden olan TÜFE deflatörü, aynı zamanda nominal bir büyüklüğün reel bir büyüklüğe çevrilmesi içinde kullanılmaktadır (Mishkin, 2006).

3.1.2. Üretici Fiyat Endeksi

1994 yılındaki adıyla Devlet İstatistik Enstitüsü yeni adıyla Türkiye İstatistik Kurumu, sektörel olarak fiyat hareketleri ve üretim bileşimlerinin değişiminden dolayı TEFE endeksini ÜFE olarak güncellemiştir. (Orhan ve Erdoğan, 2006)

Üretici Fiyat Endeksi tanım olarak, belirli bir temel dönemde ülke ekonomisinde üretimi yapılan ve yurt içinde satışa konu olan ürünlerin üretici fiyatlarını temel aldığı dönem bazında karşılaştırarak fiyat değişimlerini ölçen fiyat endeksini ifade etmektedir.

3.2. Döviz Kuru

Döviz kuru, yabancı bir ülke parasının ulusal para karşılığındaki fiyatıdır. Bir ülkenin makroekonomik dengesini ve ardından da dış ticaret dengesini etkileyen bir kavramdır. Dış ticaretin en önemli belirleyicilerinden biri ve yabancı malların yerli mallar türünden fiyatı olarak tanımlanan kur, reel döviz kurudur. Döviz kuru rejimi, döviz kurunu belirlemekte kullanılan yöntemdir. Döviz kurları kimi zaman piyasanın işleyişine bırakılırken kimi zaman da resmi kararlarla belirlenir.

Döviz kuru nasıl belirlenirse belirlensin ödemeler bilançosunun belirli süre dengede durabilmesini sağlayacak denge döviz kuru, bütün döviz kuru sistemlerinde temel amaçtır (Karluk, 2002). Reel döviz kurunda gerçekleşen bir artış, ulusal mal ve hizmetin bizim için pahalılaşması ve yabancılar için ucuzlaması sebebiyle ihracatı olumlu etkiler. Tam tersi bir durumda ise ulusal mal ve hizmet bizim için ucuzlayacak, yabancılar için pahalılaşacaktır. Dolayısıyla bu durum da ithalatı olumlu etkileyecektir (Orhan ve Erdoğan, 2006)

Döviz kurlarına ilişkin sınıflandırmalarda mal ve hizmet ticaretini konu edinen ve para, sermaye hareketlerini konu edinen farklı teoriler bulunur (Eroğlu, Aydın ve Kesbiç, 2016).

Döviz kurunun gelecekte ne olacağı tüm ekonomik birimleri ilgilendiren bir durumdur. Üretim giderlerini, tasarruflarını döviz cinsinden sağlayanlar, ihracatçı ve ihracatçılar, döviz alım, satımı yapan işletmeler için döviz kuru önemlidir. Çünkü, ekonomik işlemlerde hesaplanan getiri oranı döviz kuru hareketleriyle negatife dönüşebilir. Bretton Woods sabit döviz kuru sisteminden sonra, dalgalı döviz kuru uygulamaları yaygınlaşmış ve artan oranda dalgalanmalar olmuştur. Bu nedenle günümüzde çoğu işletme kararlarını alırken, döviz kurunun gelecekte tam ve apaçık tahmin edilmesine bağlı olarak hareket etmektedir (Yalçiner, 2012).

Döviz kurunun anlık durumu kadar, gelecekte ki durumunun tahmini de işletmeler için önem arz etmektedir. Bu nedenle de fonların bir ülkeden diğerine transfer edilebilmesi için, kaynak ülkenin ulusal parasından gittikleri ülkenin ulusal parasına dönüştürülmesi işleminin yapıldığı yer olan döviz piyasalarında önemlidir. Ülke paralarının ve çeşitli ülke paraları cinsinden banka mevduatlarının alım satımı bu piyasalarda gerçekleşmektedir.

Döviz piyasalarında yapılan işlemler, paraların değişiminin yapıldığı oranları ifade ederken bu oranlarda yabancı mal ve finansal varlık alımının maliyetini belirlemektedir.

Kambiyo piyasalarında ve döviz kurlarındaki gelişmeler ulusal para veya yabancı para ile borçlanma konusunda firmaların seçimini etkilemektedir (Akgüç, 1998). Kazançlarının büyük bir çoğunluğunu uluslararası firmalarla yaptıkları ticaretten sağlayan firmalarda, döviz kurlarında meydana gelen değişikliklerden dolayı kazançlar düşebilmektedir. Bu durum firmanın işletme riskini de etkilediği için firmanın sermaye yapısı kararlarında etkilemekte ve kaldıraç kullanımını azaltmaktadır (Brigham ve Houston, 2004).

3.2.1. Sabit Döviz Kuru

Sabit döviz kuru rejiminde kur, piyasanın işleyişine bırakılarak değil resmi kararlarla belirlenmektedir. Bu rejimde kurlar belli oranda sabitlendiği için ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi sorunu gündeme gelebilmektedir. Ulusal paranın aşırı değer kazanması ise ithalat için olumlu, ihracat için olumsuz bir sonuç doğurur. Böyle bir durumda dış ticaret açığının genişlemesi anlamına gelmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2006).

Uygulanan kur sistemi, para bağımsızlığı yönünden de önem arz etmektedir. Çünkü, sabit kur rejimlerinde merkez bankası sabit kurun devamlılığı için müdahalede bulunmaktadır. Bu sebeple merkez bankasının piyasada yaptığı döviz alım ve döviz satımı ulusal para arzını değiştirmektedir. Bu da sabit kur sistemi uygulamalarının, para politikasının bağımsızlığını ortadan kaldırmaktadır (Seyidoğlu, 2003).

Bu rejimi uygulayan ülkelerde merkez bankalarının para politikası üzerinde inisiyatifi az olmaktadır. Çünkü, kur sabittir ve merkez bankasının kur hedefine göre iktisadi koşullara uygun olarak para arzını arttırması yada azaltması durumu oluşmamaktadır. Sabit döviz kurunun en önemli sakıncası, sistemi uygulayan ülkelerde oluşan ödemeler dengesi sorunlarıdır. Bu ülkeler ödemeler dengesinde sürekli açık verdikleri için döviz kurunu yükselterek ulusal paranın değerini düşürme yoluna giderler. Alınan kararlarla kurun yükseltip ulusal paraya değer kaybettirilmesine devalüasyon denilmektedir. Devalüasyon esnek döviz kurları için söz konusu olmamaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2006).

1973 yılında yaşanan petrol şokunun da etkisiyle, sabit kurunda para sistemi çökmüş ve fiyat dalgalanmalarından kaynaklanan mali riski ortaya çıkartmıştır. Belirsizliği ortadan kaldırmak için, girişimler de bu çöküşle birlikte gündeme gelmiştir (Uzunoğlu, 2003).

3.2.2. Esnek Döviz Kuru

Esnek döviz kuru rejiminde kur, piyasanın koşullarına bırakılmaktadır. Ulusal paranın değişim değeri döviz piyasası arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Piyasa güçleri herhangi bir müdahaleye ihtiyaç duymaksızın ödemeler dengesinin kendiliğinden oluşmasına olanak sağlar. Ödemeler dengesi değişiklikleri para ve maliye politikası araçları kullanımını gerektirmemektedir. Döviz kurunu belirli bir düzeyde tutma zorunluluğu olmamasından, parasal otoriteler para arzını istedikleri düzeyde tutabilme olanağını sahip olmaktadır. Sonuç olarak, esnek döviz kuru rejiminde sabit döviz kuru rejimine göre para politikası görece daha esnektir. Esnek döviz kuru rejiminde ödemeler dengesinde oluşan sorunlar kurlardaki dalgalanmalarla kendiliğinden rayına oturtulur (Orhan ve Erdoğan, 2006).

Sabit kur rejiminde belirlenen kurlar ulusal parayı aşırı değerlendirmektedir. Ancak esnek kur rejiminde kurlar denge değeri bulmaktadır. Bu durum uluslararası ekonomide optimum kaynak dağılımını sağlamaktadır. Dış denge de hükümet kararına gerek olmaksızın denkleşme mekanizmasıyla dengesizlik otomatik giderilmektedir. Dışsal faktörlere karşı da piyasa mekanizması çalışacağından sabit kur rejimine kıyasla dış şoklar ülkeyi daha az etkilenecektir (Seyidoğlu, 2003).

3.3. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

Bir “ülke vatandaşları” tarafından bir yılda gerek o ülkede gerekse diğer ülkelerde üretilen nihai malların piyasa değerine Gayri Safi Milli Hasıla denir. GSMH hesaplanırken önemli olan üretimin “ülke vatandaşları” tarafından yapılmış olmasıdır, oysaki GSYH hesaplanırken önemli olan üretimin “ülke sınırları içinde” yapılmış olmasıdır. Tanımlar doğrultusunda sektörlerde yabancı yatırımcıların da yer alması sebebiyle analizde GSMH değerleri değil GSYH değerleri dikkate alınmıştır.

GSYH’nin yıllar boyunca istikrarlı bir şekilde artış göstermesi ülkenin ekonomik yönden refahını, ülkedeki işletmelerin faaliyetlerini ve sayılarını artırmaktadır. Bu durum,

menkul kıymet piyasaları üzerinde de olumlu bir etki yapacaktır (Korkmaz ve Ceylan, 2007). Bu da işletmelerin uzun vadede risk durumunu belirleyebilmesi ve yatırım yapabilmesi açısından önemli olacaktır.

GSYH, toplam üretimi anlatmak için en yaygın kullanılan ölçüdür. Bu ölçümün içerisinde bulunulan yıl içerisinde o yıl boyunca üretilen mal ve hizmetler yer almaktadır. Geçmişte üretilmiş bir evin satın alınması veya hisse senedi, tahvil alımı bunların içerisine dahil edilmemektedir. Nihai malların üretimi için kullanılan ara mallar, GSYH değeri içerisinde yer almaz, çünkü bu mallar nihai malların değeri içerisinde yer aldığından tekrar hesaplamaya dahil edilirse, iki kere sayılmış olacaktır.

Büyüme oranı ile sermaye yapısı arasındaki ilişki finans literatüründe temsilcilik maliyeti teorisi ve hiyerarşi teorileri ile açıklanmaktadır. Teorik farklı yaklaşımların farklı ilişkiler ortaya koyduğu büyüme oranı ile sermaye yapısı arasındaki ilişki temsilcilik maliyeti teorisi açısından irdelendiğinde, borcun vadesi belirleyici bir unsur olmaktadır (Aksoy, Tanrıöven ve Ece, 2010).

3.4. Faiz

İşletmelerin faaliyette bulunmak ve varoluş amaçlarına ulaşabilmek için fona ihtiyaç duyarlar. Fonlar genellikle yabancı kaynaklardan sağlanır. Fon fazlasına sahip ekonomik birimler belirli bir süre ve bedel karşılığında fonlarını kullanırlar. İşletmeler açısından kullanılan fonun maliyeti ödenilen faizdir. Faiz tutarı, borç alınan miktara, borcun süresine ve faiz oranına göre değişmektedir (Aksöyek ve Yalçınar, 2011).

Ekonomik istikrar için faiz oranlarında dalgalanmaların önlenmesi önemlidir. Faiz oranlarında ki dalgalanmalar belirsizliklere yol açar ve gelecekle ilgili planların yapılmasını güçleştirir. Faiz değişkeni hem bireyler hem de firmalar açısından bir maliyet unsuru olduğundan iktisadi faaliyetlerde istikrarın sağlanabilmesi için faiz oranlarındaki dalgalanmalarda parasal otoriteler uzun süre tepkisiz kalmamalıdır (Orhan ve Erdoğan, 2006). Faiz oranı, yatırım kararlarını etkileyen ekonominin en önemli değişkenlerden birisidir. Yatırımların karlılık düzeylerine göre sıralanması faiz oranlarına bakılarak gerçekleştirilebilir. Hangi yatırımın öncelikle yapılacağına, kâr vermek için önce faiz oranlarına bakılır. Yatırımın beklenen kârlılığı faiz oranlarından yüksek olduğu sürece yatırım yapma kararı verilir. Bu bağlamda faiz oranları tüketim ve yatırım kararlarını

etkileyen önemli bir değişken olmaktadır. Faiz oranları ekonomide çok yakından izlenen değişkenler arasında yer almaktadır. Bireyler faiz oranlarına bakarak bir taraftan yatırım yapıp yapmama kararı verirken diğer taraftan hangi enstrümanlara yatırım yapacaklarının da kararını verirler (Parasız, 2009).

Faiz oranlarının yüksek olması demek, işletmelerin borç maliyetlerinin yüksek olması demektir. Buda sermaye yapıları içinde borç kullanma oranlarının azalmasına neden olmaktadır.

3.4.1. Basit Faiz

Ana paranın önceki dönemlerde kazandığı faiz tutarı sonrasında dikkate alınmaksızın, her dönem için faiz hesaplamalarının başlangıçtaki ana para üzerinden yapılmasıdır. Basit faiz işlemi kısa vadeli kredi işlemlerinde kullanılan bir yöntemdir. Ayrıca basit faiz metodunda her dönem için anapara sabit kalmakta olup, o dönem elde edilen faiz tutarı bir sonraki dönemde anaparaya eklenmemektedir.

3.4.2. Bileşik Faiz

Döneme ilişkin faiz tutarının hesaplanmasında basit faizde olduğunun aksine, geçmiş dönemlerde kazanılan faiz de dikkate alınmaktadır. Vade tarihine kadar her dönem hesaplanan faiz tutarı anaparaya ilave edilmektedir.(Aksöyek ve Yalçiner, 2011)

Bileşik faiz uygulamasıyla, yapılan yatırım her türlü oluşabilecek riske karşı basit faize göre daha çok garanti altına alınmış olur.

4. İKTİSADİ PARAMETRELERİN SERMAYE YAPISINA ETKİSİNE İLİŞKİN ANALİZ

4.1. Literatür Araştırması

Literatür araştırması konuyla ilgili çalışmaların fazlalığı nedeniyle Türkiye’de ve dünyada yapılan çalışmalar olarak iki başlık altında toplanmıştır.

4.1.1. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Fıratoğlu, İMKB’de işlem gören 196 mali olmayan şirket üzerinde panel veri yöntemiyle analiz ederek, sermaye yapısının şirket değerini etkilemediğini savunan Modigliani Miller hipotezinin kabul edildiği bir ortamda yani piyasa aksaklıklarının olduğu bir ortamda Türk şirketlerinin mali yapılarını belirleyen faktörleri araştırmış, söz konusu faktörlerin etkilerinde belli kriz dönemleri itibarıyla meydana gelen değişiklikleri belirlemeye çalışmıştır. Analiz sonuçlarına göre şirketlerin finansmanda belirgin şekilde iç kaynakları tercih ettiği grup şirketlerinin ise finansman tercihlerinde farklılık gösterdiği ve bu şirketlerin iç kaynaklarla finansmana daha az ağırlık verdiği belirlenmiştir. Ek olarak, büyüme potansiyelinin borçlanmaya olan pozitif etkisi grup şirketleri açısından daha kuvvetli durumda olduğunu gözlemlemiştir (Fıratoğlu, 2005).

Aghapour yaptığı çalışmada, BİST’te işlem gören 40 adet şirkete ait 2008-2014 yılları arasında ki verileri kullanarak mali ve ekonomik değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemiyle açıklamıştır. Araştırma sonuçlarına göre, bir mali değişken olan net kâr sermaye yapısı üzerinde etkili bulunamamıştır, Borç-Aktif oranının etkisi pozitif olarak elde etmiştir. İktisadi değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde etkisi ise, enflasyon oranı ve faiz oranı etkisi negatif, döviz kuru ve GSYH’nın etkisi ise pozitif olarak bulmuştur (Aghapour, 2016).

Başaran, Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB’de işlem gören 16 adet otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapılarına etki eden faktörleri inceleyerek, işletmeye özgü faktörleri tespit etmiştir. Çalışmada işletmelerin sermaye yapısı kararlarının işletmeye özgü likidite, nakit akışı, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı, varlık yapısı, vergi düzeyi ve büyüme oranı gibi değişkenlerden nasıl etkilendiği araştırmıştır. Uygulama 1994–2006 dönemlerine ait yatay kesit verileri kullanılarak panel

veri analizi ile yapmıştır. Analize göre, otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının en fazla etkilendiği değişkenler öz sermaye karlılığı ve borç dışı vergi kalkanı olmuştur. Bu sonuç ise, literatürdeki karlılıkları artan işletmelerin iç finansmana yöneleceklerini ve bundan dolayı borç oranlarının azalacağını savunan finansman hiyerarşisi kuramını desteklediği belirlemiştir (Başaran, 2008).

Mak'ın çalışmasında, firmaların kurumsal sermaye yapısı kararları üzerindeki firmaya özgü faktörlerin etkisini analiz etmiştir. Analizi, 2005-2011 döneminde İSO 1000 işletmeleri arasında yer alan BİST'de işlem gören 100 üretim işletmesinin yıl sonu gözlemlerine dayandırmıştır. Sermaye yapısı kararlarının firmaya özgü belirleyicileri olarak; maddi varlık yapısı, kârlılık, firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme fırsatları kullanılmış ve panel veri yöntemi ile değerlendirmiştir. Kaldıraç oranı, firmaların sermaye yapısını temsili için analizin bağımlı değişkeni olarak kullanmıştır. Çalışmanın önemli bulgularından biri, firmaların finansman kararları ile ilgili olarak, sabit varlıkların uzun vadeli borçları pozitif, toplam borçları ise negatif yönde etkilediğidir. Ayrıca kârlı firmaların daha düşük, büyük firmaların onlardan daha yüksek borç oranlarına sahip olma eğiliminde olduğu bulmuştur. Büyüme fırsatı ve borç dışı vergi kalkanı ile firmaların borç düzeylerinin aralarında negatif ilişki olduğu ortaya çıkarmıştır. Sadece piyasa değerine bağlı kaldıraç oranlarıyla arasında anlamlı ilişki bulunan büyüme fırsatları değişkeni dışında, diğer tüm değişkenlerin etkisinin farklı kaldıraç tanımları üzerinde aynı olduğu kanıtlamıştır (Mak, 2013).

Karadeniz, Kaplan ve Günay'ın yaptığı çalışmanın temel amacı halka açık turizm şirketlerinde sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisini analiz edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinden 2009-2015 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verilerine ulaşılabilen 8 şirket üzerinde analiz gerçekleştirmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda turizm şirketlerinde kısa vadeli kaldıraç ile toplam kaldıracın, net kâr marjı, aktif kazanç gücü ve aktif kârlılığı üzerinde negatif etkisi olduğunu saptamışlardır. Ayrıca, çalışmada turizm şirketlerinde uzun vadeli kaldıracın bütün kârlılık göstergeleri üzerinde anlamlı bir etkisini saptayamamışlardır (Karadeniz, Kaplan ve Günay, 2016).

Gülşen ve Ülkütaş çalışmalarında, finansman hiyerarşisi ve ödünleşme teorilerini test edilmesini amaçlamışlardır. Analizlerinde, İMKB sanayi endeksindeki firmalardan 143

tanisinin 1990–2005 yılları arasındaki verilerinden yararlanarak dengeli olmayan panel veri regresyon analizi yapmışlardır. Hausman test sonuçlarından elde edilen bulgulara göre, tek modelin tahmini için sabit etki (fixed effect), diğerleri için ise rassal etki (random effect) modelleri kullanmışlardır. Firmaların sermaye yapılarının belirlenmesinde, kaldıraç düzeyi ile firmanın büyüklüğü ve kârlılık düzeyi arasında negatif anlamlı ilişki bulunmuşken, kaldıraç düzeyi ile bir önceki yıl kârlılık düzeyi ve dağıtılan temettüller arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Bu ise, şirketlerin büyümeleriyle ortaya çıkan bilgi asimetrisi probleminin yanı sıra kredi koşullarındaki sıkıntılardan da kaynaklanabilecek olduğunu düşündükleri, Türkiye’deki sanayi işletmelerinin kârlılık düzeyleri ve büyüklükleri arttığında borçlanma yerine öz sermaye finansmanını tercih ettikleri sonucunu ortaya çıkmışlardır (Gülşen ve Ülkütaş, 2002).

Yapılan çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) hisse senetleri 1997-2006 yılları arasında işlem gören deri-tekstil sektöründen tesadüfi seçilmiş şirketlerin sermaye yapısı, varlık ve karlılık değişkenleri arasındaki neden sonuç ilişkisinin tespit edilmesidir. Çalışmada Tobin Q ve kaldıraç oranları işletme performans değişkeni olarak kabul edilmiş ve belirlenmiş diğer bağımsız değişkenlerin bu iki değişkeni açıklama gücü üzerinde durulmuştur. Yapılan analiz sonucunda Tobin Q oranı ile beta, mdv ve ölçek değişkenleri arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. İşletmenin sistematik risk düzeyinin (betasının) artması işletmenin karlılığının artmasını sağlamakta dolayısıyla yüksek karlılık yüksek piyasa değerini desteklemektedir. Piyasa değerinin yükselmesi Tobin Q oranının yükselmesini sağlamakta ve dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatları pahalılaşmaktadır. Büyüme değişkeni aktiflerdeki artışı ifade etmektedir. Bu değerde Tobin Q oranının paydasını oluşturmaktadır. Bu değerde meydana gelen artış Tobin Q oranının azalmasına neden olmaktadır. Daha öncede belirtildiği gibi maddi duran varlık yatırımları işletmenlerin ölçeklerinin büyütülmesinden ziyade mevcut kapasite korunarak eskiyen makinelerin yenilenmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir. İşletmelerin yeni teknolojileri bünyelerine katması piyasa değerini olumlu yönde etkileyen bir unsur olarak değerlendirilebilir. Kaldıraç oranıyla ölçek değişkeni arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Kaldıraç aynı zamanda işletme riskini artıran bir faktördür. Ölçeğin artması borçlanma ihtiyacını da artırmaktadır. İşletmelerin artan rekabet nedeniyle satışlarını artırabilmek için uyguladıkları faaliyetler, kaldıraç oranına artmasına sebep olmaktadır. Bununla birlikte özellik 2001 yılı ekonomik krizinin etkisiyle işletmelerin büyüme politikalarının özkaynak ağırlıklı bir nitelik

göstermesi nedeniyle büyüme değişkeni ile kaldıraç arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir (Akkaya, 2008).

Karşılıklı güven üzerine oluşmuş olan bankacılık sistemi için kredi riski güncel ve önemli bir olduğunu ve kredi riskinin pek çok faktörden etkilendiğini, bunların başında ise makroekonomik faktörlerin ve sermaye yapısı kararlarının geldiğini belirten Aslan, bu durumun finansal piyasalarda son yıllarda yaşanan gelişmelerin bir sonucu olarak görmektedir. Bankaların sermaye yapıları üzerinde önemli etkileri olan kredi riskinin ciddiye alınmamasından dolayı geçmişte pek çok bankacılık krizleri ve ekonomik krizler yaşadığını belirtmektedir. Finansal piyasalarda ise yaşanan bu olumsuzlukları önlemek amacıyla çeşitli gelişmeler kaydedilmektedir; fakat bunlar içinde en önemlisi Basel II Uzlaşısıdır. Basel II Uzlaşısı bankaların sermaye yapıları ile ilgili bir düzenlemedir ve kredi riskinden kaynaklanan kayıpları önlemeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla, bankaların işletmelere kredi vermeden önce detaylı analizler yapmaları ve işletmelerin kredi riskleri ile ilgili bir derecelendirme yapmaları gerekmektedir. Bankaların kredi riskinden zarar görmemeleri iyi bir risk yönetimi politikası ile mümkün olmaktadır. Bu sebepten dolayı kredi riski modelleri öne çıkmaktadır. Çünkü bu modeller hem işletme bazında hem de portföy bazında riski sayısal olarak ölçme imkanı tanımaktadır. Aynı sebeplerden dolayı bu çalışmada makroekonomik faktörlerin değişimi ile oluşan koşulların işletmelerin sermaye yapısı kararları, dolayısıyla kredi riskine olan etkisini gösteren bir ekonometrik model türetmiştir. İMKB 100 üzerinde gerçekleştirilen çalışmada üç farklı süreç için analiz yapılmıştır. Bu süreçler 2001, 2003 ve 2005 yıllarıdır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, işletmelerin yıllara göre sermaye yapılarında ve kredi risklerinde meydana gelen değişimleri göstermekte ve bu değişimlerde makroekonomik faktörlerin etkisini ortaya çıkarmıştır (Aslan, 2007).

Özaltın'ın yaptığı tez çalışmasında; sermaye yapıları ile firmaların değerleri arasında bir ilişki olup olmadığı araştırmıştır. Bu amaçla, İMKB-100 endeksine dahil olan firmaların 2000, 2001, 2002, 2003 yıllarında sermaye yapıları verilerini kullanarak korelasyon analizi yapmıştır. Analizde bağımlı değişken olarak piyasa değeri, bağımsız değişkenler olarak ise, kısa vadeli borçlar/pasif toplamı, uzun vadeli borçlar/pasif toplamı ve öz kaynaklar/pasif toplamını kullanmıştır. Korelasyon analizinden elde edilen sonuçlara göre, firmaların sermaye yapılarındaki değişimi ile firmaların piyasa değerleri arasında anlamlı korelasyonlar oluşmadığını gözlemlemiştir. Bu sonucun ise literatürdeki MM

yaklaşımı ve Net Faaliyet Geliri yaklaşımındaki “firmaların, piyasa değerlerinin sermaye yapılarındaki değişimlerden bağımsız” olduğu görüşünü desteklediğini belirtmiştir (Özaltın, 2006).

Yılğör ve Yücel yaptıkları çalışmada, firmalarda sermaye yapısı kararlarının nasıl alındığı ve bu kararlarda etkili olan faktörleri incelemişlerdir. Alınan kararlarda, yeni yaklaşımlardan finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi ile uyumları araştırmışlardır. Bunun için, Mersin ve Adana illerinde faaliyette olan imalat sanayi firmalarına anket çalışması yaparak, elde edilen veriler ile değerlendirme yapmışlardır. Yapılan araştırmaya göre, bu illerde faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarının büyük oranda finansal hiyerarşi teorisine uyum gösterdikleri anlaşılmıştır. Sermaye yapısı oluşturulurken öncelikle iç kaynakların tercihi, hedef borçlanma oranlarının olmayışı, finansal esnekliğe önem verilmesi ve borçla finansman konusunda önlemlerin önceden alınması gibi davranışlar örnekleme oluşturan firmaların finansal hiyerarşi teorisine yaklaştırdığını belirlemişlerdir. Denge teorisi içinse, piyasa faiz oranlarının düşük olması durumunda borçlanma politikalarında önemli bir faktör olarak değerlendirildiği dışında destek bulamamışlardır (Yılğör ve Yücel, 2007).

Yener ve Karakuş çalışmalarında, İMKB-100 endeksinde bulunan 63 şirketin 2004-2009 yılları arasındaki verilerini kullanarak panel veri analizi uygulamışlardır. Bağımsız değişken olan sermaye yapısı oranlarının, bağımlı değişkenler olan aylık getirilere etkisi farklı aktif büyüklüklerle araştırmışlardır. Sonuçta ise, ortalama aktif büyüklükleri 500 milyon TL'nin altında yer alan veri setine sahip firmaların verileri ile analiz yapıp, toplam borcun pasifteki payı ile aylık getirilerin arasında istatistiksel olarak anlamlı ancak, negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Ortalama aktif büyüklükleri 500 milyon TL ile 2 milyar TL arasında olan firmaların ile ortalama aktif büyüklükleri 2 milyar TL'nin üzerindeki firmaların verileri ile yapılan analiz sonucunda ise, sermaye yapısı oranlarının, aylık getirilerdeki etkisini istatistiksel olarak açıklayamamışlardır. Sermaye yapısının firma değerine etkisi olmadığını savunan teoriler ile sonuçlar uyuşmadığı gibi, borç kullanımının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşüreceği dolayısıyla borcun pasif içindeki payının artması durumunda firma değerinin bundan pozitif yönde etkileneceğini savunan teorilerin de çalışma sonuçlarıyla uyuşmamakta olduğunu belirtmişlerdir (Yener ve Karakuş, 2012)

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’deki sanayi işletmelerinde sermaye yapısının belirleyicilerini ve işletmelerin borçlanma davranışlarının açıklanmasında dengeleme kuramı veya finansal hiyerarşi kuramlarından hangisinin daha başarılı olduğunu ortaya koyabilmektir. Bu amaçla İstanbul Sanayi Odası tarafından her yıl belirlenen 500 büyük ve ikinci 500 büyük sanayi işletmesi veri seti olarak seçilmiştir. 1000 işletmeye ait 1993 – 2007 arasındaki yıllık panel veriler analize tabi tutulmuştur. Sonuç olarak borç kullanan işletmelerin daha fazla katma değer yaratmasına rağmen işletmelerin kaynak ihtiyaçlarını öncelikle iç fonlardan karşıladıkları ancak bu fonlar yetmediği zaman borçlanma yoluna gittikleri ortaya konulmuştur. Bu bulgu, Türkiye’de sanayi işletmelerinin borçlanma davranışlarının açıklanmasında finansal hiyerarşi kuramının daha başarılı olduğu görülmüştür (Okuyan ve Taşçı, 2010).

Kara ve Geyikçi’nin yaptığı bu çalışmada, Manisa’da faaliyet gösteren halka kapalı 148 küçük ve orta ölçekli firmaların, 2013-2014 yılları itibariyle sermaye yapısı incelenmekte, etkileyen faktörler ölçeklere göre belirlenmektedir. Elde edilen bulgulara göre, firmalar yoğun olarak ticari borç finansmanı kullanmaktadır, otofinansman kullanımları firma ölçeğine paralel olarak değişmemektedir. Ayrıca, firmaların sermaye yapıları, firmaların büyüklüğü, varlık yapıları, kârlılıkları ve borçlanma maliyetlerinden etkilenmektedir (Kara ve Geyikçi, 2017).

Yaptıkları bu çalışmayla, 2003-2014 yılları arasında hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören 169 adet reel sektör işletmesinin sermaye yapısı kararlarının, diğer bir deyişle borçlanma davranışlarının sermaye yapısı teorileri ile uyumlu olup olmadığını analiz eden Cansız ve Sayılğan, işletmelerin yıllık verileri Sabit Etkiler Tahmin Yöntemi ile analiz etmişlerdir. İşletmelerin sermaye yapısı kararlarını alırken, Finansal Hiyerarşi Teorisi ile uyumlu davranışlar sergiledikleri ve Türk firmaların sermaye yapılarını en iyi açıklayan teorinin Finansal Hiyerarşi Teorisi olduğu belirlemişlerdir (Cansız ve Sayılğan, 2017).

Bu çalışmada, literatürde sermaye yapısı teorileri olarak yer almakta olan finansal hiyerarşi ve ödünleşme teorilerinin geçerliliğini test etmek için, BIST-100 endeksinde imalat sektöründe faaliyet göstermekte olan 132 işletmeye ait veriler ekonometrik yöntemlerle analiz etmişlerdir. Bu amaçla, geçerlilikleri test edilmek istenen sermaye yapıları için panel veri analizini kullanmışlardır. Bu çalışma 2006-2016 yıllarının verilerini kapsamaktadır. Çalışmada yer alan bağımlı değişkenler, toplam borcun toplam aktife oranı,

uzun vadeli borçların toplam aktife oranı ve kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı iken, bağımsız değişkenler, karlılık oranları, likidite oranları, firmaların varlık yapıları, firmaların büyüklüğü, borç dışı vergileri, vergi düzeyi oranları olarak belirlemişlerdir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre kurulmuş olan tüm modellerde firma büyüklükleri, aktif karlılıkları ve vergi oranları ile finansal kaldıraç oranları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir. BIST-100 endeksinde bulunan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketler açısından finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Alsu ve Yarımbaş, 2017).

Taşkın ve Coşkun bu çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören ve faaliyet konuları enerji olan firmaların, 2008-2012 yıllarında ki verilerini kullanarak sermaye yapısına etki eden faktörleri incelemişlerdir. Bu amaçla finansal kaldıraç için açıklayıcı değişkenler olarak karlılık, büyüme, teminat değerleri, borç dışı vergi kalkanları, firmaların farklılıkları ve bunların yanında ortaklık yapılarındaki özelliklerin etkisini panel regresyon yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre, en yüksek hissedar payı ve halka açıklık oranı ile ölçülen ortaklık yapılarının finansal kaldıraç üstünde önemli derecede bir etkisi olduğu, bununla birlikte teminat değerleri, borç dışı vergi kalkanları ve firma büyüklüklerinin borçları pozitif yönde etkilerken, firma farklılıkları ve karlılık oranlarının borçların kullanımında azalmaya neden olduğunu tespit etmişlerdir (Taşkın ve Coşkun, 2015).

Yenice tarafından, 1999-2000 yılları arasında İMKB İmalat Sanayi'nin alt sanayilerinden olan Metal Ana Sanayi ile Metal, Eşya Makine ve Gereç Yapımı Sanayi'sinde, faaliyet gösteren 37 şirketin verileri kullanılarak yapılan araştırmaya göre sermaye yapısı ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamakla birlikte sermaye yapısı ile firma verimliliği arasında ters yönlü bir ilişki saptanmıştır. Buna göre firmalar borç kullanımlarını arttırdıkça verimlilikleri azalmakta, borç kullanımlarını azalttıklarında ise verimlilikleri artmaktadır. Borç kullanımıyla firma verimliliği arasındaki ters yönlü ilişki, ağırlıklı olarak kısa vadeli yabancı kaynaklardan kaynaklanmaktadır (Yenice, 2001).

Karadeniz yapmış olduğu tez çalışmasında, Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını belirleyen değişkenleri ve buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye yapısı teorisinin geçerli olduğu belirlemeye çalışmıştır. Bu amaçla ilk olarak TCMB tarafından yayınlanan sektör bilançolarından

yararlanılarak otel ve lokantalar sektörlerinin sermaye yapılarını 1990-2006 yılları itibariyle incelemiştir. İkinci olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin, sermaye yapılarını etkileyen değişkenleri 1994-2006 ve 2000-2006 dönemlerini kapsayacak şekilde dinamik panel veri analizi ve sabit etki tahmin modellerini kullanarak saptamaya çalışmıştır. Analiz sonuçlarına göre, İMKB'de hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisinin değişken bazında açıkladığını belirlemiştir. Çalışmanın üçüncü uygulaması olan anket çalışmasının sonuçlarına göre İMKB'de işlem görmeyen konaklama işletmelerinde sermaye yapısı davranışlarının dengeleme teorisinden çok, finansal hiyerarşi teorisiyle uyum gösterdiğini saptamıştır (Karadeniz, 2008).

Bu çalışmada, makroekonomik ve firmaya özgü faktörlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören Türk imalat sanayindeki firmalarının TCMB ve İMKB'den elde edilen verilerle sermaye yapılarına etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada incelenen dönem 1996 – 2004 yıllarını kapsamakta ve ele alınan firma sayısı da 136'dır. Çalışmada; karlılık, maddi duran varlıkların toplam varlıklara ve piyasa kapitalizasyonun GSYH'ya oranlarının toplam borç ve kısa vadeli borç oranları ile negatif ilişkili olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca ,maddi duran varlıkların toplam varlıklara ve piyasa kapitalizasyonun GSYH'ya oranları uzun vadeli borç oranıyla pozitif ilişki göstermektedir. Firma büyüklüğü, para arzının GSYH'ya oranı ve faiz oranı ile borç oranları arasında pozitif ilişki elde edilmiştir (Javadov, 2009).

Onatça'nın tez çalışmasının amacı, işletmelerin sermaye yapısı belirleyicilerini tespit etmek ve gerçek hayatta işletmelerin hangi teoriye uygun davranış sergilediklerini ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda, BIST' te işlem gören 186 imalat sanayi işletmesinin 2009-2016 yılları arasındaki bilanço ve gelir tablosu verilerinden yararlanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonuçları işletmelerin fon kaynağı ihtiyacında öncelikli olarak iç fon kaynaklarını tercih ettiklerini, iç fon kaynaklarının yetersiz olması durumunda dış fon kaynaklarını kullanma yoluna gittiklerini göstermiştir. Bu durum işletmelerin hedef sermaye yapılarının olmadığını gösterebilir. Elde edilen sonuçlar BIST' te işlem gören imalat sanayi işletmelerinin finansman hiyerarşisi teorisine uygun davrandıklarını göstermiştir (Onatça, 2017).

Yılmaz'ın yaptığı tez çalışmasında amacı, sermaye yapısını etkileyen faktörleri Türkiye'de bulunan üretim işletmeleri üzerinden incelemektir. Firma büyüklüğü, karlılık, maddi duran varlıklardaki büyüme, toplam aktiflerdeki büyüme ve somutluk değişkenleri sermaye yapısını etkileyen firma özellikleri olarak panel metodolojisine göre incelemiştir. Örneklem seti, Borsa İstanbul'da (BİST) yer alan 139 Türk üretim işletmesinin, 2005-2012 yılları arasındaki dörder aylık dönemlerini içermektedir. Yapılan analiz sonucunda, maddi duran varlıklardaki büyüme oranı dışında incelenen tüm bağımsız değişkenlerin, Türk üretim işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını oluşturan anlamlı faktörler olduğunu tespit etmiştir. Elde edilen sonuçlar, firma büyüklüğü, toplam aktiflerdeki büyüme oranı, karlılık ve somutluk ile kaldıraç seviyesinin negatif ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu sonuç toplam aktiflerdeki büyüme oranının Dengeleme Kuramını desteklediğini; diğer değişkenlerin ise Finansman Hiyerarşisi Kuramının, Türk imalat sanayisinde geçerli olduğunu ortaya çıkarmaktadır (Yılmaz, 2014).

4.1.2. Dünyada Yapılan Çalışmalar

Khanna¹, Srivastava ve Medury, 1992 ile 2013 yılları arasındaki dönemi ele alan makalelerinde, Hindistan firmaları için makroekonomik değişkenlerin sermaye piyasası zamanlama teorisi bağlamında sermaye yapısı kararlarını nasıl etkilediğini incelemiştir. Analiz, vektör hata düzeltme modeli ve vektör otoregresif model kullanılarak analitik ve nedensel araştırma modeli yapmışlardır. Ayrıca, firmaları ekonominin çeşitli sektörlerine (birincil, ikincil ve üçüncül) göre kategorilere ayırarak analiz etmişlerdir. Sonuçlar, makroekonomik ortamdaki değişikliklerin, hem uzun vadede hem de kısa vadede firmanın finans seçiminde değişikliklere neden olduğunu göstermiştir. Analizde, birincil sektör firmalarında kaldıraç döngüsel olduğunu yani makroekonomik değişkenlerin büyüme gösterdiği dönemlerde kaldıraç oranının arttığını, ikincil sektör firmaları için karşıt döngüsel bir kaldıraç durumu olduğunu yani, makroekonomik değişkenlerin büyüme gösterdiği dönemlerde kaldıraç oranının azaldığını ve üçüncül sektör firmaları içinse özkaynakların döngüsel olduğunu belirlemişlerdir. Bu nedenle, yöneticiler firmaların ait olduğu sektöre bağlı olarak fırsat pencerelerini tanımlamaları gerektiğini tespit etmişlerdir (Khanna¹, Srivastava ve Medury, 2015).

Mobellaghi ve Maghaddam, İran'da bulunan Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda 2003-2007 yılları arasında, 6 farklı sektörde işlem gören 101 firmanın bu yıllar arasındaki

finansal verileri değerlendirilerek regresyon analizi uygulamışlardır. Araştırma sonuçlarına göre, firma büyüklükleri arttığında dengeleyici bir unsur olarak kârlılığın da arttığı gözlemlenmiş, fakat bu ilişkideki oranın sektörler arasında farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmışlardır. Kaldıraç oranı ile bulunulan sektör ve kârlılık arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır (Mobellaghi ve Maghaddam, 2013).

Löf yaptığı çalışmada, farklı ekonomik sistem ve büyüklüklerde yer alan işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen etmenler arasındaki farklılıkları incelemiştir. Farklı ekonomik sistemlerde olsalar da, işletmelerin sermaye yapılarının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin aynı olabileceğini ileri sürmüştür. Bu amaçla İsveç, ABD ve İngiltere işletmelerini ele almıştır. Sonuçta işletmeler farklı ekonomilerde bile olsa, sermaye yapılarının belirlenmesinde rol oynayan temel ortak değişkenlerin olduğu ortaya konulmuştur. Bu değişkenlerin finansal sektörün büyüklüğü, sermaye arzı ve vergilendirme koşulları olduğu ortaya çıkmıştır (Löf, 2003).

İşletmenin finansman kaynakları karmasını oluşturan finansal yapı, yine işletmenin borçları ile öz kaynakları arasındaki ilişkiyi ifade eden sermaye yapısı açısından önemlidir. Arestis ve Luintel, finansal yapının ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemediği konusunu araştırmışlardır. Farklı aşamayı temsil eden düşük ve orta gelirli ülkelerden kalkınma ve ekonomik yapılarından oluşan veri setinde yaptıkları heterojen panel veri analizi ile finansal yapının ekonomik büyümeye reel bazda etkisinin olduğunu bulmuşlardır (Arestis, Luintel ve Luintel, 2004).

Bu yazıda, gözlemlenemez nitelikteki özelliklerin kurumsal borç oranlarının seçimi üzerindeki etkisinin tahmin edilmesi için bir faktör-analitik teknik kullanılmıştır. Sonuçlarımız kesin olmasa da, mevcut teoriye uygun ampirik düzenlilikleri belgelemeye hizmet etmektedir. Özellikle, borç seviyelerinin bir firmanın iş kolunun “tekliği” ile negatif ilişkili olduğu görülmüştür. Bu kanıt, Titman'ın , müşterileri, çalışanları ve tedarikçileri için tasfiye halinde yüksek maliyetler yaratabilecek firmaların daha düşük borç oranlarına sahip olmaları ile ilgili yaptığı çalışmayla tutarlıdır. Sonuçlar ayrıca, işlem maliyetlerinin sermaye yapısı seçiminin önemli bir belirleyicisi olabileceğini de göstermektedir. Kısa vadeli borç oranlarının, firma büyüklüğü ile negatif ilişkili olduğu ve muhtemelen küçük firmaların uzun vadeli finansal araçlar ihraç ederken karşılaştıkları nispeten yüksek işlem maliyetlerini yansıttığı görülmüştür. İşlem maliyetlerinin genel olarak sermaye yapısının

diğer belirleyicilerine göre küçük olduğu varsayıldığından, bu çalışmadaki önemleri, çeşitli kaldıraçla ilişkili maliyet ve faydaların özellikle önemli olmayabileceğini göstermektedir. Bu anlamda, sonuçlar sermaye yapılarının sistematik olarak seçildiğini öne sürse de, Miller'in bu kararlarla ilişkili maliyet ve faydaların küçük olduğu argümanı ile uyumlu olduğu görülmüştür. İşlem maliyetlerinin önemine ilişkin ek kanıtlar, geçmiş karlılık ölçüleri ile hisse senedi piyasa değerinin ölçeklendirdiği mevcut borç seviyeleri arasındaki negatif ilişki ile gösterilmektedir. Bu kanıtın aynı zamanda Myers'ın bazı etkilerini de desteklemiş olduğu belirtilmiştir (Titman ve Wessels, 1988).

Korajczyk ve Levy, araştırmalarında 1984–1998 yılları arasında 565 finansal sıkıntı içerisindeki firmaların ve 5059 adet finansal sıkıntı içerisinde olmayan firmaların gözlemlerini gerçekleştirmiş ve en küçük kareler yöntemi ile regresyon analizini uygulamışlardır. Araştırmada amaç, Amerika'daki firmaların sermaye yapısı tercihlerinde makroekonomik koşulların ve firmaya özgü değişkenlerin etkilerini incelemektir. Bununla birlikte finansal sıkıntı içinde olan firmalar ile finansal sıkıntı içinde olmayan firmalar arasında ki sermaye yapısı kararları farklarının da incelemişlerdir. Analiz sonuçlarında ise, finansal sıkıntı içerisindeki firmalarda finansal hiyerarşi teorisinin daha geçerli olduğunu saptamışlardır. Finansal kaldıraç oranı ile makro ekonomik değişkenler arasında negatif yönlü ilişki belirlenirken, yine makro ekonomik faktörlerin finansal sıkıntı içerisindeki firmaların sermaye yapılarının oluşumunda daha düşük etkiye sahip olduğu belirlenmiştir (Korajczyk ve Levy, 2003).

Beattie, Goodacre ve Thomson ,2000 yılı Mart ayı itibariyle Hisseleri borsada işlem gören İngiltere'deki 831 işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek, sermaye yapısı davranışlarını açıklamada finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmek amacıyla finans yöneticilerine anketler göndermişlerdir. Ankete yanıt veren 198 işletmenin büyük bir kısmı borç kullanma düzeyinin sınırlandırılması gerektiğini belirtmişlerdir. İşletmelerde uygun borç düzeyinin tespit edilmesindeki en etkili üç faktörün; işletmelerin uzun vadede sürdürülebilirliğini sağlamak, finanse edilen varlıklardan sağlanabilecek tahmini nakit akımı ve kazançların miktarı, ve bu miktardaki dalgalanmalar olduğunu tespit etmişlerdir (Beattie, Goodacre ve Thomson, 2006).

Grundströmer ve Gustafsson yaptıkları çalışmada, borsaya kote olan 83 İsveç firmasının üst düzey yöneticilerine anket göndererek bu firmalarda yöneticilerin sermaye

yapısı kararlarını etkileyen durumları saptamaya çalışmışlardır. 32 yöneticinin geri dönüş yaptığı anket sonuçlarına göre, firma yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarını en çok etkileyen faktörlerin finansal esneklik, uzun vadeli kapasite ve hedefledikleri kredi puanlaması olduğunu tespit etmişlerdir (Grundströmer ve Gustafsson, 2001).

Mazur Polonya için yapmış olduğu çalışmada, borsaya kote olan işletmelerin sermaye yapısı kararlarının işletme değerine etkisini araştırmak amacıyla hisseleri Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 238 finansal olmayan işletmenin 2000-2004 yılları arasındaki mali verilerinden yararlanarak korelasyon ve çoklu regresyon analizi gerçekleştirmiştir. Analiz sonuçlarına göre likidite oranı, karlılık, firma büyüklüğü ve varlık yapısı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir (Mazur, 2007).

Bu çalışmanın amacı geliştirmekte olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısı kararları üzerine makroekonomik faktörlerin etkisini incelemektir. 34 geliştirmekte olan piyasa ülkeleri için 1990-2006 dönemini kapsayan bir panel veri çoklu bağlantı etkilerini hafifletmek için ve ülkeler arasında parametre tahminlerinin istikrar için test etmek görünüşte ilgisiz regresyon yaklaşımı kullanılarak analiz edilmiştir. Sonuçlar büyük ölçüde sermaye yapısı üzerindeki makroekonomik faktörlerin etkisi çoğu durumda sermaye yapısı ölçüm değişkeni değişir düşündürmektedir. Banka kredili firmaların sermaye yapısı seçimler açıklamada anlamlıdır. Araştırmanın bulguları da sermaye yapısı seçimleri ile kişi başına düşen GSYH arasında anlamlı negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, borsa geliştirme, firmaların sermaye yapısı kararlarını tahmin etmede önemsizdir ve artan faiz oranına ilişkin beklentiler, firmaların, uzun vadeli borçları özkaynaklar üzerinden kısa vadeli borçlar için ikame etmelerine olumlu yönde etkilemektedir. Kontrol değişkenlerinin büyük bir kısmı, varlıkların somutlaştırılması, özkaynak getirisi, varlıkların iadesi ve Tobin'in Q'su, kurumsal finansmanın önemli belirleyicileriydi. Araştırmanın sonuçları, yatırım fırsatları belirleme, kârlılık ve borsa geliştirme, enflasyon, faiz oranı GSYH ve banka kredilerinin firmaların sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisi hakkında mevcut literatürü desteklemektedir (Bokpin, 2009).

Makroekonomik faktörlerin finansman kararları üzerindeki etkisini araştıran Chekanskiy, bu yazıda, 1998'den 2008'e kadar olan 8000'den fazla firmanın üç aylık veri örneğini kullanarak borç-özkaynak seçimini, yani sermaye yapısını araştırmıştır. Finansal

hiyerarşi teorisini, ödünleşme ve piyasa zamanlama teorisini test etmiş ve sermaye yapısı kararları için makroekonomik faktörlerin önemine odaklanmıştır. Bahsedilen teorilerin hiçbirinin sermaye yapısı seçimlerini tam olarak tanımlamadığını belirtmiştir. Öte yandan, makroekonomik faktörlerin sermaye yapısının seçiminde belirleyici faktörler arasında güçlü bir destek bulmuştur. Bu etki en iyi karışık sorun / geri alım regresyonları ile gösterilmektedir. Örneğin, daha fazla borç ihraç etmek ve repo hakkaniyetini geri almaktan ziyade, bir miktar borçtan kurtulmak için borç stokunun daha büyük olasılıkla bir borçlanmaya yol açtığı açıkça görülmektedir. Firmaya özgü sorun belirleyicilerinin çoğu önceki araştırmalarla tutarlı olmuştur. Piyasa zamanlaması teorisine daha fazla destek bulmuştur ve hissedarların şirket kararlarını etkilediğini belirtmiştir. Son olarak, borcun vadesini etkileyen faktörleri bulmak için borç seçim regresyonunun vadesi tahmin edilmiştir. Bulgular, kısa ve uzun vadeli borçlar arasındaki dengenin önemini ve makroekonomik zamanlamanın böyle bir seçim için çok önemli olduğu fikrini desteklemiştir. Şirketlerin bu dengeyi korumaya çalıştıklarını ve kesintiler sırasında kısa vadeli borçlardan kaçınmaya çalıştıklarını düşünmüştür. Ayrıca, GSYH büyümesi, herhangi bir ekonomik faaliyet üzerinde önemli bir etkiye sahip olan ve pasif taktikler de dahil olmak üzere regresyonlarda yanlılık yaratan çok güçlü bir makro faktördür (Chekanskiy, 2009).

Zein yaptığı çalışmada, 2005 - 2014 dönemi için makroekonomik faktörlerin İsveç'te şirketlerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerini dengesiz veriler üzerinden panel veri analizi kullanılarak araştırmıştır. Daha önce yapılan araştırmalar, firmanın içinde yer alan önemli faktörlerin, karlılık, maddi varlık ve firma büyüklüğü gibi kaldıraçlarla yüksek oranda ilişkili olduğunu gösteren değişkenler kullanılırken Zein, ayrıca dış faktörlerden ekonomik büyüme, enflasyon, faiz oranları, kurumlar vergisi oranları ve döviz kurlarında testlere eklemiştir. Sermaye yapısının temsili için bir miktar öneme sahip olan makroekonomik faktörlerde, GSYH büyümesi, dolar üzerinden elde edilen döviz kuru ve kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki ve kurumlar vergisi oranı ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki göstermiştir. Ayrıca, faiz oranının kaldıraç oranıyla pozitif bir ilişki gösterdiği ve enflasyonun kaldıraç oranıyla negatif ilişkisi olduğu, ancak bu çalışmanın hipotezine uygun olmadığını görmüştür. Ek olarak, modellerin makroekonomik ortam ve farklı kaldıraç oranları arasındaki ilişki için herhangi bir açıklayıcı güç sunmadığını belirtmiştir. Araştırmadaki bazı göstergeler, önceki çalışmalarla ve para politikasıyla ilgili genel

makroekonomik teori ile uyumluyken, yapılan bu çalışmanın sonuçları, ödünleşme kuramı ile daha uyumlu görülmüştür (Zein, 2016).

Ain, Jan ve Rafiq tarafından yapılan bu araştırma çalışmasının odak noktası, makroekonomik parametrelerin Pakistan firmalarının sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bilindiği kadarıyla bu, Pakistan'da türünün ilk çalışmasıdır. Pakistan'da bu bağlamında yapılan önceki araştırmalar, sadece belirli değişkenleri ele alırken, bu çalışma, şirkete özgü değişkenlerin yanı sıra makroekonomik faktörleri de dikkate almaktadır. KSE-100 (finansal olmayan firmalar) için (2009, 2003 süreyle) bir panel veri SUR (Görünüşte İlişkisiz Regresyon) modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Bu çalışmanın ana bulguları, makroekonomik değişkenlerin, sermaye yapısının ölçümü ile ilgili olarak değişen etkilere sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Pazar büyüklüğünün (borsa geliştirme) Pakistanlı firmaların borç seçimi üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu, banka büyüklüğünün ise doğrudan bu firmaların uzun vadeli borçlarının özkaynaklarına oranı ile ilgilidir. Enflasyon oranı ile finansal kaldıraç arasındaki korelasyon (uzun vadeli borçlar, aynı zamanda özkaynaklar) negatifken, dış finansman oranı ile pozitif bir ilişki vardır. Kişi başına düşen GSYH, tüm borç oranlarıyla ters orantılıdır. SBP(Pakistan Devlet Bankası) iskonto oranı negatif olsa da, tüm borç oranlarıyla istatistiksel olarak önemsiz bir şekilde ilişkilidir. ROE (özkaynak karlılığı), ROA (aktif karlılık), Q oranı, maddi varlıkların durumu, kâr payı ödeme politikası ve risk gibi tüm firma seviyesi değişkenleri, tüm borç oranlarında önemli olduğunu kanıtlamıştır. Bu nedenle, bu araştırma çalışması, özellikle şirkete özgü değişkenler söz konusu olduğunda, sermaye yapısına ilişkin mevcut literatürü desteklemiştir (Ain, Jan ve Rafiq, 2011).

2002-2012 dönemi için dengesiz panel verileri kullanılarak yapılan bu çalışma makroekonomik faktörler ile 233 İsveçli şirketin sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Rastgele etkiler modelinin kullanıldığı çalışma, İsveçli firmaların sermaye yapısını etkileyen makroekonomik belirleyicileri tanımlamaktadır. Kaldıraç tedbirlerinin GSYH büyüme oranı, faiz oranı, bankacılık kredisi ile GSYH oranı ve hisse senedi fiyat performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu, enflasyon oranının kaldıraç üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu göstermiştir. Bu çalışma ayrıca bankacılık sektörünün İsveçli firmalar için önemli olduğuna dair kanıtlar sunmuştur (Taoulaou ve Burchuladze, 2014).

Çalışmada amaç, makroekonomik faktörlerin farklı Avrupa ülkelerinde kurumsal sermaye yapısı üzerindeki etkisini ortaya koyabilmektir. Son küresel mali kriz ve Avrupa borç krizinin yaşandığı dönem ülkenin finansal istikrarının, dolayısıyla mali ve parasal politikaların verimliliğinin ve bunların özel sektör üzerindeki etkilerinin önemini göstermektedir. Bir ülkenin makroekonomik politikaları, şirketlerin finansal performanslarını ve gelecekteki sürdürülebilir kalkınmasını ve büyümesini etkilemektedir. Dışsal belirleyicilerin, Avrupa gelişmiş ülkelerinin kanıtlarına dayanarak finansal olmayan üretim şirketlerinin kurumsal sermaye yapısı üzerindeki etkisinin düzeyini ülkelerin özelliklerine göre karşılaştırmak için yükselen piyasaların olduğu 2006-2010 dönemi analiz edilmektedir. Yöneticiler mali kararlarını şirketin avantaj ve dezavantajlarına, yani içsel özelliklerine, makroekonomik koşullara ve ülke özelliklerine, yani dış faktörlere dayandırarak finansman ve sermaye yapısına göre yapmaktadırlar. Bu çalışmanın amacı doğrultusunda, makroekonomik faktörler, bir ülkenin mali ve parasal politikalarını temsil eden iki gruba ayrılmıştır. Korelasyon ve regresyon teknikleri, bu dış belirleyiciler ve sermaye yapısı arasındaki ilişkileri tanımlamak için kullanılmıştır. Elde edilen bulgular, sermaye yapısına ve finansman kaynağına ilişkin karar verme sürecinde makroekonomik faktörlerin önemini göstermektedir (Mokhova ve Zinecker, 2014).

Huong çalışmasında, makro belirleyicilerin Vietnam'daki finansal olmayan anonim şirketlerin sermaye yapısını nasıl etkilediğini incelemek amacıyla yapılmıştır. İki aşamalı sistem GMM(Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi), iki kaynağın birleşiminden oluşan verileri analiz etmek için kullanılır: 2008-2015 yıllarında 3 ana borsada (HOSE, HNX ve UPCOM) işlem gören 464 anonim şirkete ait mali tablolar Dünya Bankası veri tabanından alınarak analiz edilmiştir. Bulgular, firmaların sermaye yapısı kararlarının, makroekonomik koşulları yansıtan unsurlardan etkilendiğini göstermektedir. Ayrıntılı olarak, enflasyon oranı pozitif etki gösterirken, kurumlar vergisi oranı tam tersine negatif bir etki göstermiştir. Ayrıca, finansal girişimin ve kurumsal kalitenin bu girişimlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisi açıkça görülmüştür. Sadece makro faktörler değil, bu araştırma, aynı zamanda boyut, kârlılık ve ödeme kapasitesi gibi özellikli şirketler olan diğer belirleyiciler de araştırmıştır. Son olarak, sermaye yapısı kararlarının bir önceki yılın sermaye yapısına bağlı olduğu göze çarpmıştır (Huong, 2018).

4.2. Metodoloji

Uygulama doğrusal regresyon analizi kullanılarak yapılmıştır. Gıda, içecek ve tütün, deri ve deri ürünleri, kağıt ve kağıt ürünleri, motor-kara taşıtı , bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri, tekstil ürünleri, kauçuk ve plastik ürünleri, metal ana sanayi imalatı olarak belirlenen 8 sektörün finansal verilerinden elde edilmiş olan sermaye yapısı bağımlı değişken, iktisadi parametreler (GSYH, enflasyon, faiz, döviz kuru) bağımsız değişkenler olarak analizde yer almıştır.

Bağımlı değişken ile bağımsız değişken(ler) arasındaki sebep sonuç ilişkisini doğrusal bir modelle matematiksel olarak ortaya koyan yönteme doğrusal regresyon modeli denir. Birden fazla bağımsız değişkenin, bir bağımlı değişkenle ilişkisinin araştırıldığı regresyon modellerine, çoklu doğrusal regresyon analizi denir. Regresyon analizi, değişkenler arasındaki ilişki doğrusal olduğunda doğrusal regresyon, doğrusal olmadığında doğrusal olmayan regresyon olarak adlandırılır. Bir kitlede gözlenen X ve Y değişkenleri arasındaki doğrusal ilişki aşağıdaki doğrusal regresyon modeli ile verilebilir;

$$Y=b_0+ b_1X+e$$

Burada;

Y : Bağımlı değişken, analizde sermaye yapısı,

X: Bağımsız değişken, analizde iktisadi parametreler,

b_0 : bağımsız değişken sıfır olduğunda bağımlı değişkenin alacağı değer yani kesim noktası,

b_1 : Regresyon katsayısı, analizde beta,

e: Hata terimi (Ortalaması=0 ve Varyansı= s^2 'dir)

Analizin Varsayımları:

- Regresyon analizinde bağımsız değişken değerleri hatasız olarak ölçülmektedir. Ancak, ölçümler hiçbir zaman mükemmel olamadığından bu ifade; bağımsız değişkende oluşan ölçüm hatalarının gözardı edilebileceği şeklinde yorumlanmaktadır.
- Her bir X değerine karşı, birden çok Y değeri söz konusudur ve bu değerlere karşılık küme, normal dağılım göstermektedir.

- Her bir X değişkenine karşılık, Y değerlerinin kümelerine ilişkin varyanslar homojendir.
- Ayrıca, Y alt kümelerinden oluşan dağılımlara ilişkin ortalamalar bir doğru üzerindedir (Erdem, Kağan ve Tanhan, 2006).

Bu analiz ile bağımlı değişkenin, bağımsız değişkenlerden ne şekilde etkilendiğini ve bağımlı değişkende ki değişimin, ne kadarlık kısmının bağımsız değişkenlerden dolayı ortaya çıktığını belirlemek mümkündür.

Regresyon modellerinin performansını determinasyon katsayısı (tablolarda R^2) göstermektedir. Regresyon analizinde araştırmacı için temel ilgi odağı, yapılan tahminin ne derece de güçlü olduğu noktasındadır. Yani, ulaşılan regresyon modelinin bağımlı değişkende ki değişmelerin ne kadarını açıkladığı noktasıdır. Doğrusal regresyon analizinde, regresyon tahmininin ne kadar güçlü olduğunu anlatan istatistik determinasyon katsayısı olarak adlandırılır. Regresyon analizinde determinasyon katsayısı (R^2), bağımsız değişkenin bağımlı değişken de açıkladığı değişme oranını gösterir.

4.3. Veri Seti

Analiz için, ekonomik yapının en önemli elemanı olduğu ve genel ekonomik durumu en doğru yansıttığı düşüncesiyle imalat sanayi sektörü ele alınmıştır. Veriler, TCMB imalat sanayi sektörlerinin finansal verilerinden elde edilmiştir. Bu imalat sanayi sektörlerinin bilançoları kullanılarak sermaye yapıları bulunmuştur. Ayrıca, sektörlerin sermaye yapıları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. 2002-2016 yıllarını kapsayan veri setinde yer alan sektör sayıları ve içerikleri yıllara göre farklılık gösterdiği ve veri kaybına neden olduğundan dolayı veri kaybı olan sektörler analizden çıkarılmış ve benzerlik gösterenler birleştirilerek 8 sektör belirlenmiş ve analiz kapsamına alınmıştır.

İktisadi parametrelerde faiz; bankalarca 1 yıla kadar vadeli TRY üzerinden açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranlarının basit ortalamasıyla bulunmuştur. Döviz kuru; dolar-TL paritesi üzerinden değerlendirilmiş, GSYH ise TÜİK verileri kullanılarak bulunmuştur. Enflasyon değerlendirilirken, ele alınan sektörün imalat sektörü olmasından dolayı TÜFE değil, ÜFE oranları ile analize katılmıştır ve bu iktisadi değişkenler bağımsız değişkenler olarak kullanılmışlardır.

4.4. Değişkenler

Analizde sekiz imalat sektöründen ayrı ayrı alınmış olan tek bağımlı değişken ve dört bağımsız değişken kullanılmıştır. Kullanılan bu değişkenler çalışmanın literatür incelemesi sonrası, daha önceki çalışmalarda kullanılan değişkenler göz önünde bulundurularak belirlenmiştir.

İnceleme de iktisadi etki ortaya çıkarılmak istenildiği için, ekonomide önemi büyük olan dört parametre belirlenmiş ve belirlenen dört parametre üzerinden analiz yapılmıştır. Firmaların yatırım kararlarını alırken dikkate almak zorunda olduğu, gelecek beklentilerini araştırdığı parametreler kullanılmıştır. Bağımlı değişken, sermaye yapısı ve bağımsız değişken, GSYH, faiz, enflasyon, döviz kuru olarak belirlenen iktisadi parametrelerdir.

Çizelge 4.1. Analiz değişkenleri ve hesap yöntemleri

Analiz Değişkenlerinin Hesaplanması		
Değişken	Tanım	Veri Kaynağı
Sermaye Yapısı(sektörel)	yabancı kaynaklar toplamı / aktif toplam	http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Sektor+Bilanconari/Arsiv
Döviz Kuru	TL / ABD \$	http://paracevirici.com/doviz-arsiv/merkez-bankasi/gecmis-tarihli-doviz
GSYH	Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla	www.tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=2218
Enflasyon	Üretici Fiyat Endeksi	http://www.muhasabedersleri.com/blg/yillik-enflasyon-oranlari/
Faiz	Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları 1 Yıla Kadar Vadeli TRY Üzerinden Açılan Mevduatların Basit Yıllık Ortalaması	https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/portlet/%2FPe8sixwZOs%3D/tr

4.4.1. Bağımlı Değişken

Sermaye yapısı, toplam varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Çalışmada literatür incelemesi sonrası, önceki çalışmalarda kullanılan değişkenler göz önünde bulundurularak sermaye yapısını açıklamak için, firma varlıklarını ne kadarının borçla veya yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösteren yabancı kaynaklar / aktif toplam oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Çizelge 4.2. 2002-2016 Yılları sektörlerin sermaye yapıları, bağımlı değişkenler

sermaye yapısı (yabancı kaynaklar toplamı/ aktif toplam)								
sektör - yıl	gıda içecek tütün imalatı	tekstil ürünleri imalatı	deri ve deri ürünleri imalatı	kağıt ve kağıt ürünleri imalatı	kauçuk ve plastik imalatı	metal ana sanayi imalatı	bilg. elekt. ve optik ürünlerin imalatı	motorlu kara taşıtı imalatı
2002	63,4	62,3	58,6	55,1	50,3	63,4	77,9	67,5
2003	56,2	58	57,6	47,6	46	58,4	71,3	66,5
2004	47,3	42	53	36,3	44,3	45,6	66	37,2
2005	45,3	52,8	48,9	32,2	48,2	53,9	67,7	40,5
2006	45,3	49,8	51,9	35,9	51,7	54,4	68,1	42
2007	45,2	46,1	52	35,1	50,5	58,8	65	46,5
2008	57,5	55,7	53,1	49,6	54,3	38,5	69,3	67
2009	59,3	53	49,1	44,6	49,5	41	69,6	62
2010	59	55,5	49,9	47,3	52,9	40,5	69,3	65
2011	56,9	49,5	53,7	50,8	60,9	61,6	66,6	69,6
2012	60,1	50,5	55,4	50,9	58,5	60,2	64,5	69
2013	63,2	57,7	60,8	58,1	62,5	58,4	69,3	71,7
2014	66,1	63,7	60,2	66,2	65,5	57,1	69,5	66,8
2015	69,3	65,6	62,5	68,1	66,8	63,9	73,2	71
2016	69,4	67	59,2	73,1	67,8	63,3	74,1	75,3

4.4.2. Bağımsız Değişkenler

Bağımsız değişkenler modelde iktisadi parametreler olarak ele alınmıştır. İktisadi parametreler enflasyon, GSYH, faiz oranları ve döviz kurudur. Enflasyon oranları ele alınırken imalat sanayi sektörel bilançoları kullanıldığı için ÜFE dikkate alınmıştır. Sektörlerde yabancı yatırımcıların da yer alması sebebiyle analizde GSMH değerleri değil GSYH değerleri dikkate alınmıştır. Faiz oranları, yılları baz alan bir veri seti oluşturulmasından dolayı bankalarca 1 yıla kadar vadeli TRY üzerinden açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranlarının basit ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Analizde döviz kuru ise ihracat, ithalat, yatırım vb. ekonomik faaliyetlerde ülkemizde diğer kurlara göre daha sık kullanılması sebebiyle dolar paritesi üzerinden alınmıştır.

Çizelge 4.3. 2002-2016 Yılları iktisadi parametreler, bağımsız değişkenler

	enflasyon(ÜFE) %	dövizkuru (tl)	GSYH değeri	faiz (TRY)
2002	30,84	1,51	5445	54,22
2003	13,94	1,5	7007	42,46
2004	13,84	1,49	8536	24,38
2005	2,66	1,34	9844	18,46
2006	11,58	1,43	11389	16,38
2007	5,94	1,3	12550	17,99
2008	8,81	1,29	14001	17,84
2009	5,93	1,55	13870	14,37
2010	8,87	1,5	15860	9,26
2011	13,33	1,67	18788	9,21
2012	2,45	1,8	20 880	10,06
2013	6,97	1,9	23766	8,1
2014	6,36	2,19	26489	9,85
2015	5,71	2,72	29899	9,85
2016	9,94	3,02	32904	11,01

4.5. Uygulama

Uygulamada iktisadi parametrelerin sermaye verilerine olan etkilerini incelemek için doğrusal regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada kullanılan parametrelere ilişkin tanımlayıcı istatistikler ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerler olarak verilmiştir. İstatistiksel anlamlılık için $p < 0.05$ değeri kullanılmıştır.

Çizelge 4.4. Parametrelere ait tanımlayıcı özellikler

Değişkenler	n	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma
Enflasyon (ÜFE) %	15	2,450	30,840	9,811	6,892
Döviz Kuru (TL)	15	1,290	3,020	1,747	0,518
GSYH Değeri	15	5445,000	32904,000	16748,533	8451,737
Faiz (TRY)	15	8,100	54,220	18,229	13,263
Gıda, İçecek ve Tütün İmalatı	15	45,200	69,400	57,567	8,406
Tekstil Ürünleri İmalatı	15	42,000	67,000	55,280	7,250
Deri ve Deri Ürünleri İmalatı	15	48,900	62,500	55,060	4,475
Kağıt ve Kağıt Ürünleri İmalatı	15	32,200	73,100	50,060	12,491
Kauçuk ve Plastik İmalatı	15	44,300	67,800	55,313	7,770
Metal Ana Sanayi İmalatı	15	38,500	63,900	54,600	8,853
Bilgisayar, Elektronik ve Optik Ürünleri İmalatı	15	64,500	77,900	69,427	3,584
Motor Kara Taşıtı İmalatı	15	37,200	75,300	61,173	12,744

Çizelge 4.4’te iktisadi faktörler ve sermaye yapısı parametrelerine ilişkin tanımlayıcı özellikler verilmiştir.

4.5.1. Ampirik Bulgular

Model anlamlılık tabloları, regresyon modelinin gözlemlenen veriye uyup uymadığı hakkında bilgi vermektedir. Tablolardaki R^2 değeri bağımlı değişkendeki (sermaye yapısı) değişimlerin ne kadarının bağımsız değişkenler (iktisadi oranlar) tarafından açıklandığını göstermektedir. Düzeltilmiş R^2 değerleri ise, bağımlı değişkendeki varyansın ne kadarının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Ayrıca tablolarda, regresyon modelinin anlamlılık sonucunu gösteren tek yönlü varyans analizi (ANOVA; F) sonuçları yer almaktadır. Modelin anlamlılığı bağımlı değişkendeki varyansın model tarafından ne kadar iyi açıklandığını belirtmektedir. Tablolardaki anlamlılık değeri (p) istenen anlam

seviyesinden (0.05 olarak belirlenmiştir) ne kadar küçükse regresyon modelinin bağımlı değişkendeki varyansı o kadar iyi açıklandığı anlaşılmaktadır.

Analiz sonuçlarını gösteren tablolarda, regresyon modelinin katsayıları görülmektedir. Standardize katsayılar, regresyon modelinde bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı katkıları olan bağımsız değişkenleri göstermektedir. Tablolardaki son iki sütun ise katsayıların anlamlılıkları hakkında bilgi vermektedir (t ve p).

İhtiyaçların sıralamasında gıda ve içecek ihtiyacı, temel ve vazgeçilmez ihtiyaçların başında gelmektedir. Yaşamın devamı için hayati önem taşıyan beslenmenin kaynağı, gıda ve içecek sektörüyle kendisini göstermektedir. Bütün dünyada ekonomik kalkınmaya gıda, içecek sektörü kaynaklık etmiştir. Gıda ve içecek sanayi, geriye ve ileriye bağlantısıyla ekonomik gelişmenin dinamizmini sağlamasından dolayı önemli bir sektördür. Üretim sürecinde hem tarım hem de sanayi sektörlerine yönelik yarattığı hammadde ve ara malı ve makine ve teçhizat talebiyle, gıda ve içecek sanayi yüksek bir geri bağlantı etkisi ortaya çıkarmaktadır. Üretim süreci sonrası pazarlama ve dağıtım gibi ihtiyaçların doğması ise, hizmetler sektörüne ve ulaştırma sektörüne yönelik talep yaratılmaktadır. Bu yönüyle bakıldığında, gıda ve içecek sanayi ürünlerinin tamamına yakınının hizmetler sektöründe ara girdi olarak kullanılmaktadır. Bu durum ise, bu sektörün yüksek bir ileri bağlantı etkisi olduğunu göstermektedir (Akın, 2012).

Çizelge 4.5. Gıda, içecek ve tütün imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	787,741	196,935	9,768	0,002	0.796	0.715
Hata	10	201,613	20,161				
Genel	14	989,353					

Çizelge 4.5'e göre, gıda, içecek ve tütün imalatındaki %79.6'lık değişimin bağımsız değişkenlere bağlı olduğu ve gıda, içecek ve tütün imalatındaki %71.5'lik varyansın

bağımsız değişkenlere bağlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p=0.002<0.05$).

Çizelge 4.6. Gıda, içecek ve tütün imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	30,972	5,435	-	5,699	0,000
Enflasyon (ÜFE) %	0,232	0,298	0,190	0,779	0,454
Döviz Kuru (TL)	-9,558	8,236	-0,589	-1,160	0,273
GSYH Değeri	0,002	0,001	1,892	2,853	0,017
Faiz (TRY)	0,521	0,253	0,822	2,058	0,067

Çizelge 4.6'daki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin gıda, içecek ve tütün imalatındaki bağımlı değişken üzerinde görece önem sırası, GSYH (Beta=1.892), faiz (Beta=0.892), ÜFE (beta=0.190) ve döviz kuru (Beta=-0.592)'dur. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerden sadece GSYH ($p<0.05$) değişkeni, gıda, içecek ve tütün imalatı üzerinde anlamlı olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı katkısının olmadığı görülmüştür ($p>0.05$).

Tekstil sektörü, pamuk, yün, ipek, pamuklu, yünlü ve sentetik iplik, pamuklu, yünlü, sentetik ve ipekli dokuma, kord bezi, keten, kenevir ve bunlardan türetilen ürünlerin kullanıldığı; yeni teknolojilerin ürünü olan teknik tekstil ürünlerinde son yıllarda üretim yelpazesine dahil olduğu, dokumacılık, hazır giyim ve halıcılık sektörlerinden oluşmaktadır (Aruoba, 1999). Bu sektör, imalat sanayi içinde istihdamda, üretimde ve ihracatta birinci sıradadır ve dış ticaret açısından da önem arz etmektedir. Ayrıca tekstil sektörünün diğer sektörlerle kıyasla avantajları bulunmaktadır. Tekstil sektörün sahip olduğu bu avantajlar başlıca; hızlı teslimat, hedef pazarlara olan yakınlık, teknik, sosyal ve idari bilgi birikimi, tecrübe, geniş ürün yelpazesi ve tasarım kapasitesi olarak sıralanabilir.

Çizelge 4.7. Tekstil ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	541,117	135,279	6,949	0,006	0.735	0.630
Hata	10	194,667	19,467				
Genel	14	735,784					

Çizelge 4.7'ye göre, tekstil ürünleri imalatındaki %73.5'lik değişimin bağımsız değişkenlere bağlı olduğu ve tekstil ürünleri imalatındaki %63'lük varyansın bağımsız değişkenlere bağlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p=0.006<0.05$).

Çizelge 4.8. Tekstil ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	29,626	5,340	-	5,547	0,000
Enflasyon (ÜFE) %	-0,112	0,293	-0,106	-0,382	0,711
Döviz Kuru (TL)	-4,003	8,093	-0,286	-0,495	0,632
GSYH Değeri	0,001	0,001	1,563	2,069	0,065
Faiz (TRY)	0,619	0,249	1,133	2,488	0,032

Çizelge 4.8'deki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin tekstil ürünleri imalatındaki bağımlı değişken üzerinde göreceli önem sırası, GSYH (Beta=1.563), faiz (Beta=1.133), döviz kuru (Beta=-0.286) ve ÜFE (beta=-0.106)'dir. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerden sadece faiz ($p<0.05$) değişkeni, tekstil ürünleri imalatı üzerinde anlamlı

olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı katkısının olmadığı görülmüştür ($p>0.05$).

Deri ve deri ürünleri imalatı sanayi; tabaklama ve deri işleme, saraciye ürünleri, deri giyim eşyası, kürkten eşya ve ayakkabı sektörüne kadar geniş bir üretim alanında faaliyet göstermektedir. Deri ve deri ürünleri imalatı sanayi daha çok el emeğine dayanan ancak yüksek uzmanlık gerektiren bir sanayi koludur. Sanayide kaliteli hammadde temini açısından ayrı bir önem taşımaktadır (İSO, 2015).

Çizelge 4.9. Deri ve deri ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	228,727	57,182	11,080	0,001	0.816	0.742
Hata	10	51,609	5,161				
Genel	14	280,336					

Çizelge 4.9'ya göre, deri ve deri ürünleri imalatındaki %81.6'lık değişimin bağımsız değişkenlere bağlı olduğu, deri ve deri ürünleri imalatındaki %74.2'lik varyansın bağımsız değişkenlere bağlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p=0.001<0.05$).

Çizelge 4.10. Deri ve deri ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	38,874	2,750	-	14,137	< 0,0001
Enflasyon (ÜFE) %	0,005	0,151	0,008	0,036	0,972
Döviz Kuru (TL)	-5,020	4,167	-0,581	-1,205	0,256
GSYH Değeri	0,001	0,000	1,955	3,102	0,011
Faiz (TRY)	0,415	0,128	1,230	3,240	0,009

Çizelge 4.10'daki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin deri ve deri ürünleri imalatındaki bağımlı değişken üzerinde görece önem sırası, GSYH (Beta=1.955), faiz (Beta=1.230), ÜFE (beta=-0.008) ve döviz kuru (Beta=-0.581)'dur. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerden GSYH ve faiz ($p < 0.05$) değişkenleri, deri ve deri ürünleri imalatı üzerinde anlamlı olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı katkısının olmadığı görülmüştür ($p > 0.05$).

Kağıt ve kağıt ürünleri imalat sektörü, gündelik hayatın hemen her alanında yer alan ürünlerin birçoğunda kullanılan basım ve ambalaj sektörüne ara malı temin etmektedir. Kağıt ve karton ürünleri, gerek maliyet yönlü avantaja sahip olması gerekse kolay işlenmesi bakımından ambalaj sektöründe yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.

Çizelge 4.11. Kağıt ve kağıt ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	2074,977	518,744	47,409	0,0001	0.950	0.930
Hata	10	109,419	10,942				
Genel	14	2184,396					

Çizelge 4.11'e göre, kağıt ve kağıt ürünleri imalatındaki %95'lik değişimin bağımsız değişkenlere bağlı olduğu, kağıt ve kağıt ürünleri imalatındaki %93'lük varyansın bağımsız değişkenlere bağlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p=0.0001<0.05$).

Çizelge 4.12. Kağıt ve kağıt ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	7,031	4,004	-	1,756	0,110
Enflasyon (ÜFE) %	0,384	0,219	0,212	1,751	0,110
Döviz Kuru (TL)	-10,724	6,067	-0,445	-1,767	0,108
GSYH Değeri	0,003	0,000	1,821	5,539	0,000
Faiz (TRY)	0,709	0,187	0,753	3,800	0,003

Çizelge 4.12'deki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin kağıt ve kağıt ürünleri imalatındaki bağımlı değişken üzerinde görece önem sırası, GSYH (Beta=1.821), faiz (Beta=0.753), ÜFE (Beta=-0.212) ve döviz kuru (Beta=-0.445)'dur. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerden sadece GSYH ($p<0.05$) değişkeni, kağıt ve kağıt ürünleri imalatı üzerinde

anlamli olduğu, diğ er bağımsız değışkenlerin istatistiksel olarak anlamli katkısının olmadığı görülmüştür ($p>0.05$).

Plastik ve kauçuk ürünleri imalatı sanayi genel olarak ara malı üreten bir sektör niteliğindedir. Sektör başta inşaat, tarım, dayanıklı tüketim malları, otomotiv ve elektronik olmak üzere imalat sanayi yanında ambalaj malzemeleri vb. ürünlerle hizmet sektörünün de çok önemli tedarikçisi konumundadır. Plastik ve kauçuk ürünleri imalatı sanayinin üretim açısından imalat sanayi ve ülke ekonomisindeki önemi giderek artmakta olan bir sektör olması yönüyle analiz açısından önem arz etmektedir (İSO, 2012).

Çizelge 4.13. Kauçuk ve plastik imalatı bağımlı değışkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	818,859	204,715	77,488	0,0001	0.969	0.956
Hata	10	26,419	2,642				
Genel	14	845,277					

Çizelge 4.13'e göre, kauçuk ve plastik ürünleri imalatındaki %96.9'luk değışimin bağımsız değışkenlere bağı olduğu, kauçuk ve plastik ürünleri imalatındaki %95.6'luk varyansın bağımsız değışkenlere bağı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, regresyon modeli istatistiksel olarak anlamli bulunmuştur ($p=0.0001<0.05$).

Çizelge 4.14. Kauçuk ve plastik imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	38,888	1,967	-	19,767	< 0,0001
Enflasyon (ÜFE) %	0,271	0,108	0,241	2,519	0,030
Döviz Kuru (TL)	-9,236	2,981	-0,615	-3,098	0,011
GSYH Değeri	0,002	0,000	1,775	6,835	< 0,0001
Faiz (TRY)	0,141	0,092	0,240	1,535	0,156

Çizelge 4.14'teki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin kauçuk ve plastik ürünleri imalatındaki bağımlı değişken üzerinde görece önem sırası, GSYH (Beta=1.775), ÜFE (beta=-0.241), faiz (Beta=0.240) ve döviz kuru (Beta=-0.615)'dur. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerden enflasyon, döviz kuru ve GSYH ($p < 0.05$) değişkenleri, kauçuk ve plastik ürünleri imalatı üzerinde anlamlı olduğu, diğer bağımsız değişken olan faizin istatistiksel olarak anlamlı katkısının olmadığı görülmüştür ($p > 0.05$).

Ana metal sanayi sektörü, Türkiye'nin kalkınmasına katkı sağlayan en önemli sektörlerden biri olarak öne çıkmaktadır. Başta inşaat, kimya, enerji ve otomotiv olmak üzere pek çok sektörde kullanım alanı bulan sektörde özellikle demir çelik alanındaki gelişmelerin sektörel yatırımlarda ön plana çıktığı görülmektedir. Ana metal sanayi sektörü TÜİK'in sınıflandırmasına göre demir-çelik ana sanayi ve demir-çelik dışındaki ana metal sanayi alt sektörlerinden oluşmaktadır.

Çizelge 4.15. Metal ana sanayi imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	461,449	115,362	1,814	0,203	0.421	0.189
Hata	10	635,811	63,581				
Genel	14	1097,260					

Çizelge 4.15'ye göre, metal ana sanayi ürünleri imalatındaki %42.1'lik değişimin bağımsız değişkenlere bağlı olduğu, metal ana sanayi ürünleri imalatındaki %18.9'luk varyansın bağımsız değişkenlere bağlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, metal ana sanayi ürünleri imalatı için kurulan regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır ($p=0.203<0.05$).

Çizelge 4.16. Metal ana sanayi imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	29,806	9,651	-	3,088	0,011
Enflasyon (ÜFE) %	-0,053	0,529	-0,041	-0,100	0,922
Döviz Kuru (TL)	-0,162	14,626	-0,009	-0,011	0,991
GSYH Değeri	0,001	0,001	0,904	0,809	0,438
Faiz (TRY)	0,534	0,450	0,800	1,188	0,262

Çizelge 4.16'deki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin metal ana sanayi ürünleri imalatındaki bağımlı değişken üzerinde göreceli önem sırası, GSYH (Beta=1.775), ÜFE (beta=-0.241), faiz (Beta=0.240) ve döviz kuru (Beta=-0.615)'dur. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerin ana metal sanayi sektörünün sermaye yapısı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı katkısının olmadığı görülmüştür ($p>0.05$).

Dünyada bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalat sektörü, hızla büyüyen ve gelişen bir yapıya sahiptir. Bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri sanayisinde öncelik veren bir politika izleyen ülkelerin, kısa sürede gelişmişlik düzeyinde önemli bir ilerleme kaydettiği görülmektedir. Bu açılarından sermaye yoğun bir sektör olup, iktisadi parametrelerden anlamlı şekilde etkilenmesi beklenmektedir.

Çizelge 4.17. Bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	130,976	32,744	6,705	0,007	0.728	0.620
Hata	10	48,834	4,883				
Genel	14	179,809					

Çizelge 4.17'ye göre, bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatındaki %72.8'lik değişimin bağımsız değişkenlere bağlı olduğu, bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatındaki %62'lik varyansın bağımsız değişkenlere bağlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p=0.007<0.05$).

Çizelge 4.18. Bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	57,348	2,675	-	21,440	< 0,0001
Enflasyon (ÜFE) %	0,171	0,147	0,329	1,167	0,270
Döviz Kuru (TL)	2,442	4,053	0,353	0,603	0,560
GSYH Değeri	0,000	0,000	0,410	0,536	0,604
Faiz (TRY)	0,177	0,125	0,653	1,417	0,047

Çizelge 4.18'deki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatındaki bağımlı değişken üzerinde göreceli önem sırası, faiz (Beta=0.653), GSYH (Beta=0.410), döviz kuru(Beta=0.353) ve ÜFE (beta=0.329)'dir. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerden sadece faiz ($p<0.05$) değişkeninin, bilgisayar, elektronik ve optik ürünleri imalatı üzerinde anlamlı olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı katkısının olmadığı görülmüştür ($p>0.05$).

Motorlu kara taşıtları sektörü, ekonomiye katkısı ve diğer sektörlerle öncülük etmesi açısından en önemli sektörlerden birisidir. Otomotiv sektörü, sahip olduğu yapı nedeni ile birçok sektörle bağlantısı olan sektördür ve dünyanın en büyük yatırımlarının gerçekleştiği sektörlerden birisidir. Türkiye'de motorlu kara taşıtları sektörü 1960'lı yıllardan itibaren önemli gelişmeler kaydetmiştir. Sektör, 1990'lı yıllarda ihracata yönelik rekabetçi bir nitelik kazanmış ve 1990'lı yılların sonlarına doğru Türkiye'de dünyanın önde gelen otomotiv firmalarının Türk ortaklarla kurdukları tesislerle birlikte önemli bir konum elde ederek bunlardan bazıları ortak oldukları yabancı otomotiv firmalarının ihracat üssü haline gelmiş durumdadır.

Çizelge 4.19. Motor kara taşıtı imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için model anlamlılıkları

Kaynak	DF	Kareler Toplamı	Kareler Ortalaması	F	p	R ²	Düzeltilmiş R ²
Model	4	1602,040	400,510	5,964	0,010	0.705	0.586
Hata	10	671,530	67,153				
Genel	14	2273,569					

Çizelge 4.19'a göre, motor kara taşıtı ürünleri imalatındaki %70.5'lik değişimin bağımsız değişkenlere bağlı olduğu, motor kara taşıtı ürünleri imalatındaki %58.6'lık varyansın bağımsız değişkenlere bağlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($p=0.01<0.05$).

Çizelge 4.20. Motor kara taşıtı imalatı bağımlı değişkenine karşı iktisadi oranların etkileri için regresyon analizi sonuçları

Değişkenler	B	SH	Beta	t	p
Intercept	30,443	9,919	-	3,069	0,012
Enflasyon (ÜFE) %	0,364	0,543	0,197	0,670	0,518
Döviz Kuru (TL)	-35,539	15,031	-1,444	-2,364	0,040
GSYH Değeri	0,004	0,001	2,752	3,447	0,006
Faiz (TRY)	1,083	0,462	1,128	2,345	0,041

Çizelge 4.20'deki standartlaştırılmış regresyon katsayılarına göre, bağımsız değişkenlerin motor kara taşıtı ürünleri imalatındaki bağımlı değişken üzerinde görelî önem sırası, GSYH (Beta=2.752), faiz (Beta=1.128), ÜFE (beta=0.197) ve döviz kuru(Beta=-1.444)'dur. Regresyon katsayılarının anlamlılık testleri göz önüne alındığında, bağımsız değişkenlerden döviz kuru (TL), GSYH değeri ve faiz ($p<0.05$) değişkenleri, motor kara taşıtı ürünleri imalatı üzerinde anlamlı olduğu, diğer bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı katkısının olmadığı görülmüştür ($p>0.05$).

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bir işletmenin sermaye yapısı, ilişkili olduğu sektörden etkilenir. Belirli bir sanayi ile ilgili tüm şirketler neredeyse benzer bir ürün üretirler, üretim maliyetleri benzerdir, aynı teknolojiye bağlıdırlar, benzer karlılığa sahiptirler ve dolayısıyla sermaye yapılarının düzeni neredeyse aynıdır. Ancak bu durum farklı sektörler için değişiklik göstermekte ve buda iktisadi parametrelerden etkilenme derecelerini değiştirmektedir. TCMB imalat sanayi sektörel bilançoları kullanılarak, 2002-2016 yıllarını kapsayan dönem için iktisadi parametrelerin sektörlerin sermaye yapısına etkisinin incelendiği bu tez çalışmasında, doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. Analize göre, amaçlarına göre seçilen sektörlerin yabancı kaynak- aktif toplam oranlarında önemli farklılıklar gözlemlenmiştir. Bu oranının bir sektörden diğerine ve hatta bir sektördeki şirketler arasında önemli ölçüde değişmesinin nedenlerinden bazıları, endüstriler arasındaki farklı sermaye yoğunluğu seviyelerini ve işin niteliğinin yüksek bir borç seviyesini idare etmeyi göreceli olarak daha kolay idare edip etmediği olarak değerlendirilmektedir.

Analiz sonuçlarına göre; TCMB imalat sanayi sektörlerinin büyük kısmının sermaye yapılarının GSYH ve faizden istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilenirken, döviz kuru 2 sektörü ve enflasyon ise tek sektörü istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilenmediği belirlenmiştir. Sektörlerin büyük çoğunluğunu etkileyen GSYH artışıyla doğru orantılı olarak borç kullanımının arttığı gözlenmektedir (Bu gözlem, GSYH'dan anlamlı şekilde etkilenen sektörlerin sermaye yapısına bakılarak yapılmaktadır). Bunun nedeni olarak ise, GSYH büyümesi ile yatırım fırsatlarının artması ve böylece işletmelerin iç kaynaklardan sonra dış kaynaklara da ihtiyaç duyduğu düşünülmektedir. Tüm bu bulgular ise, örnekleme oluşturan sektörleri finansman hiyerarşisi teorisine yaklaştırmaktadır. Ek olarak, sermaye yapısı seçimleri ile GSYH arasındaki ilişkinin analize göre anlamlı çıkması, sonuçların Bokpin'in yukarıda ki çalışmasıyla uyumlu olduğunu göstermektedir. Bokpin, makroekonomik faktörlerin firmaların sermaye yapısı üzerindeki etkisini incelemiş ve GSYH ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu belirtmiştir. GSYH büyümesinin, herhangi bir ekonomik faaliyet üzerinde önemli bir etkiye sahip olan ve regresyonlarda yanlılık yaratan çok güçlü bir makro faktör olduğunu belirten Chekanskiy' nin sonuçlarıyla da uyumlu gözlemlenmektedir. Aghapour'un tez çalışmasında, firmalar için yapmış olduğu panel veri analizinde GSYH için bulduğu sonucu, bu tez çalışmasında sektörler açısından destekler niteliktedir.

Analiz sonucunda, enflasyon tek bir sektör için anlamlı bulunurken, faiz değişkeni pek çok sektör için anlamlı bulunmuştur. Yapılan bu tez çalışması, Zein'in 2016'da yapmış olduğu çalışmada makroekonomik faktörlerin şirketlerin sermaye yapısına faiz için pozitif anlamlı etkisini ve enflasyon için anlamlı ancak negatif etkisini bulması yönünden literatürü destekler niteliktedir.

Sektörlere detaylı bakıldığında, ana metal sanayi ekonominin genel durumuna paralel hareket eden, özellikle inşaat, otomotiv sektörü ve alt yapı yatırımlarına önemli girdi sağlayan bir sektördür. Türkiye'nin ekonomik büyümesine paralel bir gelişim gösteren özellikle inşaat ve altyapı sektörlerindeki gelişmelerin talep açısından önem arz ettiği sektörde, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde anlamlı katkısı bulunamamıştır. Bunun sebebi, incelenen dönem içinde hükümetin yatırım ve ekonomiyi korumak için özellikle bu sektör kapsamında attığı adımlar ve teşviklerin yine sektörün sermaye yapısına iktisadi parametrelerin etkisini anlamsızlaştırması olarak gözlemlenmektedir. Ana metal sanayindeki bu yatırım politikaları sektördeki şirketler açısından avantaj olarak kullanılabilir. Makro-iktisadi parametrelerin şirketlerin sermaye yapısını belirlemede anlamlı etkisi yoktur. Bu durum, sektör şirketlerindeki yöneticiler tarafından iyi bir sermaye yapısı bileşimi belirlenmesiyle, şirketlerin büyümelerini, gelişmelerini, kolay borç bulabilecek seviyede olmalarını sağlayacaktır.

Piyasa ve sektör koşullarında korunma önlemleri bulunduran, deri ve deri ürünleri imalat sektöründeki işletmelerin, sermaye yapılarında enflasyon ve döviz kurunun anlamlı etkisinin görülmemesi bu önlemler olarak görülmektedir. Ancak, bu sektör GSYH ve faizden anlamlı şekilde etkilenmektedir. Devletin bu sektör için düşük faizin sağlanabileceği bir politika izlemesi, yatırımı dolayısıyla da üretimi arttıracaktır. Buda diğer bağımlı sektörler açısından hammaddede dışa bağımlılığı azaltarak, iktisadi etkiyi azaltacaktır.

Tekstil sektörünün sermaye yapısına döviz kurunun da anlamlı etkisi beklenmiş, ancak sadece faizin anlamlı etkisi bulunmuştur. Bunun sebebi ise, sektördeki işletmelerin kur artışları ve düşüşlerinden etkilenmemek için maliyetlerini malın satış döviz cinsinden ayarlayarak, finansman gerektiği durumlarda o kur cinsinden finansman kullanıp, maliyetlerinin dengesini kurabilmeleri olarak gözlemlenmiştir. Sektörler bu şekilde sağladıkları kur avantajını devam ettirmelidir. Faiz işletmelerin finansman maliyetlerini

etkilemekte ve yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Bu sebeple tekstil sektöründe ki şirket yöneticileri sermaye yapısı bileşimlerini oluştururken, faizin etkisini gözönünde bulundurmalıdır. Devlet politikalarında ise deri ve deri ürünleri sanayinde önerildiği gibi sektöre özel faiz oranı uygulanabilir. Böylece yöneticilerin iktisadi etkilerden tamamen bağımsız bir sermaye yapısı bileşeni oluşturması sağlanabilir. Ancak bileşenin dengeli olması çok önemlidir. Çünkü, yüksek olması firmanın sabit yükümlülüklerini karşılayamaması anlamına gelirken; bu bileşenin çok düşük olması da firmanın vergi tasarrufundan yararlanma fırsatını kaçırdığı anlamına gelmektedir.

Kauçuk ve plastik ürünleri imalat sektörü kapsamında, Türkiye’de doğal ve petrol bazlı sentetik kauçuk üretimi gerçekleştirilemediğinden ve hammaddede dışa bağımlılığında olmasından dolayı sektörün döviz kurundan anlamlı şekilde etkilenmesi beklenen bir durumdur. Özellikle, otomotiv sanayinde uygulanan üretim yöntem ve teknolojileri, uluslararası düzeyde ve ana firmaların kullandıkları yöntem ve teknolojilerle eşdeğerdir. Türkiye’ de bu sektörün dışa bağımlı olmasına karşın yabancı şirketlerin ülkemizde sektöre yaptığı yatırımlarla ilerleme kaydeden bir sektör olmasından dolayı, döviz kurundan etkilenmemekte ancak faizden anlamlı şekilde etkilenmektedir. Yabancı yatırımcının etkinliğini azaltmak için, özellikle son yıllarda gelişen Ar-Ge olanak ve kapasitesi ile Türkiye’deki otomotiv sanayi de, üretim yöntemleri ve ürün teknolojisini geliştirme çabalarını arttırmaktadır. Ayrıca devletinde otomotiv sanayindeki kapasite fazlasının mali yükünü karşılayabilmek, sektördeki rekabetçi ortam, pazardaki büyümenin sınırlı kalması, müşterilerin daha seçici hale gelmeleri ve talep ettikleri ilave donanımların maliyetlerinin karşılanabilmesi için çözüm üretmek üzere sektördeki artan Ar-Ge harcamaları için teşvik ve muafiyetler uygulanmaktadır. Bu da diğer iktisadi parametrelerden etkilenmemesinin sebebi olarak değerlendirilmektedir.

Sanayi sektörlerinin yapıları zaman içinde uluslararası rekabet şartları, teknolojik gelişim, tüketim yapısı ve devlet politikası etkisinde değişim göstermektedir. Firmalar rekabet stratejilerini ve sermaye yapılarını belirlerken bu değişime ve sektörlerine uygun olarak hareket etmek zorundadır. Bu tez çalışması, iktisadi parametrelerin sermaye yapısına olan etkilerini sektörel bazda açıklamıştır. Çalışmanın devamında, sektörler açısından oluşan farklılıkların sebebinin daha detaylı araştırılabilir. Ayrıca, sektörler bazında firmaya özgü faktörlerin de etkilerinin araştırılması daha önce şirketler bazında yapılmış çalışmaların sektörler bazındada tamamlanmasını sağlayacaktır.

KAYNAKLAR

- Aghapour, K. (2016). *Mali ve iktisadi değişkenlerin BIST’te işlem gören şirketlerin sermaye yapısı üzerindeki etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Ahmadinia, H., Afrasiabishani, J., Hesami, E. (2012). *A Comprehensive Review on Capital Structure Theories*. The Romanian Economic Journal, 3-26.
- Ain, Q., Jan, S. U., Rafiq, M. (2011). Effect of Macroeconomic Factors on Capital Structure Decisions of Firm-Evidence from a Developing Country. *Journal of Business and Economic Review*, 3(1).
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (Yenilenmiş 7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 481-498, 505-506.
- Akın, F. (2012). *Gıda Ürünleri ve İçecek Sanayinin Ekonomik Özellikleri*. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 14 (3), 19.
- Akkaya, C. (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği Ve Kârlılık: İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10.
- Aksoy, A., Tanrıöven, C., Ece, O. (2010). Sektörel Bazda Sermaye Yapısına Etki Eden Değişkenler ve Sermaye Yapısındaki Değişmelerin Krizden Korunmadaki Etkinliği: İMKB’ de Uygulama. *Üçüncü Sektör Kooperatifçilik*, 7.
- Aksöyek, İ., Yalçın, K. (2011). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim*. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1, 9, 255, 249.
- Alsü, E., Yarımbaş E. (2017). Sermaye Yapılarının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İmalat Sektörü Üzerine Ekonometrik Bir Analiz, *Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 7, 97-99.

- Apak, S., Demirel, E. (2013). Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi (Cilt 2). Papatya Yayıncılık Eğitim, 268.
- Arestis, P., Luintel, A., Luintel, K. (2004). “Does Financial Structure Matter?”, Economics Working Paper Archive, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Aruoba, Ç. (1999). “Dünya Tekstil Ekonomisi”, ONGUN, M. Tuba (Editör), Anadolu’da Hızla Sanayileşen Kentler: Kahramanmaraş Örneği, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayını, 31.
- Aslan, L. (2007). *Makro ekonomik faktörlerin sermaye yapısı ve kredi riski üzerine etkisi: İMKB 100 firmaları üzerine bir uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Aydın, N., Başar, M., Coşkun, M. (2006). Finansal Yönetim. Aktüel Tanıtım & Ofis Hizmetleri, 322.
- Baker, M., Wurgler, J. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. Journal of Finance, 57(1), 1-32.
- Başaran, Ü. (2008). *İMKB’de işlem gören otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin analizi*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Beattie, V., Goodacre, A., Thomson, S. J. (2006). *Corporate financing decisions: UK survey evidence*. Journal of Business Finance & Accounting, 33(9-10), 1402-1434.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10th Edition b.) New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brigham, E. F. (1995). Fundamentals of Financial Management. Dryden Press, 7.Baskı, 175.

- Brigham, E.F. ve J.F. Houston (2004), *Fundamentals of Financial Management (Concise 4th Edition)*, Mason Ohio: South-Western Educational Publication, 600.
- Bokpin, G. A. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: Evidence from emerging market economies. *Studies in Economics and Finance*.
- Canbaşı, S., Vural, G. (2010). *Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler*. Karahan Kitabevi, 273, 290.
- Cansız, S., Sayılğan, G. (2017). Sermaye Yapısı Teorilerinin Reel Sektör Firmaları Özelinde Test Edilmesi. *Verimlilik Dergisi*, Sayı:2.
- Ceylan, A., Korkmaz T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (10. Basım). Ekin Basın Yayın Dağıtım, 260-261.
- Ceylan, A., Korkmaz T. (2013). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (Gözden Geçirilmiş 13. Basım). Ekin Basın Yayın Dağıtım, 17, 280-281.
- Chekanskiy, S. A. (2009). *The Effect of Macroeconomic Factors on Capital Structure Decisions*. Master Thesis. University of North Carolina Wilmington, Cameron School of Business.
- Çelik, N., Bedük, A. (2014). Vekalet Teorisi Yaklaşımı ile İşlem Maliyetleri Arasındaki İlişki. *Sakarya İktisat Dergisi*, 3(1).
- Eroğlu, N., Aydın, H.İ., Kesbiç, C.Y. (2016). *Para-Banka ve Finans*. Ankara: Orion Kitabevi, 105-106
- Fıratoglu, B., (2005). *Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler*. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.

Gustafsson, J., Grundströmer, E. (2007). *The Incentives Behind Capital Structure Decision A Survey of the Swedish Market*. Master Thesis. Lund University, School Of Economics and Management, Sweden.

Gülşen, A. Z., Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İmkb Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(15), 50.

Gürsoy, C. T. (2007). Finansal Yönetim İlkeleri. İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları No:1, 582.

Harris M., Raviv A. (1991, March). *The Theory of Capital Structure*. The Journal of Finance, no:1.

Hassan, M. A. (2015). *Sermaye Yapısı ve Karlılığa Etkisi: Gıda Firmaları Üzerine Bir Çalışma*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Huong, P. T. Q. (2018). *Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure: Evidence from Listed Joint Stock Companies in Vietnam*. International Journal of Financial Research.

İnternet: Atan, S. (2014). Sermaye Yapısı Üzerine Yaklaşımlar. URL: <https://suatatan.wordpress.com/2014/11/07/sermaye-yapisi-uzerine-yaklasimlar-ve-teoriler/>, Son Erişim Tarihi: 21.04.2018.

İnternet: Erdem, D., Kağan, M., Tanhan, F. (2006). Regresyon Analizi. URL: <http://www.istatistik.gen.tr/?p=83>, Son Erişim Tarihi: 03.02.2018.

İnternet: Murray Z. F., Vidhan K. G. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?. URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>, Son Erişim Tarihi: 12.04.2018.

İnternet: Otluoğlu, E. (2017).*Finansal Kaldıraç Nedir?*. URL: <http://emirotluoğlu.com/sermaye-yapisi-nedir/>, Son Erişim Tarihi: 11.03.2018.

İnternet: Otluoğlu, E. (2017). *Sermaye Yapısı Nedir?*. URL: <http://emirotluoğlu.com/finansal-kaldirac-nedir/>, Son Erişim Tarihi: 10.05.2018.

İstanbul Sanayi Odası. (2015). *Deri ve Deri Ürünleri İmalatı Sanayi*. Küresel Rekabette İstanbul Sanayi Odası Meslek Komiteleri Sektör Stratejileri Projesi, 15.

İstanbul Sanayi Odası. (2012). *Plastik ve Kauçuk Ürünleri İmalatı Sanayi*. Avrupa Birliği'ne Tam Üyelik Sürecinde İstanbul Sanayi Odası Meslek Komiteleri Sektör Stratejileri Geliştirme Projesi, 22.

Jaros, J., Bartosova, V. (2015). *To the Capital Structure Choice: Miller and Modigliani Model*. Procedia Economics and Finance, 351.

Javadov, J. (2009). *Makro-ekonomik faktörlerin türk firmalarının sermaye yapısı üzerinde etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Jensen, M. C., Meckling, H. W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Management, No.4, 305-360.

Kara, İ. E., Geyikçi, U. B. (2017). Halka Kapalı KOBİ'lerin Sermaye Yapıları. Journal of Yaşar University, 12(48).

Karadeniz, E. (2008). *Türk konaklama işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 19.

Karadeniz, E., Kaplan, F., Günay, F. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi, 13(3).

- Karluk, S. R. (2002). Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika (6.Baskı). Beta Basım Yayım Dağıtım, 361.
- Kartal, M. (2017). Finansal Yönetim (1. Basım). Seçkin Yayıncılık, 428
- Khanna¹, S., Srivastava A., Medury, Y. (2015). The Effect of Macroeconomic Variables on the Capital Structure Decisions of Indian Firms: A Vector Error Correction Model/Vector Autoregressive Approach. International Journal of Economics and Financial Issues, 5(4), 968, 970.
- Korajczyk, R. A., Levy, A. (2003). *Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints*. Journal of Financial Economics, 68, 75-80.
- Levy, A., 2001. *Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions?* Unpublished working paper. Haas School of Business, U.C. Berkeley.
- Löf, H. (2003). Dynamic Optimal Capital Structure and Technological Change. Center for European Economic Research, Discussion Paper No: 03 – 06.
- Mak, M. (2013). *The impact of firm specific factors on capital structure: empirical evidence from Turkey*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Mazur, K. (2007). The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies. International Advances in Economic Research, 13(4), 514.
- Miller, M. H. (1988). *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*. Journal of Economics Perspectives, 99-120.
- Mishkin, F. S. (2011). Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı (çev. N. Engin, S. Şahin, S. Çiçek ve Ç. Boz). Akademi Yayıncılık (Eserin orijinali 2006’da yayımlandı), 445-447.
- Mobellaghi, M., Maghaddam, F. (2013). *Firm Size, Beta and Financial Leverage*. SCMS Journal of Indian Management, 40-47.

- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*. American Economic Review, 261-297.
- Mokhova, N., Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure. Contemporary Issues in Business, Management and Education.
- Moyer, B., McGuigan, J., Kretlow, W. (2001). Contemporary Financial Management (8th Edition b.). Ohio: South-Western College Publishing.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 574-592.
- Okka, O. (2009). Finansal Yönetim (3. Baskı). Konya: Nobel Yayın Dağıtım, 426, 449-450.
- Okuyan, H. A., Taşçı, H. M. (2010). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama. BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 4(1).
- Orhan, O. Z., Erdoğan, S. (2006). İktisada Giriş (Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 2. Baskı). Avcı Ofset, 340, 544, 548-552.
- Özaltın, O. (2006). *Sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisi İMKB'de bir uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Parasız, İ. (1994). Para Banka ve Finansal Piyasalar (5. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 550.
- Parasız, İ. (2009). Para Banka ve Finansal Piyasalar (9. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 68.
- Poyraz, E. (2008). Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım, 437.

- Sayılğan, G., Sayman, Y. (2009). İmalat şirketlerinin ortaklık yapılarının, finansman kararları üzerindeki etkisi: İMKB uygulaması. *İMKB Dergisi*, 48 (2), 1-11.
- Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası Finans (Genişletilmiş 4. Baskı). Güzem Can Yayınları, 15-19,20.
- Şen, A. (2006). Asimetrik Bilgi - Finansal Kriz İlişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 14, 1-24.
- Taoulaou, A., Burchuladze, G. (2014). *How do macroeconomic factors affect capital structure? The case of Swedish firms*. Master Thesis. Lund University School of Economics and Management.
- Taşkın, D., Coşkun, S. (2015). Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerine Etkisi: BIST Enerji Firmaları İncelemesi, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 106-108.
- Titman, S., Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, (1), 17.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. (2012). *Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi*, Finansal Yönetim, 32, 40, 43.
- Türko, M. (2002). Finansal Yönetim. İstanbul: Alfa Yayınları, 489.
- Yalçın, K. (2012).Uluslararası Finansman (Gözden Geçirilmiş 2. Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık, 153.
- Yaşar, S. (2006). Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 5.
- Yener, E., Karakuş, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 14/2, 75.

- Yenice, S. (2001). *Sermaye Yapısının Firmanın Verimliliği ile Cari Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB’de Test Edilmesi*. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 89-92.
- Yılığör A. G., Yücel E. (2007). Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama, Muhasebe ve Finansman Dergisi, (35).
- Yılmaz, M. H. (2014). *Üretim işletmelerinde dış kaynak kullanımının sermaye yapısı üzerine etkisi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 32.
- Van Horn, J. C. (1992). *Financial Management and Policy*. Library of Congress Cataloging in-Publication Data, Stanford University, 272, 273.
- Uzunoğlu, S. (2003). Para ve Döviz Piyasaları (Genişletilmiş 2. Basım). Literatür Yayıncılık, 4,5.
- Zein, A. M. (2016). *Can macroeconomic factors explain the choice of capital structure? - A study of listed non-financial firms in Sweden*. Master Thesis. Uppsala University Department of Business Studies, Sweden.



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : ÖCAL, Firdevs Sena
Uyruğu : T.C.
Doğum tarihi ve yeri : 1992 / Ankara
Medeni hali : Bekar
Telefon : -
E-Posta : firdevssenaocal@gmail.com



Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	Gazi Üniversitesi / İşletme	Devam
Lisans	Gazi Üniversitesi / İktisat	2014
Lise	Ayrancı Aysel Yücetürk Anadolu Lisesi	2010

Yabancı Dil

İngilizce



GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..

