



Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı

**KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE YAPISI İLE KÂRLILIK
İLİŞKİSİNİN ANALİZİ: BİST’TE BİR UYGULAMA**

Yüksel AYDIN

Doktora Tezi

Tez Danışmanı

Yrd. Doç. Dr. M. Mustafa KISAKÜREK

Sivas

Temmuz 2013

KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE YAPISI İLE KÂRLILIK İLİŞKİSİNİN ANALİZİ: BİST’TE BİR UYGULAMA

Yüksel AYDIN

Cumhuriyet Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü

Lisansüstü Eğitim, Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin İşletme Anabilim
Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı İçin Öngördüğü

DOKTORA TEZİ
Olarak Hazırlanmıştır

Sivas
Temmuz 2013

KABUL VE ONAY

Yüksel Aydın'ın hazırlamış olduğu “Kriz Dönemlerinde Sermaye Yapısı İle Kârlılık İlişkisinin Analizi: BİST’te Bir Uygulama” başlıklı bu çalışma, .../...../..... tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı'nda Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

İmza

Prof. Dr. Mustafa UÇAR

İmza

Prof. Dr. Selim ERDOĞAN

İmza

Doç. Dr. Hüdaverdi BİRCAN

İmza

Yrd. Doç. Dr. M. Mustafa KISAKÜREK

İmza

Yrd. Doç. Dr. Mehmet DEMİR

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım./...../....

İmza

Prof.Dr. Alim YILDIZ

Enstitü Müdürü

TEŞEKKÜR

Bu tezin hazırlanmasında, her aşamasında yardımlarını esirgemeyen saygıdeğer danışmanım Yrd. Doç Dr. Mustafa KISAKÜREK hocama, bu tezin hazır hale gelmesinde ve her aşamasında yardımlarını esirgemeyen Yunus Emre BİROL kardeşime ve tez süresi boyunca kendilerine zaman ayıramadığım ve bunu anlayışla karşılayan, her zaman yanımda olup desteklerini esirgemeyen sevgili aileme teşekkürü bir borç bilirim. Teşekkürler...

ÖZET

AYDIN, Yüksel, Kriz Dönemlerinde Sermaye Yapısı İle Kârlılık İlişkisinin Analizi:
BİST’te Bir Uygulama, Doktora Tezi, Sivas, 2013.

Sermaye yapısı işletmelerin üzerinde durdukları en önemli konulardan birisidir. Özellikle 1990’lı yıllardan itibaren başlayan finansal serbestleşme eğilimi, ülkeleri krizlere açık hale getirmiştir. Krizler işletmelerin sermaye yapılarını etkilemektedir. Bununla birlikte kriz olsun olmasın işletmeler karlarını maksimum yapacak optimum sermaye yapısı bileşenini bulmak çabasındadırlar. Bu çalışmada Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişkinin kriz yılları da dikkate alınarak incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul’da 1992-2011 yılları arasında kesintisiz faaliyet gösteren 104 firmanın bilanço ve gelir tabloları incelenmiştir. Çalışmada Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi-GEKK (Generalized Least Square-GLS) kullanılmıştır.

Sonuç olarak uygulama kapsamındaki firmaların kriz dönemleri de dahil sermaye yapısı kararlarında öz kaynakları tercih ettiği görülmüştür. Sermaye yapısının öz kaynak ağırlıklı olması satış karlılığını ve aktif karlılığını pozitif yönde etkilerken öz kaynak karlılığını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarında finansal hiyerarşi teorisine uygun bulgular elde edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Sermaye Yapısı, Özkaynak Karlılığı, Aktif Karlılığı, Satış Karlılığı ve Finansal Kriz.

ABSTRACT

Aydin, Yuksel, Analysis of the Relationship Between Capital Structure and Profitability in Times of Crisis: An Implication on BIST, Ph.D. Thesis, Sivas, 2013.

Capital structure is one of the most important issues that enterprises care. Starting especially from the 1990s tendency towards financial liberalization has caused countries vulnerable against crises. Crises affect the capital structure of enterprises. However, enterprises are always striving to find the optimum capital structure mix that will maximize their profits whether or not there is a crisis ongoing. In this study, the relationship between the capital structures and profitability levels of enterprises being traded at Borsa Istanbul is examined considering the years of crisis. In accordance with this purpose, balance sheets and income statements of 104 companies being traded uninterruptedly between the years of 1992-2011 are analyzed. Generalized Least Squares Method-GEKK is used for the study.

As a result, it is found that the companies examined within the frame of this application have preferred owner's equity in capital structure decisions including periods of crisis as well. It is also seen that equity weighted capital structure causes the ratios of return on sales and return on assets positively affected while return on equity negatively affected. Results of the analysis are also seen to be compatible with the theory of financial hierarchy.

Keywords: Capital Structure, Return on Equity, Return on Assets, Return on Sales and Financial Crisis.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR DİZİNİ	xi
TABLolar DİZİNİ	xii
GRAFİKLER DİZİNİ	xiii
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR	
1.1. FİNANSAL KRİZ TANIMLARI	3
1.1.1. Ekonomide Kriz Nedenleri	6
1.1.1.1. Finansal Liberalizasyon.....	7
1.1.1.2. Sabit Döviz Kuru Sistemleri.....	9
1.1.1.3. Makroekonomik Nedenler	11
1.1.2. Kriz Türleri	13
1.1.2.1. Para Krizleri	13
1.1.2.2. Bankacılık Krizi	15
1.1.2.3. Sistematik Finansal krizler	16
1.1.2.4. Dış borç krizi	16
1.2. DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER VE TÜRKİYE'YE ETKİLERİ.....	17

1.2.1.	Dünyada Yaşanan Krizler	17
1.2.1.1.	Meksika Krizi	17
1.2.1.2.	Güney Doğu Asya Krizi	19
1.2.1.3.	Rusya Krizi	25
1.2.1.4.	Arjantin Krizi	27
1.2.1.5.	2008 ABD Krizi	30
1.2.2.	Küresel Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkileri	38
1.2.2.1.	Meksika Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi	38
1.2.2.2.	Asya Krizlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri	39
1.2.2.3.	Rusya Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi	40
1.2.2.4.	Arjantin Krizlerinin Türkiye Ekonomisine Etkisi	41
1.2.2.5.	2008 ABD Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi	42
1.2.3.	Türkiye’de Yaşanan İç ve Dış Odaklı Krizler	43
1.2.3.1.	1994 Krizi	43
1.2.3.2.	2000 Kasım Krizi	49
1.2.3.3.	2001 Şubat Krizi	54

2. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI, SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1.	SERMAYE YAPISI	58
2.1.1.	Sermaye Yapısı Unsurları	58
2.1.2.	Öz Sermayenin Özellikleri	59
2.1.2.1.	Öz Sermaye ’de Ödeme Zorunluluğunun Olmaması	60
2.1.2.2.	Öz Sermayede Kesin bir Vade Bulunmaması	60
2.1.2.3.	Yönetimde Karar Verici Özelliğinin Bulunması	60
2.1.2.4.	Öz Sermaye Maliyeti	61
2.1.3.	Hisse Senetleri	61
2.1.3.1.	Hisse Senetleriyle İlişkin Değerleme Tanımları	63
2.1.4.	Hisse Senetlerinin Çeşitleri	65
2.1.4.1.	Tedavül Bakımından Hisse Senetleri	65
2.1.4.1.1.	Nama Yazılı Hisse Senetleri	65

2.1.4.1.2. Hamiline Yazılı Hisse Senetleri.....	65
2.1.4.2. Bedellerinin Tamamen Ödenmiş Olup Olmaması Açısından Hisse Senetleri	65
2.1.4.2.1. Bedeli Tamamen Ödenmiş Hisse Senetleri	65
2.1.4.2.2. Bedeli Tamamen Ödenmemiş Hisse Senetleri	66
2.1.4.3. Sahiplerine Sağladıkları Çıkar Açısından Hisse Senetleri	66
2.1.4.3.1. Adi Hisse Senetleri	66
2.1.4.3.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri	66
2.1.4.3.2.1. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Hakları	67
2.1.4.4. Sermaye Artışlarına Göre Hisse Senetleri	69
2.1.4.4.1. Bedelli Hisse Senetleri.....	69
2.1.4.4.2. Bedelsiz Hisse Senetleri	70
2.1.4.5. Hisse Senedinin Değerini Artıran ve Azaltan Faktörler	70
2.2. BORÇLANMA YOLUYLA FİNANSMAN.....	71
2.2.1. Uzun Vadeli Finansman Kaynakları	72
2.2.1.1. Kredi Sözleşmesi.....	74
2.2.1.2. Geri Ödeme Süresi (İtfa Yöntemi).....	75
2.2.1.3. Kredi Teminatı	75
2.2.1.4. Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Kullanımının Üstünlükleri	75
2.2.1.5. Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Kullanımının Sakıncaları	76
2.2.2. Tahviller.....	77
2.2.2.1. Tahvil Değerleme	80
2.2.2.1.1. Nominal Değer	80
2.2.2.1.2. İhraç Değeri	80
2.2.2.1.3. Piyasa Değeri	81
2.2.2.1.4. Nominal Faiz Oranı	81
2.2.2.2. Tahvil Çeşitleri	82
2.2.2.2.1. Devlet Tahvilleri.....	82
2.2.2.2.2. Özel Sektör Tahvilleri.....	82
2.2.2.2.3. Primli Tahviller	82
2.2.2.2.4. Başabaş Tahviller	82

2.2.2.2.5. İkramiyeli Tahviller	82
2.2.2.2.6. Nama Yazılı Tahviller.....	83
2.2.2.2.7. Hamiline Yazılı Tahviller	83
2.2.2.2.8. Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller	83
2.2.2.2.9. Güvenceli Tahviller	83
2.2.2.2.10. Güvencesiz Tahviller	84
2.2.2.2.11. Sabit - Değişken Faizli Tahviller	84
2.2.2.2.12. Endeksli Tahviller	85
2.2.2.2.13. Rüçhan Haklı Tahviller	85
2.2.2.2.14. Kara İştirakli Tahviller	85
2.2.2.2.15. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller	86
2.2.2.2.16. Ödenim Fonlu Tahviller	87
2.2.2.2.17. Faizi Tahvil Olarak Ödenebilir Tahviller	88
2.2.2.2.18. Riskli Tahviller	88
2.2.2.2.19. Sıfır Faiz Kuponlu Tahviller	88
2.2.2.2.20. Ebedi Tahvil.....	89
2.2.2.3. Tahvilin Avantaj ve Dezavantajları	89
2.2.2.3.1. Avantajları.....	89
2.2.2.3.2. Dezavantajları	89
2.2.3. Kısa Süreli Finansman Kaynakları.....	90
2.2.3.1. Kısa Süreli Ticari Krediler.....	91
2.2.3.1.1. Açık Hesap	92
2.2.3.1.2. Borç Senetleri	93
2.2.3.1.3. Ticari Kredinin Avantajları.....	93
2.2.3.2. Banka Kredileri.....	93
2.2.3.2.1. Banka Kredi Türleri	94
2.2.3.2.1.1. Avans Kredisi	94
2.2.3.2.1.2. Cari Hesap Kredisi	94
2.2.3.2.1.3. Alacak Senetleri Iskontosu.....	95
2.2.3.2.1.4. Açık Kredi	95
2.2.3.2.1.5. Kefalet Karşılığı Kredi	95
2.2.3.2.1.6. Akreditif Kredisi	95

2.2.3.2.1.7. Teminat ve Kefalet Mektupları	96
2.2.3.3. Finansman Bonosu	96
2.2.3.3.1. Finansman Bonosu Çıkarılması Yoluyla Fon Sağlanmasının Avantajları	97
2.2.3.3.2. Finansman Bonosu Çıkarılması Yoluyla Fon Sağlanmasının Dezavantajları	98
2.2.3.4. Factoring	98
2.2.4. Öz Kaynaklar ile Yabancı Kaynakların Karşılaştırılması	100
2.3. SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI	102
2.3.1. Net Gelir Yaklaşımı	104
2.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	106
2.3.3. Geleneksel Yaklaşım	107
2.3.4. Modigliani Ve Miller (M&M) Yaklaşımı	108
2.3.4.1. Modigliani ve Miller'e Yönelik Eleştiriler	115
2.3.5. Diğer Yaklaşımlar Ve Modeller	117
2.3.5.1. Miller Modeli	117
2.3.5.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Yaklaşımı	117
2.3.5.3. Temsilcilik Maliyetleri Yaklaşımı	120
2.3.5.4. Bilgi Farklılığı Yaklaşımı	122
2.3.5.5. Dengeleme Teorisi	125
2.3.5.6. Finansal Hiyerarşi Teorisi	125
2.3.5.7. Ürün-Pazar Etkileşimleri Yaklaşımı	126
2.4. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	127
2.4.1. Finansman Kaynaklarının Seçilmesinde Göz Önünde Bulundurulması Gereken Hususlar	128
2.4.2. Finansal Kaynak Tercihini Etkileyen Faktörler	132
2.4.2.1. Genel Ekonomik Durum	132
2.4.2.2. Endüstrinin Özellikleri	134
2.4.2.3. Firmayla İlgili Faktörler	137

2.4.2.4. Yasal Düzenlemeler ve Para Otoritelerinin Kararlarıyla İlgili Faktörler	143
2.4.2.5. Borç Verecek Olanların Davranışı İle İlgili Faktörler	144
2.5. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ LİTERATÜR TARAMASI.....	144
2.5.1. İşletmelerin Sermaye Yapılarına İlişkin Yapılmış Uluslararası Çalışmalar	145
2.5.2. Türkiye’deki İşletmelerin Sermaye Yapılarına İlişkin Yapılmış Çalışmalar.....	152
 3. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI İLE KÂRLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİLERİ ANALİZİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA	
3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	161
3.2. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE TEMEL HİPOTEZLERİ	161
3.3. BULGULAR.....	164
3.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler	164
3.3.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Analizleri.....	165
3.3.3. Özkaynak Kârlılığına İlişkin Bulgular	165
3.3.4. Satış Karlılığına İlişkin Bulgular.....	172
3.3.5. Aktif Karlılığına İlişkin Bulgular	179
3.3.6. Kriz Yıllarının Değerlendirilmesi.....	185
 KAYNAKÇA	199
 EK 1: KORELASYON MATRİSLERİ	219
 EK 2:ANALİZE TABİ TUTULAN FİRMALARIN ADLARI.....	239

KISALTMALAR DİZİNİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BİST: Borsa İstanbul

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senetleri

FED: Federal Reserve Banks (ABD Merkez Bankası)

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

SPK: Sermaye Piyasası Kanunu

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TMSF: Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu

TTK: Türk Ticaret Kanunu

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1: Kriz Döneminde Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri.....	19
Tablo 1.2: Bölge Ülkeleri 1995- 2000 Büyüme Oranları(%)	21
Tablo 1.3: Bölge Ülkeleri 1994- 1997 Enflasyon Oranları(%).....	22
Tablo 1.4: Bölge Ülkeleri 1994- 1997 GSMH(%) Artışı.....	22
Tablo 1.5: Bölge Ülkeleri 1996- 1997 Cari İşlemler Açığı/GSMH Oranı(%).....	23
Tablo 1.6: Rusya'nın Makro Ekonomik Göstergeleri((1996-2000).....	26
Tablo 1.7: Arjantin'in Kriz Döneminde Makroekonomik Göstergeleri (1997-2002)	29
Tablo 1.8: Bankacılık Sektörü Türev Ürünleri Gelişimi.....	33
Tablo 1.9: Seçilmiş Bazı Makroekonomik Göstergeler	36
Tablo 1.10: Seçilmiş Bazı Ülkelerde işsizlik Oranları (%).....	38
Tablo 1.11: 1994 Kriz Döneminde Makroekonomik Göstergeleri (1993-1995)	48
Tablo 1.12: 2000-2001 Kriz Döneminde Makroekonomik Göstergeleri (1999-2002)	53
Tablo 3.1: Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	164
Tablo 3.2: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistik Bilgiler.....	165
Tablo 3.3: 1992-2011 Yılları Arası Model 1'in Regresyon Analiz Sonuçları.....	166
Tablo 3.4: 1992-2011 Yılları Arası Model 2'nin Regresyon Analiz Sonuçları.....	173
Tablo 3.5: 1992-2011 Yılları Arası Model 3'ün Regresyon Analiz Sonuçları	180

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 3.1: 1992-2011 Yılları Arası Kısa Vadeli Toplam Borçların, Uzun Vadeli Toplam Borçların ve Özsermaye'nin Toplam Kaynaklara Oranı	188
Grafik 3.2: 1992-2011 Yılları Arası Finansman Giderlerinin ve Finansal Yabancı Kaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı.....	188
Grafik 3.3: 1992-2011 Yılları Arası Yeniden Değerlemenin Özkaynaklara Oranı	189
Grafik 3.4: 1992-2011 Yılları Arası Ödenmiş Sermayenin Özkaynaklara Oranı, Toplam Yabancı Kaynakların Ve Finansal Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı.....	190
Grafik 3.5: 1992-2011 Yılları Arası Firma Büyüklükleri.....	191
Grafik 3.6: 1992-2011 Yılları Arası Net Karın Özkaynaklara, Satışlara ve Aktiflere Oranı.....	191

GİRİŞ

Firmaların kuruluş fikriyle başlayan ve hayatı boyunca devam eden, toplam sermaye gereksinimi ve sermaye yapısının oluşturulmasında borç ve öz kaynak bileşenlerinin nasıl olacağı her zaman önemli ve tartışılan bir konu olmuştur. Sermaye yapısı kararları ile ilgili teori ve tartışmalar 1958 yılında Modigliani ve Miller'in başlamış, bugüne kadar yapılan bütün çalışmalara rağmen netlik kazanamamış ve bugünde devam etmektedir.

Firmaların içinde bulunduğu ülke ve bu ülkenin ekonomik ve politik şartları, 1990'lı yıllarla beraber başlayan finansal serbestleşme, kısa vadeli sermaye akımları sonucunda yaşanan krizler, sermaye yapısı bileşenlerinin nasıl olması gerektiğine bir standart çözüm bulunmasını engellemiştir.

Firmaların sermaye yapılarını nasıl oluşturdukları, sermaye yapısını oluştururken bazı firmaların neden borçlanmayı tercih ettikleri diğer firmaların neden borçlanmayı istemedikleri, bazı firmaların kısa vadeli borçlanırken diğerlerinin neden uzun vadeli borçlandıkları ve optimal sermaye yapısının nasıl olması gerektiği konularında çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar Modigliani-Miller'le başlayan net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve bunlar temel alınarak finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi gibi güncel yaklaşımlar oluşturulmuştur.

Bu çalışmada amaç daha henüz bir standarta ulaşamayan sermaye yapısı ile işletmenin karlılığı arasında kriz yıllarını da göz önünde bulundurarak bir ilişki olup olmadığını analiz etmektir. Şimdiye kadar yapılan teorik ve ampirik çalışmalarda ortak bir sonuca ulaşılamamıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, finansal krizler tanımlanmış, nedenleri ve çeşitleri hakkında bilgi verilmiş, Dünya'da ve Türkiye'de yaşanan krizler tanıtılmıştır.

İkinci bölümde, sermaye yapısı ve sermaye yapısını etkileyen faktörler ile ilgili bilgiler verildikten sonra sermaye yapısı teorileri anlatılmış ve bu konu ile ilgili çalışmaları kapsayan literatür taraması yapılmıştır.

Üçüncü bölümde 1992-2011 dönemini kapsayan süreçte Borsa İstanbul'da kote edilmiş 104 firmanın gelir tabloları ve bilançoları incelenerek alınan veriler En Küçük Kareler Yöntemi kullanılarak analize tabi tutulmuştur. Analiz sonucunda her yılın bulguları ayrı ayrı kapsamlı bir şekilde değerlendirilmiştir.

1. BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1. FİNANSAL KRİZ TANIMLARI

18. yüzyıla kadar uzanan finansal krizler, bir birimin normal işleyiş sistemini bozan, aniden ortaya çıkarak birimin sürekliliğini tehlikeye sokan ve acil olarak önlenmesi gereken olumsuz durumdur. Türkiye, gerek global gerekse siyasi ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle ortaya çıkan finansal krizlerden etkilenmiştir. Çalışmada 1990 ve sonrası yaşanan krizler ele alınmıştır. Çalışmanın bu bölümünde finansal kriz ile ilgili temel kavramlar açıklanarak, finansal krizlerin nedenleri ve etkileri açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca bu bölümde, Türkiye'nin global olarak etkilendiği global krizler ile Türkiye'de yaşanan finansal krizler ve etkileri hakkında bilgiler verilmiştir.

1990'lı yıllarda finans piyasalarının küreselleşmesi ve bu piyasalarda oluşturulan yeniden yapılanma hareketleri uluslararası sermaye hareketlerinin hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Küreselleşme ile hızlı bir şekilde yer değiştiren uluslararası sermaye, gittiği ülkelere hem fırsatları hem de riskleri aynı anda sunmaktadır. Sermaye önündeki engellerin kalkması ekonomileri hem mikro hem de makro açıdan olumlu-olumsuz yönden etkilemiştir. Küreselleşme ile başlayan değişim süreci içerisinde işletmeler hem iç hem de dış çevrelerden gelen fırsatlarla karşılaşmakla beraber, krizlerle de mücadele etmek zorunda kalmışlardır. Diğer bir ifade ile sermaye önündeki engellerin kaldırılması, kalkınmada sermaye yetersizliği çeken ve gelişmekte olan ülkeler için bir fırsat doğururken; aynı zamanda hızlı bir şekilde ulusal sınırları aşan spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonomik krizlerin hızlı bir şekilde dünyaya yayılmasına da yol açmıştır (Aydoğuş, 2000:29).

Kriz, Sosyal bilimler alanında buhran, bunalım gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Önceden tahmin edilemeyen sosyal, ekonomik veya psikolojik gelişmeler karşısında karşılaşılan sorunları ifade etmek için kullanılır (Delice,2003:58). Krizin ekonomik anlamda bir tanımı yapılacak olursa, aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların, işletmeleri ve ekonomiyi ciddi anlamda sarsacak olumsuz gelişmeleri sonuç olarak meydana getirmesidir (Aktan ve Şen, 2002/1:2; Oktar ve Dalyancı, 2010:2). Ekonomik anlamda bir başka açıdan bakıldığında ekonominin yavaşlaması, ihracatın zorlaşması veya azalması, kredi maliyetlerinin artışı ve kredi kaynaklarının tükenmeye başlaması, stokların artması nedeniyle üretimin yavaşlaması ve bunların sonucu olarak işgücünün azaltılması demektir (Karaosmanoğlu,1999:21).

Krizle ilgili şu tanımlamalarda yapılabilir;

Kriz, düzgün olmayan, reform gerektiren istikrarsız bir durumdur. Krizi, bir birimin normal işleyiş sistemini bozacak şekilde birdenbire ortaya çıkan bir durum olarakta açıklayabiliriz (Vergiliel ve Tüz, 2001:3).

Krizin işletme alanında bir tanımını yapacak olursak, kriz, işletmenin faaliyetlerini engelleyerek yıkıcı sonuçlar meydana getiren olayların bütünüdür (Şimşek ve Aydoğan 2000:116).

Finans alanında kriz ise; açık veya kapalı spekülatif faaliyetler sonunda ülke parasının değer kaybetmesi, uluslararası rezervlerinde hızlı bir şekilde erimenin meydana gelmesi veya bu iki durumun aynı anda gerçekleşmesidir (Malatyalı, 2000:58-59).

Aykut Kibritçioğlu' na göre; “ finansal krizler; döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen (batık) kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar” olarak kabul edilebilir.

Finansal krizi, finansal göstergelerde meydana gelen döngüsel bir bozulma olarakta tarif edilebiliriz (Kindleberger, 2007:9).

Finansal kurumların performanslarını olumsuz etkileyecek şekilde ortaya çıkan ani bozulmaların bütün ekonomiye bulaşarak ödemeler dengesini bozması ve ekonomide kaynak dağılımını olumsuz etkilemesi finansal kriz olarak tanımlanmaktadır (Işık ve diğerleri, 2004 :46).

Mishkin(1996) asimetrik bilgi teorisiyle finansal krizleri şöyle tanımlamaktadır: “Bir finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının ileri boyutlara varması ve böylece finansal piyasaların, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere yönlendirilebilme etkinliğini kaybetmesi nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan ve doğrusal olmayan bir bozulmadır” (Mishkin,1996:39). Dolayısıyla finansal kriz, finansal piyasalarda ortaya çıkan bozulmalar sonucunda finansal piyasaların işlevlerini yerine getirememesi ve ekonomide daralmaya yol açması olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 2000, s.95). Finansal istikrarsızlığın finansal krize dönüşmesine neden olan faktörler, faiz oranlarındaki artışlar, belirsizliklerdeki artışlar, varlık piyasalarının bilançolar üzerindeki etkisi ve bankacılık sektörünün sorunları olarak dört başlık altında toplanabilir (Mishkin, 2001:3).

Finansal piyasalardaki istikrarsızlık ve bozulmaların finansal kriz olarak değerlendirilebilmesi için; ülke parasının yabancı paralar karşısında büyük ölçüde değer kaybetmesi, borsada işlem gören hisse senetlerinde önemli ölçüde değer kayıplarının yaşanması, ülkenin finansal piyasalarını oluşturan bütün unsurlarda tıkanıklık meydana gelmesi ve ekonomide büyümenin durarak, ekonomik daralmanın yaşanması gerekir (Bustelo, 2000:3).

Bir başka açıdan finansal kriz, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu ülkeye giren sermayenin artması ve bunun sonucunda da kredi hacimlerinde yaşanan artışların ekonomiyi canlandırmasının ardından yaşanan durgunluk sonucunda meydana gelen bozulmalar olarak tanımlanabilir (Kaminsky ve Reinhart, 1998:146).

1.1.1. Ekonomide Kriz Nedenleri

Bilgi ve iletişim ağındaki gelişmeler finansal yapıda önemli değişiklikler sağlamıştır. Gelişmiş ülkeler uzun vadeli bir ekonomik yapıyı sağlamak amacıyla uluslararası ticarete mal ve sermaye hareketlerinin serbest dolaşımına imkan veren politikalara yönelmişlerdir. Bilgi ve iletişim ağındaki gelişmeler işlem maliyetlerini önemli ölçüde düşürmektedir. Bu da sermaye hareketlerinin globalleşmesinin yaygınlaştırılmasını önemli ölçüde etkilemiştir. Küreselleşme süreci ile birlikte devlet denetiminden uzaklaşan sermaye gittiği ülkelerde risk faktörünü beraberinde götürmektedir. Elektronik ağ ortamı, iletişim ve alternatif ticaret sistemleri sermayenin serbestleşme sürecini hızlandırmış ve bankacılık sektörü ve mali piyasalarda yapısal değişikliklere yol açmıştır. Serbestleşme ve finansal piyasaların entegrasyonu finansal piyasaları duyarlı hale getirmiştir (Karaçor 2006:381).

1990'lardaki sermaye hareketleri sonucu yaşanan krizler artık finans kavramını ön plana çıkarmıştır. Yaşanan finansal krizler sonucu ortaya çıkan likidite sorunu, faiz stokları ve devalüasyonlar mali kurumların ve şirketlerin bilançolarını bozarak, istikrarda ve üretimde büyük kayıplara yol açmıştır. Ayrıca güven sorunu ortaya çıkmıştır (Celasun, 2001 – 02:169).

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllarda uygulanan finansal liberalizasyon bu ülkelerin makroekonomik politika ve finans sisteminin yetersizlikleri ve gelişmelere ayak uyduramaması önce bankacılık krizine ve arkasından da finansal krize neden olmuştur. Bu ikiz krizlerin temel nedeni olarak mali piyasaların özelliği ve döviz kurlarının hareketliliği gösterilebilir (Ekinci,1998:24).

Mali piyasaların kendisine özgü karakteristik özellikleri vardır. Mali piyasalar fon arz edenlerle fon talep edenlerin bir araya geldiği piyasalardır. Fonların yer değiştirmesi çok hızlı bir sürede olabilmektedir. Bu piyasalarda beklentiler ve güvenilirlik ücretin belirlenmesinde etkin rol oynamaktadır. Bu piyasada beklentilerden kaynaklanan risk diğer piyasalara göre daha fazladır. Doğal olarak ücret değişkendir. Borç veren ve borç alan bu borcun ödenip ödenmemesi hakkına

asimetrik bilgi sebebiyle yeterli bilgiye sahip değildir. Ayrıca finansal aracilar kuruluşlar mali piyasaların yönlendirilmesinde önemli rol almaktadırlar. Mali piyasaların bu özellikleri bankacılık sektöründeki krizin oluşmasında önemli bir faktördür. Bunun yanı sıra ekonomideki panik, döviz kurları, uluslararası sermaye akışı ve dış borç faktörleri kriz riskini artırmaktadır (Mishkin, 2001:3). Ayrıca faiz oranlarındaki artış, belirsizlik, menkul kıymetler borsasının çöküşü ve enflasyon oranındaki beklenen artışlar finansal krizin yayılmasına etki etmektedir (Turgut, 2006:36).

Genel olarak bir ülkedeki finansal istikrarsızlığa sebep olan faktörler; finansal liberalizasyon, sabit döviz kuru sistemi ve makroekonomik nedenler olarak sınıflandırılabilir. Bunlara finansal yapıdaki zayıflıklar, sermaye hareketlerindeki aşırı değişkenlik, sürdürülemez istikrarsız politikalar, teknolojik değişiklikler ve gelişmeler, uluslararası finansal yapı ek olarak söylenebilir. Aşağıda finansal krizlerin nedenleri, finansal liberalizasyon, sabit döviz kuru ve makroekonomik nedenler açısından ana hatlarıyla açıklanmaktadır (Turgut, 2006:40).

1.1.1.1. Finansal Liberalizasyon

Finansal liberalizasyon, fonların coğrafi sınırlara bağlı kalmadan el değiştirmesi ve akışının sağlanması olarak tanımlanabilir. Finansal baskı altına alınmış ekonomilerde makroekonomik politikaların istikrarı için finansal liberalizasyon ön koşul olarak belirlenmiştir. Finansal baskı, kamu kesimine kaynak aktarılması için zorunlu olarak yapılan müdahalelerdir. Bu müdahaleler faiz oranlarına, döviz kuruna ve sermaye hareketlerine yapılan kısıtlamalar olarak ifade edilebilir. Bu durumda fiyatlar piyasa tarafından serbest olarak belirlenmemektedir. Finansal baskı uygulanan ekonomilerde faiz oranları ve döviz kurları olması gerekenden daha aşağı düzeyde belirlenmektedir. Ekonomilerin bu baskılardan çıkış yolu finansal liberalizasyon uygulamaları ile mümkündür. Gelişmekte olan ülkelerde finansal baskılar sonucu faiz oranları üzerine konulan tavanlar, fonların arz edenlerden talep edenlere akışını olumsuz olarak etkilediği için fon transferi yapılamamaktadır. Böyle bir durum ekonomik büyümeyi engellemekte ve finans

sektörünü daraltmaktadır. Finansal liberalizasyon uygulanması ile devletin finansal baskılarının kalkması dolayısıyla ekonominin canlanması ve finansal bolluşma sağlanabilmesi mümkün olmaktadır.

Finansal liberalizasyon süreci üç değişik aşamada gerçekleşmektedir. Bunlardan birincisi mali piyasalar arasında kısa vadeli parasal sermaye hareketleridir. İkincisi dolaysız yabancı sermaye hareketleridir. Bu aşamada sermaye gittiği ülkede fiziksel yatırımlarla üretim kapasitesinin ve istihdamın artmasına öncülük eder. Üçüncüsü dolaysız yatırımlardır. Bu da birinci ve ikinci sermaye hareketlerinin bir bileşkesi olarak değerlendirilebilir (Kazgan,1994: 161).

1970’li yılların başından itibaren gündeme gelen finansal liberalizasyon politikaları, 1980’li yıllarda ülkelerin büyük çoğunda kullanılır hale gelmiştir. Finansal piyasalarda müdahalelerden uzak politikaların izlenmesi, finansal baskıların kaldırılması, sermaye hareketlerinin serbest dolaşımı gibi iç ve dış finansal serbestleşme uygulamaları yerli ve yabancı bankaların piyasaya girişlerini kolaylaştırmış bu da beraberinde bankacılık sisteminin faiz riskinin, likidite riskinin ve kredi riskinin artmasına neden olmuştur (Karabulut, 2002:41).

Gelişmekte olan ülkelerde, finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması yabancı sermaye girişini artırmaktadır. Ancak yabancı sermaye girişi cazip hale getirmek için reel faiz oranların yüksek tutulması gerekmektedir (Akyüz, 1995:14). Ayrıca hükümetlerin uyguladıkları, ulusal paranın dolara sabitlenerek sabit döviz kuru politikaları da sermaye girişini desteklemektedir. Bu yüksek reel faiz uygulamaları gelişmekte olan ülkelerde finans kesiminin likidite krizini yaşamasında en önemli faktörünü oluşturmaktadır (Mishkin, 1999a:10).

Finansal serbestlik politikaları McKinnon-Shaw hipotezi olarak bilinmektedir. Ancak bu politikalar her zaman başarıya ulaşmamıştır. Belirli düzenlemeler yapılmadan finansal baskıların kaldırılması ve finansal serbestleşmeye geçilmesi piyasaların krizlerle karşılaşma riskini artırmaktadır. Bu durumda finansal

serbestleşme ülkelerin lehine olmaktan ziyade aleyhine sonuçlar doğurabilmektedir (Eren ve Süslü, 2001:665).

1.1.1.2. Sabit Döviz Kuru Sistemleri

Ülkelerin yaşamış olduğu krizlerin bir diğer nedeni de döviz kurlarındaki hareketlerdir. Döviz kuru ülke parasının yabancı paralar karşısındaki değerini, fiyatını göstermektedir. Bireylerin tedavüldeki paralardan birini değerlerine göre daha iyi görmesi ve tercih etmesi döviz kurunu değiştirecektir. Ülkelerde uygulanan para politikaları, siyasi istikrarsızlıklar, iki ülke arasındaki yerli ve yabancı para politikası ile ilgili asimetrik bilgi gibi faktörler döviz kurunu değiştirecektir. Böylece bir para diğerine göre daha fazla tercih edilecektir (Yentürk, 2003:58).

Küreselleşme süreci ve finansal serbestleşme ülkelerde yaşanan değişimleri dış kaynaklı hale getirmiştir. Ülkeler arasında çoğu zaman asimetrik bilgi bulunmaktadır. Eğer döviz kuru sabit tutulmak isteniyorsa ülkeler arasındaki asimetrik bilginin yok edilmesi gerekmektedir. Uygulanan para politikası döviz kurunu etkileyeceğinden döviz kurunun istikrarı isteniyorsa uygun para politikası araçları seçilir ve sermayenin serbest dolaşımı sağlanmaya çalışılır. Uygulanan para politikası ekonomik istikrar için yapılıyorsa döviz kurlarında meydana gelen değişimlerden sermaye kontrolü durur. Döviz kurlarını sabitlemek için müdahale yapılması gerekir. Döviz kurunu sabit tutmak için yapılan müdahaleler her zaman etkili olamamaktadır. Bunun en önemli nedenleri merkez bankasının döviz rezervlerinin sınırlı olması diğer ise döviz kuru dengesinin ve ulusal ekonomik dengenin sadece para politikası ile gerçekleştirilmeye çalışılmasıdır. Ayrıca bu durum bir önceliği gündeme getirmektedir. Acaba öncelikli olarak döviz kuru’nu sabitlenmeli yoksa ulusal ekonomi mi? Bu ikilem ve piyasaya zamanında müdahale edememe veya yanlış ekonomik politika ve araçların seçimi krizi doğurmaktadır (Yentürk, 2003:59).

Sabit kur sistemini uygulayan ülkelerde ulusal paraya olan talebin azalması sonucu kriz başlamaktadır. Yabancı paraya olan talebin artması sonucu merkez

bankası bu talebi karşılamak için rezervlerini kullanacaktır. Merkez bankasının rezervlerinin erimesi ve yabancı para talebini karşılayamaması ve diğer ekonomik faktörlerde ulusal paranın değerinin düşeceği yani devalüasyon beklentisi oluşturmakta ve bunun sonucunda dövize hücumun artması krizi derinleştirmektedir. Merkez Bankası, döviz kurunu korumak için piyasaya ulusal para karşılığı döviz aktarmak zorunda kalacaktır. Döviz rezervleri erimeye başladığında bu defa faiz oranlarını yükselterek döviz kurunu korumaya çalışacaktır. Merkez bankasının uyguladığı, rezervleri piyasaya sürmek ve faiz oranlarını yükseltmek politikaları artık etkinliğini kaybetmesi durumunda yapılacak tek şey ya döviz kurunu serbest bırakmak veya büyük ölçekli bir devalüasyon yaparak kuru yüksek bir seviyede belirlemek olacaktır. Merkez bankası bu politikalardan birini uygulayacaktır. Piyasada oluşan güvensizlik ve belirsizlik ulusal paradan kaçışı hızlandıracak ve döviz krizine sebep olacaktır. Bir müddet sonra yeni bir devalüasyon yapma gereği ortaya çıkacak ve böylece kriz kendini besleyerek devam edecektir. Dolayısıyla kriz-büyüme-kriz sürecinden de bir ekonomik yapı meydana gelecektir (Karaçor, 2006: 382).

Sabit kur sistemine dayalı istikrar programları uygulayan ülkelerin tamamında her zaman kriz riski bulunmaktadır. Bu tür programlar sadece bankacılık kesiminin değil toplumun bütün kesimlerini dövizle borçlanmaya itmektedir. Ayrıca döviz kurunun aşırı değerlenmesi tüketim ve ithalatı artıracak tasarrufları azaltacaktır. Bu da cari açığın doğmasına neden olacaktır. Yaşanan bu cari açık olası bir krizin habercisi olmaktadır (Fischer, 1988:115). Bu cari açık ülkenin krize doğru yaklaştığının bir göstergesi olmaktadır (Dornbusch, 2001:3). Dışa açık ekonomiler, uluslararası sermaye entegrasyonu, döviz kuru ve faiz politikalarının üçünü aynı anda gerçekleştirememektedirler. Bu politikalardan sadece ikisini uygulayabilirler (Krugman ve Obstfeld, 2001:713).

Sabit kur sisteminde kurun sabitliğini merkez bankasının döviz rezervleri sağlamaktadır. Bu döviz rezervleri, yabancı paraya olan talep arttığında ulusal paradan kaçış olacağından dolayı kurun sabitliğini koruyamayacaktır. Ayrıca merkez

bankasının döviz satışları ulusal parayı da dövize dönüştürecektir. Bu durum faiz oranlarını artıracak ve buda ekonomide daralmaya neden olacaktır (Turgut, 2006:40).

1990'lı yıllarda yaşanan tecrübeler, sermaye hareketlerinde serbestleşmeyi sağlayan ve sabit kur sistemini benimseyen ülkelerin parasal krizlerle karşı karşıya kaldıklarını göstermektedir (Mishkin, 1999b:8). Sabit kur sistemi krizi tetikleyen bir unsur olarak görülmektedir.

1.1.1.3. Makroekonomik Nedenler

Birçok krizin oluşmasında makroekonomik istikrarsızlıklar önemli bir rol oynamaktadır. Finansal krizlerin makroekonomik nedenlerinin başında uygulanan maliye ve para politikaları gelmektedir. Aşırı genişlemeci para ve maliye politikaları uygulamaları, kredi hacmini artırmaktadır. Bu durum borç miktarının artmasına ve özellikle gayrimenkul yatırımlarında spekülasyon artışına neden olmaktadır. Genişlemeci para politikaları enflasyon artışını beraberinde getirmektedir. Artan enflasyonu kontrol altına alabilmek ve yükselen fiyatları düzenlemek amacı ile hükümetler sıkı maliye ve para politikaları uygulama yoluna gitmektedirler. Bu durum ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına ve faaliyet hacminde daralmaya neden olmaktadır. Bunun yanı sıra kamu kesimi borçlarının artışı, bankacılık sektöründeki yönetim hataları, uluslararası sermayenin hızlı ve kontrolsüz bir şekilde hareket etmesi, uluslararası rezervlerin azalması, faiz oranındaki gelişmeler, ülkelerin yapısal sorunları makroekonomik kriz nedenleri olarak söylenebilir(Eichengreen,1998:1-2).

Gelişmekte olan ülkelerdeki yaşanan krizlerin temelinde makroekonomik istikrarsızlıkların yattığı görülmektedir. Ülkede yaşanan yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları, uluslararası ticarete bağlı olarak meydana gelen değişiklikler, ithalat-ihracat oranlarının kötüleşmesi kriz sürecine katkı yapan faktörler arasında değerlendirilebilir. Ülkelerin mali piyasalardaki liberalleşme sürecinde bu piyasaları düzenleyen hukuk kurallarının yetersiz kalması, şeffaf ekonomik yapının olmaması geliştirmekte olan ülkelerin kriz yaşama sıklığını artırmaktadır (Karaçor, 2006: 383).

Ülkelerin 1990'lı yıllardaki ekonomik büyümeleri dış kaynaklı olması sermaye hareketlerinin önemini artırmaktadır(Eren ve Süslü, 2001:664). Son yıllarda gelişen ülkelerde döviz kuru kontrol altına alınarak serbest faiz politikaları uygulanması ülkeye sermaye girişleri artırmaktadır. Artan sermaye girişleri ekonomide yapay bir genişleme sağlamaktadır. Böylece ulusal para arzı artmakta, borsa spekülative biçimde yükselmekte, ülke parası aşırı değer kazanmakta ve bunun sonucunda da ithalat artarken ihracat azalmaktadır. Yaşanan her hangi bir olumsuz gelişme ülkeye gelen bu sermayenin çıkışına neden olabilmektedir (Adelman, 1999:8).

Makroekonomik istikrarsızlar bankacılık krizinin de temel nedenleri arasında gösterilmektedir (Coşkun, 2001:42). Ülkelerin uyguladıkları reel faiz oranının yüksek olması, yurtdışı kaynaklı kredilere olan talebi artması kur riskini de beraberinde getirmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestliği sonucu oluşan artışlar aynı zamanda kredi riskini doğurarak bankacılık sektöründe krize neden olabilmektedir. Makroekonomik istikrarsızlıklar ile finansal krizler arasında önemli etkileşimler olduğu görülmektedir. Makroekonomik etkenler ülkelerin finansal yapılarını bozarak ülkelerin krize olan duyarlılığını artırdığı görülmüştür. Özellikle döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki oynaklık ve paralelinde gelişen üretimdeki daralma merkez bankasındaki döviz rezervlerinin azalmasına neden olmuştur. Bu durum spekülative amaçlı serbest dolaşan sermaye hareketlerine karşı ülke ekonomisini zor durumda bırakmaktadır. Makroekonomik istikrarsızlıklar finansal sistemi zayıflatırken, bankacılık krizleri de makroekonomik yapıyı etkilemektedir. Devlet tahvillerinin likit olmaması ve piyasaların likidite gereksinimindeki artışlar bankacılık sektörünü olumsuz etkilemektedir. Finansal piyasalardaki küreselleşme reel piyasalara göre daha fazla olduğundan finansal krizler artmıştır (Özer, 1999:46).

Bankacılık krizleri genel olarak gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Bu ülkelerin bankacılık sisteminde halkı tasarrufa yönlendirmek gibi nedenlerden dolayı mevduatlara devlet güvencesi verilmekte bu durumda banka sahiplerince kötüye kullanılmaktadır. Bu nedenle banka sahipleri topladıkları

mevduatları kendi şirketlerine fon olarak aktarabilmekte ve mudilerin zararı devlet tarafından karşılanabilmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin kamu bankalarının zararları devlet tarafından finanse edilmesi söz konusu olması Merkez Bankalarını asli vazifelerinden uzaklaştırıp zarara uğratabilmektedir (Yentürk ve Çimenoglu, 2003: 75). Bu durum ulusal paradan kaçışa ve yabancı paraya olan talebi artırarak piyasalarda belirsizliğe ve güvensizliğe yol açmıştır. Merkez bankası bu talebi karşılamak için döviz rezervlerini kullanmak zorunda kalacak veya faiz oranları artıracaktır.

Finansal piyasalarda oluşan güvensizlik ve belirsizlikler spekülative faaliyetlere neden olmaktadır. Bunun sonucu karar birimlerinde yoğun olarak para ikamesi gözlenmektedir. Karar birimlerinin ülke parasından kaçarak yabancı paraya yönelmesi reel piyasalardaki ulusal paranın dövizde yönelmesi piyasaları durgunluğa itecektir. Parasal ve finansal konuların ön plana çıkması üretim, teknolojik yatırım, verimlilik gibi reel ekonomi ile ilgili konular ikinci planda kalmasına sebep olacaktır. Merkez bankası dövizde karşı olan talebi karşılayabilmek için döviz rezervleri kullanılacak ya da faiz oranları yükselecektir. Bunu sonucunda devalüasyon beklentisi oluşacak bu durum piyasalarda durgunluğa yol açacaktır (Karaçor 2006: 383). Makroekonomik etkenler gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların krize olan duyarlılığını artırmaktadır.

1.1.2. Kriz Türleri

Dünyada ortaya çıkan krizlerin nedenlerine bakıldığında bunların genel olarak dört başlık altında toplandığı görülmektedir. Bunlar; para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi (IMF 1998: 74-75).

1.1.2.1. Para Krizleri

Literatürde döviz krizi olarak da ifade edilen para krizi, döviz kurundaki beklenmeyen ani bir değişimler ile sermaye hareketlerindeki ani değişimler sonucu ortaya çıkmaktadır (Yay ve diğerleri, 2001:20). Para krizi, bir ülke parasına olan güvenin kaybolması sonucunda spekülative fonların ülkeyi terk etmesi ve Merkez

Bankasının tüm çabalarına rağmen mevcut kurun sabit tutulamayıp ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümünden dalgalanmaya bırakılması şeklinde de tanımlanabilmektedir (Seyidoğlu, 1999:583). Para krizleri genel olarak sabit kur sistemi uygulamaları ile ortaya çıkmakta ve ulusal paranın değer kazanması sonucu cari işlemler dengesindeki açık büyümektedir. Buna rağmen sabit kuru terk etmeyen ülkeler para krizine sürüklenmektedir (Eren ve Süslü, 2001:664).

Özellikle sabit döviz kuru sistemini uygulayan ekonomilerde ortaya çıkan para krizleri, piyasada ulusal paraya olan talebin aniden değişerek yabancı paraya kayması, artan yabancı para talebi sonucunda merkez bankasının döviz rezervlerinin erimesi şeklinde kendini göstermektedir. Ulusal para üzerindeki spekülasyon saldırı sonucunda bir devalüasyon yaşanması veya ulusal paranın değer kaybının artması durumunda merkez bankası piyasaya büyük miktarda rezerv satacak veya faiz oranlarını yükselterek paranın değerini korumaya çalışacaktır. Böylece döviz ve ya para krizi başlamış olacaktır (Delice, 2003:59).

Ülke parasının değer kaybetmesi ile başlayan ve sonra kendi kendini besleyen para krizinin iki nedenden kaynaklandığı söylenebilir. Birinci neden olarak hükümetin bütçe açıklarını kapatmak amacı ile uyguladığı politikalar. Sabit kur sistemini uygulayan ülkeler bütçe açıklarını kapatmak için para basımına yönelmesi enflasyon artışına yol açacaktır. Artan enflasyon sonucunda ulusal paranın satın alma gücü azalacak ve yabancı paraya olan talep artacaktır. Merkez bankası bu talebi karşılamak için döviz rezervlerini kullanacak ve bir müddet sonra döviz rezervleri erimeye başlayacaktır. Bunun sonucunda kriz derinleşmeye başlayacaktır. İkinci neden hükümetin kuru sabit tutmak için faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmasıdır. Yüksek faiz oranları para talebini etkileyeceğinden dolayı ekonomide bir durgunluk başlayacaktır (Özer, 1999:29-32). Ayrıca ülkenin döviz rezervleri kısa vadeli borçlarını karşılayabilecek tutarda değilse, cari işlemler dengesi fazla verse de ulusal para değer kaybetmektedir.

1.1.2.2. Bankacılık Krizi

Bankacılık sektörü, makroekonomik istikrarın sağlanmasında önemli bir görev üstlenmektedir. Ayrıca bankacılık sektörü finansal piyasalar ile reel piyasalar arasında köprü vazifesi görmektedir. Bu sektör finansal piyasaların gelişmesinde önemli bir sorumluluğa sahiptir. Bankacılık sektöründe yaşanan krizler, bankaların iflası, bankaların sorumluluklarını yerine getiremeyecek duruma düşmeleri sonucu devlet müdahalesinin ortaya çıkması sonucunda gerçekleşmektedir.

Bankacılık krizi, bir veya daha fazla bankaya olan güvenin sarsılması sonucu, mudilerin mevduatlarını çekmek için bankaya hücum etmesi olarak tanımlanabilir (Parasız,1999:53). Sorunun bir tek bankadan mı kaynaklandığı yoksa diğer bankalarla da ilişkisinin bulunup bulunmaması veya sistematik bir şekilde tüm piyasayı ilgilendiren bir sorun mu olduğu bankacılık krizinin belirlenmesi açısından çok önemlidir (Ateş, 2004:204). Sorunun bir bankadan kaynaklanması her zaman krize neden olmayabilir. Ama sorunlu bankanın bankacılık piyasasında payının büyük olması bankacılık krizinin doğmasına ve sistematik bir şekilde bütün sektörü kapsamasına neden olabilir (Yay ve diğerleri, 2001:140).

Bankacılık krizlerinin temel nedenleri arasında banka bilançolarının bozulması gösterilebilir. Geri dönmeyen kredi miktarlarındaki artışlar, menkul kıymetler piyasasındaki dalgalanmalar, reel sektörde meydana gelen küçülmeler sonucu banka bilançolarının aktif yapılarının bozulması krizin nedenleri arasında gösterilebilir (Eren ve Süslü, 2001:664).

Enflasyonun yoğun yaşandığı dönemlerde daha çok artan sorunlu krediler banka alacaklarının tahsilinde büyük sorunlar yaşanmasına sebep olmaktadır. Vadesinde tahsil edilemeyen alacaklar bankalarda kaynak sıkıntısına yol açmaktadır. Bu durum da kaynak maliyetlerini artırmaktadır (Çinko ve Ak, 2009: 59). Diğer taraftan mevduatların ödenmesinden endişeye kapılan mudiler, mevduatların tahsili için bankaya hücum edecekler ve böylece banka likidite sorunu yaşayarak iflas etme

noktasına gelecektir. Bu durum hükümeti bankaya müdahale etme ve kamulaştırma noktasına getirecektir (Altıntaş, 2004: 39).

Ekonomideki döviz krizi banka krizini de tetiklemektedir (Coşkun, 2001:41). Sabit döviz kuruna dayalı kriz dönemlerinde ülkelerin döviz rezervlerinin erimesi sonucu para stoku ve kredi arzı azalmaktadır. Azalan kredi hacmi üretimi olumsuz etkileyerek kredi riskini doğurabilmektedir. Bankaların vermiş oldukları kredilerin içerisinde geri dönmeyen kredilerin sayısında artış gözlenmektedir. Ayrıca döviz krizinde ülke parasının aşırı değer kaybetmesi bankaların döviz türünden olan borçlarının ödenmesinde sorunlar ortaya çıkarmaktadır. Bu sorunlar nedeni ile bankacılık sisteminde zayıflamalar gözükabilir (Delice, 2003:61). Bankacılık krizlerinin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi para krizlerine göre daha fazla hissedilmektedir. Ayrıca bankacılık krizlerinin süresi para krizlerine nazaran daha uzun sürelidir.

1970 ve 2000’li yıllar arasındaki para ve döviz krizlerinin birlikte yaşandığı görülmektedir. Bu krizlere ikiz kriz denmektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1999:475).

1.1.2.3. Sistematik Finansal krizler

Finansal sistemde ortaya çıkan, varlık değerlemesini, kredi tahsisini ve ödemeler gibi önemli fonksiyonların işleyişinde kesintiler ortaya çıkaran durumlar sistematik finansal krizler olarak tanımlanmaktadır (Marshall, 1998:13). Potansiyel olarak finansal piyasaların çok ciddi bir şekilde bozulmasını ifade etmektedir. Bu tür bir kriz tüm finansal (para ve sermaye) piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tümünü etkiler. Sistematik finansal krizler ekonomik, sosyal ve politik yaşamın yapısından ve oynaklığından kaynaklanmaktadır (Delice, 2003:62). Sistematik krizler ülke ekonomisinde üretim kayıplarına yol açmakta, bu kayıplar büyüyerek ülkelerin ekonomik faaliyetlerini durduracak düzeye getirmektedir. Finansal krizler birbirleri ile bağlantılıdır. Bir kriz diğer krizi de beraberinde getirebilmektedir.

1.1.2.4. Dış borç krizi

Dış borç krizi ülkenin kamu ve özel sektörüne ait dış borçlarını ödeyememesi şeklinde tanımlanabilir. Ayrıca dış borçlarını düzenli olarak ödeyen bir ülkenin borçlarının anapara ve faizlerini ödeyemeyeceğini ilan etmesi de dış borç krizi olarak tanımlanabilir (Sachs, 1998:244). Dış borç krizi genel olarak resmi dış borç için ifade edilmektedir. Özellikle yeni dış kredi bulma konusunda güçlüklerle karşılaşan hükümetlerin, dış borçlarını yeniden yapılandırmaya gitmesi veya borçlarının ertelenmesi şeklinde talebi dış borç krizinin başlama sinyali olarak görülebilir.

Dış borç krizi ile likidite krizinin tek ortak noktası, likidite krizini yaşayan ülkelerin dış borçlarını ödemedede de sıkıntılar yaşamasıdır. Bunun yanı sıra dış borç krizi ile likidite krizi arasında şu farklılıklar mevcuttur. Ülkelerin almış oldukları dış borçları geri ödemesinde, ödenecek tutarın kendisinde veya vadesinde tamamının veya bir kısmının ödenememesinin beyan edilmesi ile dış borç krizi süreci başlar.

Dış borç krizleri sürekli değildir belli bir döneme aittir. Likidite krizi bulaşıcı etkisi ile bütün dünyanın finansal sistemini etkilerken, dış borç krizi sadece yaşanan ülkeyi etkilemektedir. Dış borç krizinin sadece bu krizi yaşayan ülkeyi etkilemesinin ödenecek miktarın büyüklüğü ile bir bağı bulunmamaktadır (Çalışkan, 2003:226).

1.2. DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER VE TÜRKİYE'YE ETKİLERİ

Bu bölümde 1990 sonrası dünyada ve Türkiye’de yaşanan krizler tanıtılarak dünyada yaşanan krizlerin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri değinilmiştir.

1.2.1. Dünyada Yaşanan Krizler

1990 sonrası dünyada yaşanan krizler ortaya çıkış tarihlerine göre şunlardır:

1.2.1.1. Meksika Krizi

Meksika 1980’li yılların ortalarında, kamu maliyesini ıslah projesini hayata geçirmiş, büyük çaplı finansal reformlar ve özelleştirmeler gerçekleştirmiştir. Dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretin serbestleşmesi alanında önemli adımlar atmıştır.

1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası 1990 yılında özelleştirilmiştir. Faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ile bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu uygulamalar yüksek enflasyon yaşayan Meksika ekonomisini canlandırmış ve büyüme oranlarını artırmıştır. Kriz öncesi enflasyon %114'ler düzeyinden %7-8'lere kadar düşmüştür(Tablo1.1). 1989-1994 yılları arasında Meksika ekonomisi ortalama yılda %3.1 büyümüştür. Bu istikrarlı tablo Meksika'ya çok büyük miktarda sermaye girişini sağlamıştır (Güloğlu, Altunoğlu,2002:5). 1989-1994 yılları arasında Meksika'ya yaklaşık 100 milyar dolar sermaye girişi olmuş ve bu rakam gelişmekte olan ülkelere giden toplam sermayenin %20'si kadardır. 1988'den 1994'e Meksika borsa endeksi 10 katından fazla artmıştır. Bu olumlu gelişmeler bir seçim yılı olan 1994'de bir krize dönüşmüştür.

Meksika krizi, makroekonomik istikrarın sağlandığı, ekonominin gelişmekte olan ülkelere örnek teşkil edebilecek kadar iyi olduğu bir durumda ortaya çıkmıştır. Meksika'ya giren yabancı sermaye Pesonun aşırı değer kazanmasına yol açmış ve bu da cari işlemler dengesinin açık vermesine neden olmuştur. Seçimlere kadar daha da olumsuzlaşan tabloya rağmen görüşlerinde ısrar eden hükümet seçimlerden sonra ilk iş Pesoyu dalgalanmaya bırakmıştır. Bu durum Pesonun aniden değer kaybetmesine ve dolara endeksli bonolar çıkarmış olan Meksika hükümetinin dolar bazında aşırı değerlenmiş borçlarla karşı karşıya gelmesine neden olmuştur. 1994 yılında kısa vadeli bonoya karşı güven kaybı yaşanmıştır.

Amerika'daki yüksek faiz oranları ülkeden çıkmaya başlayan yabancı sermayenin Amerika'ya gitmesine neden olmuştur. Aralık 1994 yılında Pesonun devalüasyonu ile Meksika krizi başlamış ve diğer Latin Amerika ülkelerine de yayılarak global etkisini göstermiştir (Sağlam,1998:41). Peso Aralık 1994'den Aralık 1995'e kadar değerinin %55'ini kaybetmiştir. Enflasyon 1995'te %7'den %35'e yükselmiştir(Tablo1.1). Faizler %16'dan %80'lere kadar çıktı. Bu durum ülkedeki döviz rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur. İşsizlik oranı Aralık ayındaki %3.2'den %7.6'ya çıkmıştır(Tablo1.1). Ortalama bir Meksikalının satın alma gücü %20 azalmıştır(Kübalı,2000:1). 1994 yılında Tablo 1.1'de görüldüğü gibi

Meksika ekonomisi %4,5'lik bir büyüme gerçekleştirirken krizden sonra büyüme % - 6,2 negatif olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca dış borç yaklaşık 20 milyar dolar artmıştır.

Tablo 1.1: Kriz Döneminde Meksika'nın Temel Ekonomik Göstergeleri

	1994	1995	1996
GSYİH(Cari-milyar\$)	421.7	286.2	329.5
Büyüme (%)	4.5	-6.2	5.2
Enflasyon (TÜFE)	7.0	35.0	34.4
İşsizlik (%)	3,2	7,6	5.5
Cari İşlemler Dengesi (%)	-29.662	-1.570	-2.330
Toplam Dış Borç (Milyar\$)	140.0	166.1	157.1

Kaynak: (Apak ve Aytaç,2009:81).

IMF bu krizin global etkisini zararlarını en aza indirmek için, enflasyonun düşürülmesi, dış borçların zamanında ödenmesini sağlamak için faiz oranlarının yükseltilmesini, sabit döviz kuru politikasının uygulanmasını ve piyasaların liberalizasyonunun şartını öne sürmüştür (Flores,2000: 44).

Meksika'da yaşanan bu krizin en ilgi çekici tarafı yeni gelişen piyasalarda ortaya çıkan ve 21. yüzyılın ilk önemli krizidir. Daha sonra gelmiş olan krizlerinde de habercisi olmuştur. Meksika ekonomisinde çok yüksek rakamlarda sıcak para olmasına rağmen ortaya çıkan bu kriz yatırım fonu yöneticilerinin paniklemesine neden olmuştur. Bu kriz yabancı sermaye girişlerinin aniden durması ve ülkeden çıkması sonucunda oluşabilecek olumsuzlukları göstermesi açısından da önemlidir (Üzümcüoğlu, 1995:57).

1.2.1.2. Güney Doğu Asya Krizi

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler ülkeler arasında yayılarak global bir nitelik kazanmıştır. Bu krizlerin yayılmasına iletişim teknolojisindeki gelişmeler, finansal yenilikler, finansal sistem, kambiyo rejimindeki serbestleşmeler ve finansal

liberalleşme sonucu uluslararası sermaye akımlarında görülen kontrolsüz artışlar sebep olmuştur. 1997 yılında Asya ülkelerinde başlayan finansal kriz, bütün dünya ülkelerine yayılarak global bir kriz haline dönüşmüştür (Eser ve Belet,2000:76).

1997 yılına kadar olan dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının yaklaşık yarısı Asya ülkelerine yönelmiştir. Özellikle güneydoğu Asya ülkelerinin uyguladıkları yüksek faiz politikası uluslararası yatırımcılar için bu ülkeleri cazip hale getirmiştir. Bölge ülkelerine giren büyük tutarlardaki sermaye etkisini özellikle varlık fiyatlarında göstermiş ve varlık fiyatlarında artışa neden olmuştur. Ancak belirli bir dönem sonunda büyük iş merkezlerinin boş olduğunun görülmesi, emlak piyasasının durgunluğuna bağlı olarak fiyatları aşağı doğru çekmiş ve buna paralel olarak da paraları Amerikan dolarına bağlı olan başta Tayland olmak üzere bölge ülkelerin milli paraları aşırı değer kazanmıştır. Bu durum bu sürecin devamı konusunda kuşklar uyandırmış ve büyük karlar elde eden yabancı sermaye bölgeyi terk etmeye başlamıştır (Apak ve Aytaç,2009:19).

1997 yılının haziran ayında ortaya çıkan ve bütün dünya piyasalarını etkileyen Güneydoğu Asya Krizi, 1 Temmuz 1997 yılında Tayland'ın para birimini devalüe etmesinden sonra diğer Asya ülkeleri olan Malezya, Endonezya, ve Filipinlere de bulaşarak bu ülkelerin ihracatlarını koruyabilmek için devalüasyon yapmalarına neden olmuştur (İMKB Araştırma Müdürlüğü,1998:3). Endonezya, Malezya ve Filipinler krizden doğrudan etkilenirken Singapur, Tayvan ve Hong Kong daha az etkilenmiştir. Asya krizi başta bölge ülkelerini ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkilemiştir. Tayland, Endonezya, Güney Kore, Filipinler ve Malezya borsalarda büyük düşüşler yaşanmıştır. Kendilerine has özelliklerin dışında bu ülkelerin, aşırı değerlenmiş ulusal parası, zayıf bankacılık sistemleri ve döviz rezervleri düşük merkez bankası ortak özellikleridir (Sachs ve diğerleri: 1996).

Kriz öncesi döneme bakıldığında çok fazla makroekonomik dengesizliklerin olmadığı görülmektedir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:11). Bölge ülkelerinin kriz öncesi ve sonra büyüme oranları Tablo1. 2'de verilmiştir.

Tablo 1.2: Bölge Ülkeleri 1995- 2000 Büyüme Oranları(%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Endonezya	7.3	7.8	4.6	-13.7	0.1	5.1
Malezya	9.6	8.2	7.5	-6.2	4.9	4.6
Filipinler	4.8	5.5	5.1	0.3	2.1	3.0
Singapur	8.9	7.0	7.8	1.2	6.3	5.0
Tayland	8.5	6.7	0.4	-7.7	2.5	2.8

Kaynak: (Apak ve Aytaç,2009:21)

1997 yılına kadar bölge ülkelerinin büyüme oranlarının yüksek ve istikrarlı olduğu görülmektedir. Ancak 1997 yılından itibaren Tablo 1.2’de görüldüğü gibi bölge ülkelerinin büyüme oranlarında büyük düşüşler yaşanmıştır.

Krizden sonra bu ülkelerdeki ekonomik büyümenin yavaşlamasının en önemli nedeni yabancı sermaye girişinin ve özel yatırımların azalmasıdır. Yabancı sermaye girişinin azalmasının nedeni ise kur rejiminin değişmesinden kaynaklanmıştır. Asya krizinden en çok etkilenen beş ülkeden (Güney Kore, Endonezya, Filipinler, Tayland ve Malezya) Malezya hariç dördü krizden hemen sonra serbest kur rejimine geçmişlerdir (İnan,2002:55).

Kriz öncesi ve kriz sonrası krizden en fazla etkilenen ülkelerin enflasyon oranları Tablo1. 3’de görüldüğü gibi kriz öncesinde düşük seviyelerde seyretmektedir. Bu durum yabancı sermayenin bu bölgeye ilgisini artırmıştır. Kriz sonrası dönemde özellikle Endonezya’da enflasyon çift haneli rakamlara ulaşmıştır. Diğer ülkelerde de enflasyon oranında artış gözlenmiştir.

Tablo 1.3: Bölge Ülkeleri 1994- 1997 Enflasyon Oranları(%)

	1995	1996	1997	1998	1999
Endonezya	8,7	7,9	6,6	59,6	22,7
Malezya	3.4	3.5	2.7	5.3	3.0
Filipinler	8.1	8.4	5.1	9,7	8,5
Tayland	5.8	5.9	5.6	8,1	0,5
G.Kore	4.5	4.9	4.3	7,5	0,7

Kaynak: (Apak ve Aytaç,2009:22), IMF Word Economic Outlook (1999)

Tablo1.4’de görüldüğü gibi kriz dönemlerinde başta Tayland olmak üzere Endonezya, Güney Kore ve diğer bölge ülkelerinin bazılarında gayri safi milli hasılda düşüş yaşanmıştır.

Tablo 1.4: Bölge Ülkeleri 1994- 1997 GSMH(%) Artışı

	1994	1995	1996	1997
Çin	12.6	10.5	9.7	8.8
Japonya	0.6	1.5	3.9	0.9
Endonezya	7.5	8.2	8.0	5.0
Hong Kong	5.4	3.9	4.9	5.3
Malezya	9.2	9.5	8.6	7.8
Filipinler	4.4	4.8	5.7	5.1
Singapur	10.5	8.7	6.9	7.8
Tayland	8.6	8.8	5.5	-0.4
G.Kore	8.6	8.9	7.1	5.5
Tayvan	6.5	6.0	5.7	6.9

Kaynak: (Apak ve Aytaç,2009:74)

Güney Doğu Asya ülkelerinin ödemeler dengesinde cari işlemler açığı olmasına rağmen ülkeleri krize götürecek bir olumsuzluğun olmadığı tespit edilmiştir.(Aydın,2000:15).

Bölge ülkelerinin Cari İşlemler Açığının gayrisafi milli hasılaya oranları Tablo 1.5 de gösterilmiştir.

Tablo 1.5: Bölge Ülkeleri 1996- 1997 Cari İşlemler Açığı/GSMH Oranı(%)

	1995	1996	1997
Endonezya	-2,5	-3,3	-4,5
Malezya	-10.0	-4,9	-4,8
Filipinler	-4,4	-4,7	-5,4
Tayland	-7,9	-7,9	-2,2
G.Kore	-4,4	-4,7	-2,0

Kaynak: (Apak ve Aytaç,2009:25)

Tayland'ın cari işlemler açığının çok yüksek olması ve bir kriz endişesinin bulunduğu IMF yetkililerince krizden önce Tayland'a bildirilmiştir(Henderson, 2000: 248).Henüz daha kriz başlamadan, önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'ta büyük miktarlarda sermaye girişi yaşanmıştır. Bu yoğun olarak yaşanan sermaye akımlarının nedeni düzensiz olarak yapılan finansal serbestleşme politikaları olduğu söylenebilir (Güloğlu, Altunoğlu,2002:12).

Doların uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla, dolara bağlı ulusal para birimlerinin aşırı değer kazandığı belirlenmiştir. Bölge ülkelerinin en önemli ticari ortaklarından olan Japonya'da Yen' deki değer düşüklüğünün önlenmesi amacı ile artırılan faiz oranları, Yen'in değerini korumuş ama Güney Doğu Asya Ülkelerinde paniklere neden olmuştur. Dış borca dayalı finansman politikası izleyen şirketler ve bankaların şiddetli bir şekilde dövizle yönelmeleri döviz rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Döviz kurunun serbest bırakılması ulusal paranın daha fazla değer kaybetmesini sağlamıştır. Bu durum finansal piyasalardaki yatırımcıları, yerli şirketleri ve bankaları büyük zararlara uğratmıştır. Tayland ve

Endonezya IMF ile yapılan görüşmelerden sonra 15'er milyar dolarlık yardım paketlerini uygulamaya koymuşlardır (Eren, 1999:25).

Krize uğrayan Asya ülkelerinde 1990'lı yılların son yarısında başlayan bankacılık sistemi düzenleme ve işleyişindeki iyileşmeler yeterli olmamıştır. Ayrıca bunlara finansal kurumların risk yönetimindeki başarısızlıkları da ilave edilince kötü kredilerin oranında bir artış meydana gelmiştir. Bankalardaki kötü kredilerin miktarında artışa neden olan bir diğer faktör de devletin batık bankaları kurtaracağı görüşüdür. Asya ülkelerinin büyük çoğunluğunda bankalar, sanayiciler ve politikacılar arasında yakın ilişkilerin olmasıdır. Mevduata getirilen garantiler nedeni ile bankalar büyük sanayi şirketlerine sorumsuzca krediler dağıtmışlar ve böylece de kötü kredilerin miktarında artışlar yaşanmıştır. Sonuçta Malezya ve Tayland başta olmak üzere beş Asya ülkesinde özel sektör kredilerinin oranlarında 1996-1997 yıllarında büyük artışlar görülmüştür. Asya ülkelerindeki faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarından fazla olması bu ülkelere yabancı sermaye girişini artmasına sebep olması kurumların uluslararası piyasalardan borç bulabilme imkanı da artırmıştır. Bu durum Asya bankalarının Uluslararası Ödeme Bankasına (Bank of International Settlement) olan yükümlülüklerinin artmasına sebep olmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:13). Bu gelişmeler sonucunda Asya ülkelerinin dış borçları döviz stoklarına oranla artış göstermiştir. Bu durumun kreditorlerde yeterli miktarda nakit döviz olmadığını izlemimi vermesi panik oluşmasına neden olmaktadır.

Asya ülkelerinde yerel para biriminin reel anlamda değer kazanması, kısa vadeli dış borç miktarındaki artışlar, cari işlemler dengesinin bozulması, döviz piyasasında baskılara ve olumsuzluklara neden olmuştur. Bu durumda Asya ülkelerinin uyguladığı döviz kuru politikalarının devam edemeyeceği görüşünü varan piyasalar, spekülatif döviz hareketlerini artırmışlardır.

Bütün bunlara ek olarak pahalı hale gelen Asya ülkelerinin mallarının ihracatının azalması, cari işlemler dengesinde büyük açıklar oluşmasına neden olmuştur. Ayrıca bankaların en çok kredi verdikleri sektör olan inşaat sektöründe fiyatların hızla düşmesi kullanılan kredilerin geri dönüşünde azalmalara yol

açmıştır. Dolayısıyla Asya ülkeleri paralarını hızlı bir şekilde devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Ulusal paranın değer kaybetmesini önlemek amacı ile yükseltile faiz oranları ve uluslararası rezervlerin kullanılması da bu ülkelerdeki döviz kuru politikalarının iflasını engelleyememiştir.

Asya krizinden sonra bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisselerinde olağanüstü düşüşler oluşmuştur. Örneğin 1997'de Endonezya sigara şirketi Sampoerna'nın bir hissesi 6.75 dolar civarında iken, kriz sonrasında 20 cente düşmüştür. Aynı şirketin piyasa kapitalizasyonu 6 milyar dolar iken kriz sonrasındaki 18 ayda 200 milyon dolara gerilemiştir. 1 dolar 2300 rupi iken, kriz sonrasında 1 dolar 14.000 rupi olmuştur. Değer kaybı %608'ler ulaşmıştır. Bu nedenle de Asya şirketlerini batılı şirketler çok cazip fiyatlarla ele geçirilmişlerdir. Kriz sonucunda Hong Kong, Endonezya, Güney Kore ve Tayland borsalarında 1997 yılında ortaya çıkan sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bütün bunlar ise Güneydoğu Asya ekonomilerinde meydana gelen gelişmelerin spekülasyondan ziyade manipülasyonu andırdığı iddialarını gündeme getirmişyir.

1.2.1.3. Rusya Krizi

Rusya krizi Güneydoğu Asya krizinden bir yıl sonra meydana gelmiştir. 17 Ağustos 1998'de Rusya'da 1 ruble 6 dolar'dan 9.5 dolara devalüe edilmesi, döviz üzerinden sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ve 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile sonuçlanan bir ekonomik kriz yaşanmıştır (Akdiş, <http://makdis.pamukkale.edu.tr>). Bu durum Rusya borsasının %6.6 oranında düşmesine neden olmuştur (Apak ve Aytaç,2009:87). Rusya krizinin en önemli nedenlerden birisi eski sosyo-ekonomik yapı hiç dikkate alınmadan hızlı bir şekilde piyasa sistemine geçişi hedefleyen programlar olmuştur (Esen,1998:67). Krizin bir diğer nedeni petrol fiyatlarında yaşanan düşüşler ve Güneydoğu Asya krizi nedeni ile Rusya'nın ihracatının ve buna bağlı olarak da ihracat gelirlerinin büyük ölçüde azalmalar yaşanmasıdır. Ayrıca bütçe açıklarının borçlanma yolu ile finansmanı ve vergi gelirlerinde düzenli artışların sağlanamaması, ülkede faiz oranlarının artışına

neden olmuş ve sonuçta iç ve dış borç miktarı ekonominin taşıyamayacağı boyutlara ulaşmıştır (Sağlam, 1998:43).

Kamu yönetimi ile ekonomik ilişkilerin birbirine karışması, artan yolsuzluklar ve bütçenin iyi yönetilememesi sonucunda bir yeraltı ekonomisi meydana gelmiştir. Bu da ekonomide üretkenliğin ve etkinliğin kaybolmasına neden olmuştur. Bankacılık sisteminde etkin bir denetim mekanizmasının bulunmaması finans sisteminin çöküşünü hazırlamış bu gelişmeler Ruble'nin devalüe edilmesi ile sonuçlanmıştır (Sağlam, 1998:44).

Tablo1. 6'da görüldüğü gibi Rusya'da 1996 yılında %47,6 olan TÜFE artış oranı 1997 yılında %14,7'ye inmiştir. Bu oran 1998 yılında krizin etkisiyle %27,7 olmuştur. Krizi izleyen yıl olan 1999'da TÜFE artışı çok ciddi boyutlara ulaşmış ve %85,7 olarak gerçekleşmiştir. Dış borçlar 1997'de GSYİH'nin %30,9 kriz yılında ise 54,8 olarak gerçekleşmiş ve izleyen yılda da artarak devam etmiştir.

Tablo 1.6: Rusya'nın Makro Ekonomik Göstergeleri(1996-2000)

	1996	1997	1998	1999	2000
GSMH'nin reel artışı	-3,4	0,9	-4,9	3,2	7,5
TÜFE	47,6	14,7	27,7	85,7	20,8
Cari Açık/ GSYİH	8.3	-2.6	-2.1	22.2	44.6
Dış Borçlar/GSYİH	32,5	30,9	54,8	79,9	61,5

Kaynak:(Fischer,2001:49)

Rusya krizinden sonra IMF istikrar paketini uygulamaya başlamıştır. Bu paketle, hukuk devletine ait bütün kurum ve kuruluşları kurmak, özelleştirme uygulamalarını devam ettirmek, ekonomide rekabetin artmasını sağlamak, bankalar üzerinde etkin bir denetim mekanizması oluşturmak, uluslararası sermayenin ülkeye girişinin teşvik edilmesi gibi önlemlerin alınması istenmiştir (Sağlam, 1998:45).

1.2.1.4. Arjantin Krizi

1980’lerde ve 90’lı yılların ilk yarısında hızlı büyüme yaşayan Arjantin ekonomisi 20 yıl içinde gayri safi yurt içi hasılasını 77 milyar Dolar’dan 285 milyar dolara çıkarmayı başarmıştır. Hizmet sektörü ağırlıklı bir ekonomiye sahip olmasına rağmen ilgili yıllarda ülkenin ihracatında gıda maddeleri ağırlıklı olarak yer almıştır. Arjantin’in en büyük sorunu dış borçlardır. 1980 yılında 27 milyar dolar olan dış borçlar 2001 yılında 146 milyar dolara ulaşmıştır. Arjantin ekonomisi 1990’lı yıllara yüzde 1350’ye varan bir hiper-enflasyon, çökmüş bir mali yapı ve derin bir krize sürüklenen sanayi sektörü ile gelmiştir. Bu nedenlerden dolayı 1991 yılında Konvertibilite Programı uygulamaya konulmuştur (İnan,2002:58).

Konvertibilite Programı’nın temel unsurları şunlardır:

1. Yerel para Peso ile ABD doları arasındaki parite sabitlenmiş,
2. Para basımı uluslararası rezervlerdeki net değişime bağlanmış,
3. Merkez Bankası’nın kamuya kredi açması kanunla yasaklanmış,
4. Kamu maliyesi alanında disiplinin sağlanması ve sürdürülmesi için siyasi çevrelerde uzlaşma sağlanmış ve
- 5.Yapısal reformlar ve özelleştirmeye hız verilmiştir.

Arjantin ekonomisi, 1998 Rusya krizinde de büyümeye devam etmiş ancak yabancı sermaye çıkışının etkisinden kurtulamamıştır (Perry ve Serven, 2003). Bu sermaye çıkışları Arjantin krizi için bir başlangıç kabul edilir. Ayrıca 1999 yılındaki Brezilya devalüasyonundan sonra Arjantin’de baş gösteren resesyon kalıcı olmuştur.

Arjantin ekonomisinin sağlıklı olmasının nedenleri arasında, gelir dağılımındaki dengesizlikler, büyük oranlara ulaşmış işsizlik, ülkedeki rüşvet ve yolsuzluklar, oluşturulan karteller, kısa vadeli olan büyük borç yükü ve büyük tutarlara ulaşmış sıcak para girişi sayılabilir. Ayrıca, Arjantin ekonomisine olan

güvensizlik üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Arjantin'in kredi notlarını düşürmesiyle açıkça ortaya çıkmış, ardından özellikle Arjantin'de önemli aktifleri bulunan İspanyol bankalarının piyasalarından çekilmesiyle birlikte güvensizlik tavan yapmış ülkeden sermaye çıkışı hızlanmıştır. Bu durumu takiben IMF ile yeniden anlaşma yapılmış ancak hükümet IMF'nin isteklerini uygulamaya koymayınca, IMF verilmesi gereken 1,3 milyar dolarlık kredi dilimini dondurmıştır. Arjantin hükümeti bu olumsuzluklar karşısında ülkeden sermaye çıkışını yavaşlatmak amacıyla bankalardaki mevduatlara bloke etmiştir.

Arjantin'i krize sürükleyen nedenlerin başında büyük tutarlara ulaşmış dış borçlar sorunu gelmektedir. Arjantin'in dış borcu 2002 yılı sonunda 154 milyar dolara ulaşmıştır. Arjantin IMF'nin desteğini kaybedince moratoryum ilan etmiş bu durum Arjantin'in uluslararası sermaye piyasalarından dışlanmasına neden olmuştur. Moratoryumun etkisi sınırlı kalmıştır. Bunun nedeni Arjantin'e kredi veren uluslararası bankalar 2001 yılının son çeyreğine bakıldığında Arjantin'in bir moratoryum ilan edeceğini tahmin etmeleri ve bu yüzden yüksek risk primi ile borç vermelidir. Ayrıca IMF'nin 18 Aralık 2001 tarihinde yaptığı açıklamayla Arjantin'in moratoryuma gideceğinin sinyalleri verilmişti. Bu yüzden IMF krizden etkilenmesi muhtemel Latin Amerika ülkeleri ile ilişkilerini güçlendirmiştir. Yıllarca süren kronik yüksek enflasyondan kurtulmak amacıyla Nisan 1991 tarihinde bir pesonun bir ABD dolarına eşitlenmesiyle para kurulu oluşturulmuştur. Enflasyonu düşürmek amacı ile kurulan para kurulu 1989 yılında % 3000 civarında olan enflasyonu 1994 yılında % 4'e, 1995 yılında % 2'ye indirmiştir. Para kurulunun bir başka yararı ise enflasyonun kontrol altına alınması ve döviz kurunun istikrara kavuşması olmuştur. Bu sayede 1994 yılına gelindiğinde Arjantin dünyanın en büyük doğrudan yabancı sermaye çeken ülkesi olmuştur.

Para kurulu enflasyonu düşürmekte başarılı olsa da, krizde oluşmasında önemli bir rol oynamıştır. Para kurulunun krizdeki rolü şu şekilde sıralanabilir;

1. IMF 2001 yılının ikinci yarısından sonra Arjantin'den dalgalı döviz kuruna geçmesini istemiş; ancak Arjantin Hükümeti IMF'nin bu istediğini reddetmiştir. Para

kurulunun kaldırılmaması nedeniyle IMF, Arjantin'e vermesi gereken kredi dilimini vermemiştir.

2. Para Kurulu ile birlikte dolara sabitlenen peso aşırı değerlenmiş; buna ek olarak Brezilya ve Şili'nin daha zayıf olan para birimleri ile birlikte Arjantin dış ticarete rekabet gücünü kaybetmiştir.

3. Piyasada her şeyin dolara endeksli olması, yüksek reel faiz oranları ve petrol fiyatlarından kaynaklanan ticaret hadlerindeki sapmalar, ülkeyi resesyona sürüklemiştir.

Arjantin'deki söz konusu bu olumsuzluklar en çok bono piyasalarını etkilemiştir. Krizin hisse senedi piyasaları ve döviz kurları üzerindeki etkileri ise bono piyasasındakine kıyasla daha hafif olmuştur. Mudilerin mevduat hesaplarından para çekmelerine ve sermaye hareketlerine sınırlama getirilmiş, faiz oranları %1000'lere yükselmiş ve uzun süre karşı çıkmış olmasına rağmen yüksek oranlı bir devalüasyon yaşanmıştır. Devalüasyonla birlikte bankaların bilançoları daha da bozulmuştur (İnan, 2002:66).

Arjantin'de yaşananlardan, gelişmekte olan ülkeler, başta Güney Afrika, Polonya, Türkiye ve Brezilya olmak üzere ciddi şekilde etkilenmişler; yerel para birimleri değer kaybederken, borsa endeksleri düşmüştür (Evirgen,2004:1).

Tablo 1.7: Arjantin'in Kriz Döneminde Makroekonomik Göstergeleri (1997-2002)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Reel Büyüme (%)	8.1	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-11.0
TÜFE (%)	0.3	0.7	-1.8	-0.7	-1.5	41.0
Dış Borçlar/GSYİH(%)	42.7	47.3	51.0	51.5	52.2	132.6
GSYİH (Mil. Dolar)	292 858	298 948	283 523	284 203	268 696	102 040

Kaynak: World Bank WDI, 2007

Kriz dönemlerinde Arjantin'in makroekonomik göstergeleri Tablo1.7 de incelendiğinde kriz yılı ile beraber büyüme çok ciddi düşüşler yaşandığı görülmektedir. 1997 yılında %8,1 büyüyen Arjantin ekonomisi 1998 kriz yılında büyüme %3,8'e düşmüş ve kriz sonrası dönem olan 1999 yılında % -3,4 negatif büyüme yaşanmıştır. 2002 yılında Arjantin ekonomisinin iflas etmiş olduğu ve borçlarını ödeyemez hale geldiği görülmektedir.

1.2.1.5. 2008 ABD Krizi

Dünya ekonomisi 2000'li yılların başlarında bir finansal bolluk sürecine girmiştir. Bu süreçte sermayenin önündeki engeller kaldırılmış, uluslararası yatırımlar artmış ve ekonomilerinin büyümesini isteyen ülkeler dışarıdan finansman sağlamaya yönelmişlerdir. Ayrıca yeni finansman teknikleri geliştirilmiş ve kullanımı yaygınlaştırılmıştır. Bu genişleme beraberinde risk ve denetim sorununu da ortaya çıkarmıştır. Denetimsiz büyüyen kredi piyasaları, finansal sistem ve mali kurumlar, aşırı risk üstlenerek her an mali çöküşe hazır bir finansal yapı oluşturmuşlardır. Bu yapı sonucunda mali çöküş, 2007 yılında ABD konut piyasalarında başlamış ve 2008 yılında etkisini artırarak tüm dünya ekonomilerini etkileyen küresel bir kriz haline gelmiştir (Yıldırım, 2009:199).

ABD'de yaşanan küresel 2008 krizini temelinde mortgage piyasasında yaşanan olumsuzluklar yatmaktadır. ABD' ki emlak sektörüne ait sorunlar, krizden beş yıl önce bazı finansal kurumların mortgage kredisi verirken müşterilerinde kredi kalitesi aramaması ve kredibilitesi zayıf kişilere de kredi vermesiyle başlamıştır. Böylece finansal kurumlar üzerlerine büyük bir risk almışlar ve bütün dünyayı olumsuz olarak etkileyecek olan krizin temellerini atmışlardır. ABD'deki bankaların inşaat sektörü aracılığı ile ekonomiyi canlandırmak istemesi sonucunda kredibilitesi düşük kişi ve kurumlara vermiş oldukları subprime mortgage kredilerin tutarı 1.5 trilyon dolara ulaşmıştır.

Bankalar verdikleri kredi miktarlarını artırmak için, riskli guruba vermiş oldukları kredilerden doğan alacakları teminat göstererek emlak tahvilleri

çıkarmışlardır. Benzerlerine göre daha yüksek faizle ihraç edilen bu tahviller, riskli yatırımlardan yüksek kar elde etmeyi hedefleyen hedge fonları satılmıştır (Susnam,2008:73). Ayrıca ipotekli gayri menkullerin piyasada oluşan değer artışlarına karşılık gayri menkullerin ipotek değerlerinin de artırılarak bu artış kadar kredi alınması, reel karşılığı olmayan kredi hacminde artışa neden olmuştur. ABD’de konut piyasasına verilen kredilerin büyük çoğunluğunun değişken faizli kredi olması mali piyasaları zor duruma düşürmüştür. Ayrıca diğer önemli bir faktör de kredi verenler kredi alanlara kredi kullanımı ile ilgili masraf ve diğer bilgileri detaylı olarak ve yazılı bilgilendirmedikleri için asimetrik enformasyon sorunu ortaya çıkmıştır (Demir, vd., 2008 :4).

FED 2006 yılında mortgage piyasasındaki kredi kalitesindeki bozulmaları gündeme getirmiştir. Ancak kredi piyasasında daralmaya yol açabileceği nedeni ile gerekli düzenleyici ve denetleyici tedbirler alınmamıştır. Sistemdeki sorunlara rağmen konut kredilerine dayalı menkul kıymet çıkarılmasına devam edilmiştir. Aynı yıl konut piyasalarının doygunluğa ulaşması bu sektörde durgunluğa yol açarak konut fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. FED’ in son iki yılda sürekli faiz artırımına gitmesi özellikle değişken faiz ile borçlananları ve konut fiyatlarında artış bekleyenleri zor duruma düşürmüştür.

Bankalar mortgage kredilerinin geri dönüşlerinde sorun yaşadıkları için verdikleri konut kredilerinde kısıtlamaya gitmişlerdir. Bu durum ev taleplerinin ve fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Borçluların paniğe kapılarak evlerini satışa çıkarmaları veya ödemede sorun yaşadıkları için evleri bankaya vermek istemeleri ev fiyatlarını iyice düşürmüştür. Bu gelişmeler sonucunda emlak tahvillerini teminatı olan evler tahvillerin nominal değerlerini karşılamayacak duruma düşmüşlerdir. Bankaların verdikleri krediler geri dönmeyince bankalar kaynak sıkıntısı içerisine düşmüşlerdir. Finansal piyasalarda baş gösteren güvensizlik bankaların birbirlerine borç verme işini de engellediğinden bankalar likitide sorunu ile karşılaşmışlardır (Susnam 2008:74).

2007 yılı itibarı ile konuta dayalı ihraç edilen menkul kıymetlerin %89,2' si ABD tarafından ihraç edilmiştir. ABD bu piyasada lider ülke konumundadır. Bu sistem içerisinde yer alan finansal kurumların karışık türev ürünler kullanmaları bu ülkede yaşanan finansal krizin, küresel finansal piyasalar üzerinde olumsuz etki yapmasına neden olmuştur (Demir, ve diğerleri, 2008: 8).

Tablo1.8'de 2001 ile 2008 yıllarını içine alan döneme bakıldığında bankacılık sektöründeki türev ürünlerinin trendi gösterilmektedir. Ticari bankalardaki türev ürünlerinin işlem hacmi, 2000 yılında 40,7 trilyon dolar iken, 2007 yılı sonu itibarıyla 166,1 trilyon dolara ulaşmıştır. Takip eden yıllarda bu artış devam etmiştir. Bu artış içerisinde en büyük pay faiz sözleşmelerine aittir. Faiz sözleşmeleri 2000 yılında 32,9 trilyon dolardan 2007 yılında 129,5 trilyon dolara yükselmiştir.

Tablo 1.8: Bankacılık Sektörü Türev Ürünleri Gelişimi

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008/1
Türevler	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Kredi Türev SB	0.9	1.1	1.4	2.7	5.7	6.8	9.5	9.1
Faiz Oranı Söz.	84.1	85.9	86.7	85.5	83.0	81.3	77.9	78.1
Faiz Swapları SB	53.7	55.3	59.0	61.2	61.2	59.3	59.8	60.0
FaizFut.&Forw.Söz.	11.7	13.1	10.1	7.4	6.9	6.5	5.5	6.5
Opsiyon Söz.	18.7	17.5	17.6	16.9	14.9	15.5	12.6	11.9
Döviz Kuru Söz.	12.9	11.1	10.4	10.2	9.5	9.5	10.3	10.9
Döviz Swapları SB.	2.5	2.3	2.5	2.4	2.1	1.9	1.9	1.8
USD&Döviz Taah.	8.7	7.2	6.1	5.8	5.2	5.2	6.1	6.4
Opsiyon Söz.	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3	2.5	2.4	2.6
Emtia Söz.	2.1	1.8	1.5	1.6	1.8	2.4	2.2	1.9
Swapların SB.	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
Futur.Forward Söz.	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Opsiyon Söz.	1.5	1.4	1.1	1.2	1.3	1.9	1.6	1.4

Kaynak: Demir vd., 2008, s.45.

Faiz oranı sözleşmeleri içerisinde en büyük pay ise, tüm türev işlemlerinin %60'ının gerçekleştirildiği faiz swaplarıdır. Türev ürünler içinde en dikkat çeken grup kredi türevleridir. 2000 yılında sadece %0,9'luk bir paya sahip olan kredi türevlerinin toplam içindeki payı 2007 yılında %9,5'e yükselmiştir. 2008 yılının ilk çeyreğinde de türev ürünlerdeki gelişim 2007 yılıyla paraleldir. 2007 yılında meydana gelen dalgalanmaya bağlı olarak bu ürünlerde ciddi zararlar yaşanmış, bu zararlar bankacılık sektörünün gelir tablosu ve bilançolarına yansımıştır (Demir vd., 2008: 44).

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları 2008 yılının Ağustos ve Eylül aylarında finansal piyasalardaki tedirginliği azaltmak amacı ile piyasalara büyük miktarlarda likidite sağlamışlardır. Alınan tedbirlere rağmen piyasaların tedirginlikleri giderilememiş ve 7 Eylül 2008 tarihinde FannieMae ve FreddieMac'in yönetimini Federal Emlak Finansmanı Otoritesi (Federal Housing Finance Agency-FHFA)'nin devralmasıyla finansal kriz ayrı bir boyut kazanmıştır. 15 Eylül 2008 tarihinde dünyanın en büyük finansal kuruluşlarından Lehman Brothers şirketi iflas ettiğini açıklamış, 16 Eylül 2008 tarihinde American International Group (AIG) adlı dünyanın en büyük sigorta şirketi hisse senetlerinde yüzde 60 değer kaybına uğramıştır. ABD Merkez Bankası (FED) tarafından bu kuruluşlara krizin şiddetini azaltmak için yüksek miktarda mali destek sağlanmıştır.

FED tarafından mevduat kuruluşlarına sağlanan kısa vadeli likidite imkânından diğer büyük çaplı yatırım kuruluşlarının da faydalanma talepleri risk algılamasının artmasına neden olmuş ve dünya genelindeki bankalar arası para piyasaları kilitlenerek fonlama maliyetleri artmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda ABD' de başlayan finansal kriz bütün dünya piyasalarını etkileyeceğinin sinyalini vermiştir (TCMB, 2008).

ABD'de mortgage piyasalarında başlayan ve daha sonra likidite krizine dönüşen bu kriz, başta Avrupa olmak üzere bütün dünya piyasalarını etkilemiştir. Bunu en büyük nedeni finansal piyasaların küreselleşmesi sonucu piyasalar arasındaki bağlantıların artması ve ABD bankalarının borç verme riskini yabancı yatırımcılara aktarmasıdır.

Avrupa'daki finansal kuruluşların da ABD'deki finansal kuruluşlara benzer şekilde kurtarılması gereği ortaya çıkınca buna bağlı olarak küresel piyasalarda sistematik riskin arttığı gözlemlenmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda küresel finansal piyasalardaki bozulmanın reel sektörü, fonlama maliyetlerinin artması ve kredi imkânlarının daralması şeklinde etkilemiştir. Özellikle kredi piyasalarında arz yönlü daralmanın artarak devam etmesi, gelişmekte olan ülkeleri ve finansal olmayan sektörleri daha fazla etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde bölgeler arasında kırılganlıkların farklı olması ile birlikte, küresel krizin olumsuz etkilerinin, bankacılık sektörü üzerinde ve sağlam bir bütçeye sahip olmayan, kısa vadeli sermaye girişlerinin fazla olduğu, döviz kurundaki değişmelere daha fazla duyarlı olan ekonomilerde etkileri daha fazla olmuştur (TCMB, 2008).

Tablo1. 9' da görülebileceği gibi, dünya genelinde 2005 yılında %4,5 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %3,2 düzeyine gerilemiş, krizin asıl etkilerinin ortaya çıktığı 2009 yılında ise %1,3'lük bir daralma yaşanmıştır. Benzer durum enflasyon oranlarında da yaşanmış, 2005 yılında %3,7 olan oran 2008'de %6'ya yükselmiştir. 2005 yılında 53,7 milyar dolar fazla veren cari denge, 2006 ve 2007 yıllarında artışını sürdürmüş ve 2008 yılına gelindiğinde yaklaşık 4,6 kat artarak 249,5 milyar dolarlık bir cari fazlalık ortaya çıkmıştır.

Tablo 1.9: Seçilmiş Bazı Makroekonomik Göstergeler

Dünya	Enflasyon Oranları (TÜFE)	3,7	3,7	4	6	2,6	2,9
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	53,7	176,1	243,8	249,5	-108,9	12,6
	GSYH (Yıllık Degisim %)	2,9	2,8	2	1,1	-2,8	0
ABD	Enflasyon Oranları (TÜFE)	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,9	-0,1
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	-5,9	-6	-5,3	-4,7	-2,8	-2,8
	GSYH (Yıllık Degisim %)	2,2	3,4	3,1	1,1	-4	-0,3
Avrupa Birliği	Enflasyon Oranları (TÜFE)	2,3	2,3	2,4	3,7	0,8	0,8
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	-0,05	-0,3	-0,5	-1,1	-0,8	-0,5
	GSYH (Yıllık Degisim %)	9,0	9,8	10,6	7,7	4,8	6,1
Asya	Enflasyon Oranları (TÜFE)	3,8	4,2	5,4	7,4	2,8	2,4
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	4,0	6,0	6,9	5,8	6,4	5,7
	GSYH (Yıllık Degisim %)	5,8	6,1	6,2	5,2	2	3,9
Afrika	Enflasyon Oranları (TÜFE)	7,1	6,3	6,3	10,1	9	6,3
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	1,9	3,6	1,0	1,0	-6,5	-4,7
	GSYH (Yıllık Degisim %)	8,4	6,9	4,7	1,1	-5,1	1,5
Türkiye	Enflasyon Oranları (TÜFE)	8,2	9,6	8,8	10,4	6,9	6,8
	Cari Denge(GSYH yüzdesi olarak)	4,6	-6	-5,8	-5,7	-1,2	-1,6
	GSYH (Yıllık Degisim %)	-4,5	5,1	5,2	3,2	-1,3	1,9

Kaynak:(Işık ve Tünen,2010:858)

*Milyar\$

ABD'nin verilerine bakıldığında (Tablo1. 9), 2005 yılında %2,9 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %1,1 düzeyine gerilemiş, 2009 yılında ise dünya ortalamasının altına düşerek %2,8'lik bir küçülme olmuştur. Enflasyon oranları 2005-2008 arasında fazla değişme olmamış ve %2,9-3,8 arasında kalmıştır. Sürekli bir cari açık sorunu olan ABD'de 2005-2007 arasında GSYH'nin yaklaşık %6'sı olan cari açık 2008'de %2,8'e gerilemiştir.

Krizin beşiği ABD ile yakın ticari bağları olan AB de krizden önemli ölçüde etkilenmiştir. 2005-2007 ortalamasında yaklaşık %3 GSYH büyümesi yasayan AB, kriz nedeniyle 2008 yılında sadece %1,1 büyümüş, krizin derinleştiği 2009 yılında ise %4'lük bir büyüme olmuştur.

AB’de 2005-2007 ortalaması %2,3 iken, enflasyon oranı 2008’de yaklaşık %70’lik bir artışla %3,7’ye çıkmıştır. Cari açık sorunu olmayan AB’de bile 2008 yılında açık bir önceki yıla göre 2 katından daha fazla artışla GSYH’nin %1,1’ine çıkmıştır.

Asya ve Afrika kıtası da krizden önemli oranda etkilenmiştir. Son yıllarda dünya Ekonomisinin itici gücü olan Asya’da 2005-2007 büyüme oranının ortalaması alındığında (Tablo1. 9) oran %10 iken, 2008’de %7,7’ye gerilemiştir. Enflasyon 2005’deki %3,8 düzeyinden 2007’de %7,4’e çıkmıştır. Cari fazla 2007’de GSYH’nin %6,9’sı iken, 2008’de %5,8 olmuştur. Afrika kıtası da krizden etkilenmiş, büyüme %6’lardan %2’lere düşmüş; enflasyon %7,1’den %10’lara çıkmıştır (Işık ve Tünen,2010:859).

Krizlerin en olumsuz etkilerinden biri işgücü piyasalarında ortaya çıkmıştır. Tablo 1.10 seçilmiş ülkelerde 2003-2009 arası işsizlik oranlarını yansıtmaktadır. Ülke seçiminde hem farklı kıtalarda olmaları, hem de dünya ekonomilerindeki etkileri göz önüne alınmıştır. Buna göre, Avustralya’da 2003 yılında %5,9 olan işsizlik oranı 2008’de %4,4’e gerilemiş, krizin sonuçlarının daha ciddi bir biçimde ortaya çıktığı 2009 yılında yaklaşık %33’lük bir artışla %5,6’ya yükselmiştir. ABD’de 2003-2008 arası %4,6-6 aralığında seyreden işsizlik oranı 2009’da bir önceki yıla göre önemli oranda artarak %5,8’den %9,3’e yükselmiştir. Almanya’da 2007 yılında %10,1 olan işsizlik oranı, 2008’de 8,7’ye, bir sonraki yılda ise %7,5’e gerilemiştir. Japonya’da 2006-2008 arasında ortalama %4 olan söz konusu oran 2009’da %25’lik artışla %5,1’e yükselmiştir. Rusya’da %8’lerden %6,1’lere gerileyen oran, 2008’de %6,3’e, izleyen yılda ise önemli bir artışla %8,5’e çıkmıştır. Güney Afrika’da zaten yüksek seyreden işsizlik oranları 2007-2009 arasında ortalama %22’ler düzeyinde kalmıştır.

Tablo 1.10: Seçilmiş Bazı Ülkelerde işsizlik Oranları (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Avustralya	5,9	5,5	5	4,8	4,4	4,2	5,6
ABD	6	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3
Almanya	11,6	11,7	13	12	10,1	8,7	7,5
Japonya	5,3	4,7	4,4	4,1	3,9	4	5,1
Rusya	8	7,8	7,2	7,2	6,1	6,3	8,5
Güney Afrika	28	26,2	26,7	25,5	23	22,9	21,9
Türkiye	10,5	10,3	10,3	9,9	10,3	11	14

Kaynak: (Işık ve Tünen,2010:860)

ABD’de yaşanan 2008 krizinin dünya ekonomisinde bu kadar hızlı yayılması küreselleşme sürecinin sonucudur. Ayrıca dünya piyasalarındaki teknolojik gelişmeler sonucunda işlem hızlarında görülen artışlar krizi dünyanın her yerine hızlı bir şekilde yayılmasına neden olmuştur.

Dünya ekonomisinde kaldırılan sınırlar ve küreselleşme ve bu sistem içerisindeki kurumlar ve finansal spekülasyonlara bağlı büyüme süreci reel ekonominin işleyişini yok ederek sanayileşme hedefini geri plana atmıştır.

1.2.2. Küresel Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkileri

1990 yılında sonra dünyada yaşanan küresel krizlerin genel olarak Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri aşağıda açıklanmıştır.

1.2.2.1. Meksika Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi

1994 Meksika krizi özellikle ABD’nin sağlamış olduğu çok büyük finansal destek sayesinde tüm dünyayı etkileyen bir kriz haline dönüşmemiştir.

Türkiye ile Meksika arasındaki ekonomik ve ticari ilişkilerin zayıf olması nedeni ile Meksika’da yaşanan krizin Türkiye ekonomisini fazla etkilememiştir (Ersun ve Palacioğlu 1999:28).

1.2.2.2. Asya Krizlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri

1997 Asya krizinde, Asya ülkeleri devalüasyon yaparak rekabet avantajıyla ihracatlarını arttırmışlar bu durum rakip ülkelerin ihracatlarının azalmasına sebep olmuştur. Bu dönemde dünya büyüme hızındaki düşme de ülkelerin dış ticaret hacminde daralmaya yol açmıştır. Krizin yükselen piyasalarda yarattığı tedirginlik Türkiye'nin uluslararası piyasalardan borçlanma maliyetini arttırmış ve vadelerin kısılmasına sebep olmuştur. Uluslararası piyasalardan borç bulma imkanı zorlaşmıştır(Stiglitz, 1998:15).

Asya krizi, Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri 1998 yılında kendisini daha fazla hissettirmeye başlamıştır. Bu etkiler büyüme hızının yavaşlaması, sanayide üretiminin düşmesi ve istihdamın azalması şeklinde sıralanabilir. Türkiye’de yaşanan siyasi istikrarsızlık nedeniyle bu krize karşı gerekli önlemler alınamamıştır (Morgil, 1998:13). Kriz nedeni ile firmalar 1/3 oranında işçi çıkarmak zorunda kalmışlardır. Çıkarılan işçilerin büyük çoğunluğunun kalifiye olmayan işçiler olması, krizin gelir dağılımında düzensizlikler oluşturmaya neden olmuştur (Eren ve diğerleri, 2000:58).

Asya krizinin Türk Sermaye Piyasasına etkisi Ekim ayında gerçekleşmiştir. Türkiye’de, Krizin ortaya çıktığı dönemde yabancı sermaye girişi portföy yatırımı şeklinde olmuştur. Uluslararası yatırımcılar, krizin olumsuz etkisiyle piyasadan çıkmak yerine tercihlerini yatırım yapmak şeklinde kullanmışlardır. Ancak Ekim ayında gerçekleşen sermaye çıkışı kendisini piyasalarda önemli ölçüde hissettirmiştir. 1997 Ekim ayında yabancı yatırımcılar borsadan 313.1 milyon dolar çekmişlerdir. Yabancıların borsadan çekilişi yılsonuna kadar azalarak sürmüştür. 1998 Ocak ayının ortalarında kriz bölgelerinde yaşanan yeni bir kriz dalgasının etkisiyle, BİST’de yabancıların tekrar net 94.5 milyon dolar çektikleri görülmüştür (Akdiş, <http://makdis.pamukkale.edu.tr>).

Krizin piyasalara olan etkisi sektörel bazda incelemeyi gerekli kılmıştır. Piyasada sektörlerle karşı olan beklentilerin hisse senetleri fiyatlarına yansımaları, krizin menkul kıymetler piyasasındaki etkisini anlamayı kolaylaştırmıştır. BİST hisse

senetleri piyasasında sektörlere ilişkin endekslerdeki değişim, sektörlere ilişkin portföy getiri performansları ile yabancı yatırımcıların alım ve satım işlemlerinin değerlendirilmeleri sonucunda bankacılık ve elektrik sektöründe olumlu gelişmeler olmasına karşın, başta demir çelik sektörü olmak üzere, metal sanayi, tekstil ve ulaştırma sektörlerinde olumsuz gelişmeler yaşandığı görülmüştür (İMKB,1998;26).

Dericilik sektöründe ise ihracat olumsuz etkilenmiştir. Güney Kore'nin kriz nedeniyle ithalata getirdiği kotalardan dolayı Türkiye'nin bu ülkeye yapılan ihracat olumsuz etkilenmiştir. Asya krizinden etkilenen bir diğer sektör demir - çelik sektörüdür. 1997 yılında 1.9 milyar dolarlık ihracat yapılmış buna karşılık aynı dönemde 2.6 milyar dolar ithalat gerçekleştirilmiştir (İMKB,1998:24).

Güneydoğu Asya ülkelerinin de tekstil ihraç eden ülkeler arasında olması ve elde ettikleri fiyat avantajları nedeniyle rekabet güçlerini artırmışlardır. Ancak Avrupa Birliği ülkeleri ve ABD'nin bu ülkelere karşı kota uygulamaları, Türk tekstil sektör ihracatının bu krizden daha fazla olumsuz olarak etkilenmesini engellemiştir (Ege, 1998:16).

Döviz piyasasında ise Türk lirasının değerinin dolar karşısında istikrarlı bir şekilde arttığı görülmüştür. Ülkeye en yüksek döviz girdisi sağlayan tekstil sektöründe ihracat 1998 yılında 1997 yılına göre % 14 azalarak 624 milyon dolar gerilemiştir.

Asya krizi Türkiye'yi bazı yönlerden olumsuz etkilerken bazı yönlerden ise olumlu olarak etkilemiştir. Kriz nedeni ile Türkiye'nin aldığı hammadde fiyatlarında belirgin bir şekilde düşüş yaşanması krizin olumlu etkisini göstermektedir.

1.2.2.3. Rusya Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi

Rusya krizinin Türkiye ekonomisi üzerinde hem reel, hem de finansal anlamda önemli etkileri olmuştur. Rusya krizinin Türkiye'ye etkisi ilk olarak Menkul Kıymetler Borsa'sında yaşanmıştır. Borsa %5,4 düşmüştür. Rusya'nın 90 günlük moratoryum ilan etmesi BİST'te yeni bir kara Pazartesi yaşanmasına neden olmuştur.

Dalgalanmaların ardından BİST endeksi 3 bin 120 seviyesinden kapanmıştır (Apak ve Aytaç,2009:87). Reel sektör üzerinde krizin etkileri uzun dönemde kendini göstermiştir (Karabıcak, 2000:59). Güneydoğu Asya krizi ve bir yıl sonra yaşanan Rusya krizi Türkiye’de borsa krizine neden olmuştur. Borsa bu iki krizden de olumsuz yönde etkilenecek düşmeye başlamıştır. Diğer ülkelerin borsalarında da düşüşler yaşanmış ancak bu borsalar krizden sonra tekrar toparlanarak yükselme trendine girmiştir. Ancak Türkiye’de vergi yasalarındaki uygulamalarında etkisi ile borsa krizden sonra da düşmeye devam etmiştir (GEREK, 1999:91).

Rusya krizi döneminde Türkiye’den 4.5 milyar dolara yaklaşan sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Buna paralel olarak Merkez Bankasının döviz rezervlerinde belirgin bir erime görülmüştür. Ağustos ayı başlarında 26 milyar 305 milyon dolar olan döviz rezervleri 28 Ağustos tarihinde 21 milyar 965 milyon dolara düşmüştür (TCMB:2008).

Kriz dönemlerinde Rusya, Almanya'dan sonra en çok ihracat yaptığımız ülke konumundaydı. Kriz sonrasında resmi ihracatımız 2 milyar dolardan 1.3 milyar dolara gerilemiş, bavul ticareti yoluyla yapılan ihracatımız ise, 1996’da 8.8 milyar dolar iken, 1998/Kasım itibariyle 3.5 milyar dolara inmiştir (TCMB,1998:58).

Krizden dolayı coğrafi konumu nedeniyle yabancı sermaye Türkiye’den çıkmaya başlamıştır. Bu durum, bankacılık ve finans sektörünün küçülmesine ve kamu kesiminin yüksek borçlanma gereksinimini iç piyasadan sağlamak zorunda olması reel faizlerin yükselmesine yol açmıştır. Yurtiçi ve yurtdışı yatırım finansmanı imkânları giderek daralmaya başlamış, bankalar firmalara verdikleri kredilerin bir kısmını geri istemişlerdir. Bu durum karşısında kamu bankaları kredilendirmeyi durdurmayıp krizin reel sektörü etkilemesini bir süre geciktirmiştir.

1.2.2.4. Arjantin Krizlerinin Türkiye Ekonomisine Etkisi

Yabancı yatırımcıların Arjantin’de yaşanan krizin Türkiye’de de yaşanabileceği beklentisi yatırım yapılmasını engellemiştir. Arjantin krizi yabancı sermayenin Türkiye’ye gelmesine engel olmuştur (Uygur,2001:12).

1996-2001 döneminde Arjantin’le olan ithalat dalgalı bir seyir izlemekle beraber ortalama yarı yarıya azalmıştır. Aynı dönemde Arjantin’e yaptığımız ihracat ise yaklaşık olarak dört kat artmıştır. Arjantin’de krizin yaşandığı 2001 yılında hem ithalatımızda hem de ihracatımızda azalma görülmüştür.

1.2.2.5. 2008 ABD Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkisi

Dış finansmana ve yabancı sermayeye bağımlı Türkiye ekonomisinin 2008 finansal krizinden olumsuz etkilendiği görülmektedir. Ocak ayından Eylül ayına kadar BİST-100 endeksi %15,6 değer kaybına uğramıştır. İşlem hacminde %17,8 azalma görülmüştür. Dokuz aylık süreçte İç borçlanma faiz oranında %31,1’ lik bir artış izlenmiştir. Bankaların farklı sektörlerle verdiği kredilerde %6,1 ve esnaf kredililerinde %7,4 oranında azalma görülmüştür(Yıldiran, 2009:200).

ABD’de ortaya çıkan finansal krizin diğer gelişmiş ülkelerin finans sektörüne sıçramasının en önemli sebebi diğer gelişmiş ülke bankalarının ellerinde ipotek bankaları dahil, Amerikan bankalarına ait banka tahvilleri, daha önemlisi “türev ürünler” gibi kıymetli kağıt bulundurmalarıdır. ABD finansal krizi sonucu bu kıymetli kâğıtların çoğunun değer kaybetmesi ve bir kısmının değerinin sıfıra yaklaşması bu diğer gelişmiş ülkelerin finans sektörlerini de zora sokmuştur. Fakat Türk bankalarının mevzuat gereği dışarıdan kıymetli kağıt satın alıp portföylerinde bulundurmaları mümkün olmadığından Türk bankaları krize sürüklenmemişlerdir. Ancak, Türk bankaları küresel kriz öncesinde dışarıdan önemli miktarda kredi kullanmışlar ve bunların ödeme planı çerçevesinde yıllık taksit ve faizlerinin karşılanması ağır bir yük getirmiştir. ABD ve AB bankalarının yaşamış oldukları likidite darlığı ve iflas riski nedeniyle Türkiye’ye yeni kredi açmak imkânları geniş ölçüde kısıtlanmıştır. Ayrıca, 2001 yılında başlatılmış olan reformlar Türk bankalarını sağlam bir finansal yapı oluşturduğundan küresel krizden fazla etkilenmemiştir (Hiç, 2009:65-66).

Tablo1. 9’da Türkiye’ye bakıldığında, 2005 yılında %8,4 olan GSYH büyüme oranı krizin etkilerinin arttığı 2008 yılında %1,1 düzeyine gerilemiştir.

Enflasyon oranlarına bakılacak olursa, 2005 yılında %8,2 olan oran 2008’de %10,4’e çıkmıştır. 2005-2008 ortalamasında GSYH’nin yaklaşık %5,5’i oranında cari açık yaşanmıştır. Kriz Türkiye’de işsizlik rakamlarını da ciddi bir şekilde değiştirmiştir. Tablo 1. 10’da görüldüğü gibi 2003-2007 arasında %10 bandında kalan oran 2008’de %11’e çıkmıştır. 2009’da ise bir önceki yıla göre 3 puanlık bir artışla %14 düzeyine yükselmiştir.

Faizler bakıldığında da krizin etkisiyle 2007 yılında %17,2 olan faizler, 2009 yılında neredeyse yarı yarıya bir düşüşle %9,2’ye gerilemiştir.

Krizin Türkiye’nin dış ticareti üzerindeki etkisine baktığımızda 2009 yılı dış ticareti, bir önceki döneme göre büyük ölçüde azalmıştır. İthalat %49,1, ihracat ise %45,7 oranında azalmıştır. Aynı dönemlere ait veriler karşılaştırıldığında dış ticaret dengesinin %56 oranında değiştiği görülmektedir (Narin ve Özer:2010,1107).

1.2.3. Türkiye’de Yaşanan İç ve Dış Odaklı Krizler

Bu bölümde Türkiye’de 1990 sonrası yaşanan iç ve dış odaklı krizler anlatılmıştır.

1.2.3.1. 1994 Krizi

Türkiye’de yaşanan 5 Nisan krizi Meksika ve Asya ülkelerinde yaşanan krizlerle karşılaştırıldığında ortak noktalar olduğu görülmüştür. Döviz kurunun aşırı değerlenmesi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin fazlalığı, yurtiçi faiz oranları ve yurtdışı faiz oranlarındaki farklılıklar sonucu bankaların yurt dışından döviz cinsinden kredi alıp yurt içinde yerli paraya çevirerek borç vermeleri bu krizlerin ortak noktalarını oluşturmaktadır.

1980’li yılların öncesinde Türkiye’nin durumu incelendiğinde Latin Amerika ülkeleri ile benzerlikler gösterdiği görülmektedir.

Bu ülkelerin genelinde olduğu gibi Türkiye’de yüksek enflasyon, yüklü miktarlarda kısa vadeli dış borç, yüksek oranda işsizlik, ithalat ve ihracat sorunlarıyla

karşı karşıya bulunmaktaydı. Türkiye’de 1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, finansal piyasaların gelişmesini engellemiş ve tasarruf oranlarının düşmesine neden olmuştur. Ayrıca büyük oranda siyasi istikrarsızlıklar yaşanmıştır. Türkiye içinde bulunduğu bu durumdan kurtulmak için IMF ile 24 Ocak 1980 tarihinde bir anlaşma yapmıştır. Bu anlaşma gereği büyük çaplı reformlar öngören istikrar programı yürürlüğe konmuştur. Bu istikrar programının temel amaçları; kısa vadede enflasyonu kontrol altına almak ve ödemeler dengesi açıklarını kapatmak olarak öngörülmüştür. Programın uzun vadeli amaçları ise dış ticarete serbestliğe gitmek, döviz kuru politikasını esnek hale getirmek, kamu işletmelerinde özelleştirmeyi gerçekleştirmek ve mevduat munzam karşılık oranları düşürmek, faiz tavanlarının kaldırılmak gibi belirli konularda finansal reformları yürürlüğe koymaktır.

1989 yılında finansal serbestleşme politikalarının tamamlayıcısı olarak sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalara son verilmiştir. 24 Ocak kararlarının uygulanması sonucunda ihracatta büyük çaplı artışlar meydana gelmiş ve ödemeler dengesi açıklarında azalmalar görülmüştür. 1988 yılına kadar fiyatlarda kontrol sağlanmış ve enerji sıkıntılarının giderilmesi ile üretim kapasitesi artmış ve ekonomik büyümenin hızlanmıştır. 1988 yılında düşük ücret artışı politikası terk edilerek ücretler enflasyon oranının üzerinde artırılmış ve değerli kur politikasının uygulanmasına geçilmiştir. Bu uygulamalar iç talebi ve ithalatı büyük oranda artırmıştır. 1989 yılında sermayenin önündeki engellerin kaldırılması ile birlikte TL reel anlamda değer kazanmaya başlamış, ülkeye kısa vadeli yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranları yükseltilmiştir. 1984-1990 yılları yoğun olarak alınan dış borçların geri ödendiği dönem olmuştur. Bu dönemde dış borç ödemeleri için iç borçlanmaya gidilmiştir. Bu durum faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Yükselen faiz oranları kısa vadeli sermaye akışını hızlandırmıştır. 1990 yılında kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girişinde en üst düzeye ulaşılmıştır. Bu sermaye girişleri, ithalatın finansmanı ve kamu açıklarının iç borçlanma yolu ile kapatılmasında kullanılmıştır (Karluk,1999:413).

1988 yılından itibaren kamu kesimi borçları sürekli artarak 1988-1993 yılları arasında GSMG oranı %4,8'den %12 seviyelerine ulaşmıştır. TL'nin değer kazanması sonucunda iç talep artmış ve üretim iç piyasa için yapılmaya başlamıştır. Bu durum ihracatta azalmaya neden olmuştur. İhracatın azalması ve ithalatın artması sonucunda cari işlemler açığı 1993 yılında 6 milyar 433 milyon dolara ulaşmıştır. Bu durum GSYİH'nin %3,3'üne denk gelmektedir.

1993 yılında KİT açıkları, altyapı yatırımları, ücret ve maaşlardaki hızlı artışlar, Körfez Savaşı ve terörle mücadele bütçede açık verilmesine sebep olmuştur. Faizler üzerinde de büyük baskılar oluşturan kamu açıklarının finansman maliyetini düşürmek amacıyla, borçlanma miktarına sınırlamalar getirilmiştir. Bu uygulamalar sonucunda faiz oranlarında düşüş başlanmış ancak enflasyonun yüksek olması, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları gibi iç ve dış olumsuzluklardan dolayı TL'ye olan güven azaldığından, elde TL tutmanın bir özelliği kalmamıştır. 1994 yılından itibaren tahvil ve bono gelirlerinin %5 oranında gelir vergisi stopajına tabi olacağı ilan edilmiştir. Hazinesin dış kaynak bulmaması ve iç piyasadan borçlanmayı tercih etmemesi sonucunda Merkez Bankası kaynaklarını yoğun bir şekilde kullanmasına sebep olmuştur. (Bahçeci, 1997: 8).

1994 yılının başlarındaki devalüasyon beklentisi piyasadaki likidite fazlasının yönünü dövizde çevirmiştir. Bu durum döviz kurlarında hızlı bir artışa neden olmuş ve resmi kur ile serbest kur arasındaki fark %23'ü aşmıştır. (Keyder, 2000 : 112). Bu gelişmeler sonucunda TL 26 Ocak 1994 tarihinde yaklaşık %14 civarında devalüe edilmiştir. 1 Mart ve 17 Mart tarihlerinde iki devalüasyon daha yapılmıştır. Nisan ayına kadar TL yabancı paralar karşısında değer kaybetmeye devam etmiştir. Ocak-Nisan ayları arasında TL dolar karşısında yaklaşık %172 değer kaybına uğramıştır. Ülke parasının yabancı paralar karşısındaki değer kayıplarının hızlı artması kur-faiz makasını daraltmış ve açık pozisyonları bulanan bankaların bunları kapatmak için dövizde yönelmeleri Merkez Bankasının döviz rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Sonuçta 1 Aralık 1993 tarihinde 7 milyar doları aşan döviz rezervleri 1 Mart 1994 tarihinde 3,3 milyar dolara kadar düşmüştür (Güloğlu,

Altunoğlu,2002:16). Bu gelişmelere ilaveten Moodys ve Standart and Poors adlı iki uluslararası derecelendirme kuruluşunun Ocak 1994 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu düşürdüğünü açıklaması ve üç küçük bankanın kapatılması kararı Türkiye ekonomisini krize sürüklemiştir.

Merkez Bankası 20 Ocak 1994 tarihinde TL'nin daha fazla değer kaybetmesini önlemek amacı ile interbank para piyasasına müdahale ederek gecelik faiz oranlarında artış yapmak zorunda kalmıştır. Ayrıca Devlet İç Borçlanma senetlerinin (DİBS) faiz oranları %50'lere kadar artırılmış ve bu senetler üzerinden alınan stopaj kaldırılmıştır. Enflasyon oranı TÜFE bazında %106'ya yükselmiştir. TL 5-6 Nisan tarihlerinde bir gün içerisinde yaklaşık olarak %39 oranında değer kaybı yaşamıştır (Güloğlu, Altunoğlu,2002:17).

1994 yılında, yıllardan beri uygulanan yanlış politikalar sonucu bozulan makroekonomik dengeler etkisini hissettirmeye başlamış ve hassas dengeler korunamaz hale gelmiştir.

1994 krizinden hemen sonra 5 Nisan kararları alınmıştır. İlk defa finans ve döviz sektöründe baş gösteren dalgalanmalar, üretim sektörünü de etkileyerek kamu finansmanın zor bir döneme girmesine neden olmuştur. Makro düzeyde beliren olumsuzluklar ekonominin tamamını etkilemiştir. O güne kadar uygulanan bütün politikalar terk edilerek, uzun ve kısa vadeli dengeleri yeniden sağlayacak bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur (Erez, 1994: 4). 5 Nisan kararları uzun bir süreci gerektiren ekonomik istikrar arayışının ilk adımlarını oluşturmaktadır (Paya, 1995:2). Bu istikrar programını diğerlerinden ayıran en büyük özelliği IMF ile görüşmeler yapılmadan bu kararların alınmış olmasıdır. 1958, 1970, 1978 ve 1980 yıllardaki istikrar programları IMF ile görüşüldükten sonra uygulanmaya konulmuştur (Mazgirt ve Uysal , 1998:14).

5 Nisan kararlarının temel amaçları, enflasyon oranının hızlı bir şekilde azaltmak, ihracatı artırıp ithalatı azaltmak, dış borçlanmalara sınırlamalar getirmek, kamu gelirlerini artırmak, kamu harcamalarını azaltmak, tarım, sosyal güvenlik ve

özelleştirme alanlarında reformlar yapmak şeklinde ifade edilebilir. 5 Nisan kararları ile kısa vadede bozulan dış dengenin tekrar kurulması ve döviz piyasasında yeniden istikrarın sağlanması hedeflenmiştir. Orta vadede enflasyonu düşürmek ve kamu açıklarının azaltılmasını sağlamak planlanmıştır. Uzun vadeli plan olarak da ihracatı artıracak tedbirler ve teşvikler almak, özelleştirmeyi hızlandırmak ve istikrarlı bir büyümeyi sağlamak hedeflenmiştir.

1995 yılından itibaren 1.5DM+1ABD dolarından oluşan bir kur sepeti belirlenmiş ve yıllık enflasyon oranı tutarında bu sepetin artırılmasına karar verilmiştir. 1995 yılı için hedeflenen enflasyon ve kur sepeti artış oranı %38,4 olarak planlanmış ve piyasalara ilan edilmiştir. Bu tarihten sonra tespit edilen kur sepetine ilişkin bütün hedefler piyasalara duyurulmaya başlanmıştır.

5 Nisan kararlarının genel bir değerlendirilmesi yapıldığında, bu programın kısa vadeli hedeflerini gerçekleştirdiği görülmektedir. Ancak reel ücretlerin düşürülmesi nedeni ile sosyal çalkantıların artması ve koalisyon hükümetinin bozularak genel seçimlere gidilmesi orta ve uzun vadeli hedeflerin gerçekleştirilmesine imkân tanımamıştır (Güloğlu ve Altunoğlu,2002:19).

1994 ekonomik krizi, sanayi ve ticaret sektörünü olumsuz etkilediği gibi diğer sektörler üzerinde de olumsuz etkisini hissettirmiştir. Sanayi sektöründe %5,7, ticaret ve üretim sektöründe %7,6 daralma yaşanmıştır (Die, 1997:11). Aynı dönemde KİT'lerdeki verimsizlik en üst düzeye çıkmış, işsizlik oranlarında büyük artışlar gözlenmiş ve gelir dağılımında büyük dengesizlikler meydana gelmiştir (İsod, 1994:14).

Ekonominin tamamına bakıldığı zaman 1994 yılında enflasyon %150 olarak gerçekleşmiştir. Aynı tarihte milli gelirde %6'lık bir azalma olduğu görülmektedir. Bu olumsuzlukların yanı sıra 1993'nın yılında 6.6 milyar dolar olan cari işlemler açığı 1994'te kapatılarak 2.6 milyar dolar fazlaya dönüşmüştür. Türk lirasının reel anlamda %18 değer kaybetmesine rağmen yaklaşık 6 milyar dolar dış borç ödemesi

gerçekleştirilmiştir. Yapılan bu ödemeler dış kaynak sağlanmadan yapılmıştır (Eczacıbaşı, 1995:4).

1994 krizinin İMKB üzerindeki etkisi incelendiğinde, İMKB'ye kote edilmiş 76 sanayi işletmesinin net satış hasılatlarının Haziran ayında reel olarak %19,8 ve Eylül ayında da %14 civarında azalma görülmüştür. Toplam satışlar içerisinde ihracatın payı %13 seviyelerinden %22 düzeylerine çıkmıştır. 1994 yılının ilk yarısında bu şirketlerin işletme sermayelerinde reel olarak %15 civarında azalma olduğu görülmektedir (Vergiliev ve Tüz,2001:147).

Tablo 1.11: 1994 Kriz Döneminde Makroekonomik Göstergeleri (1993-1995)

	1993	1994	1995
Reel Büyüme (%)	7,9	-6,1	8.0
TÜFE (%)	66,1	106,3	88
Kamu Dış Borç (Mil. Dolar)	43.522,0	48.975,0	50.951,0
Kamu İç Borç (Mil. Dolar)	357.347	799.310	1.361.007
GSYİH (Mil. Dolar)	181.806,2	130.900,0	171.900,0
Cari İşlemler Dengesi/GSMH (%)	-3,6	1,9	-1,3
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (%)	52,1	77,8	60,6
İşsizlik	8,9	8,6	7,6
İnterbank Gecelik Faiz Oranı(%)	69,63	92,04	106,31

Kaynak: Kullanılan kaynaklardan yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

1994 kriz dönemine ait bazı makroekonomik göstergeler Tablo1. 11 gösterilmiştir. Tablo incelendiğinde GSYİH'da kriz yılında bir düşüş görülmektedir. Aynı şekilde 1993 yılında ekonomide %7,9 olan büyüme oranı 1994 ekonomik krizi ile birlikte %6,1 küçülmüştür. Tablodan da görüleceği gibi iç borç ve dış borç stokunda artışlar göze çarpmaktadır. Kamu harcamalarında artış ile birlikte sürekli artan bütçe açıkları borçlanma ile finanse edilmiştir (Akdiş, <http://makdis.pamukkale.edu.tr>). Türkiye'de kamu gelirleri kamu giderlerini

karşılamadığı için yüksek borçlanma gereksinimi oluşmuş, bununla birlikte borçlanma faizleri de bir sorun olmaya başlamıştır. Enflasyon ve faiz oranlarına bakıldığında 1993 yılında faizler % 70 enflasyon oranı ise % 60 civarlarında seyretmiştir. Kriz yılında ise enflasyonun büyük bir artış göstererek %106,3 civarında gerçekleştiği görülmektedir. Gecelik faiz ise kriz yılında %106.31 olarak gerçekleşmiştir.

1.2.3.2. 2000 Kasım Krizi

Kasım 2000 krizi bir likidite krizi olmasına karşın, bu krize aynı zamanda bankacılık krizi de denebilir. Bunun en temel nedeni 1999 ve 2000 yıllarındaki bankacılık sektöründe yaşanan olumsuzluklardır.

1999 yılında yeni kurulan hükümet, 1998 yılında imzalanan “Yakın İzleme Anlaşmasının” ardından IMF ile 1999 yılının Aralık ayında yeni bir Stand-by anlaşması imzalamıştır. Bu anlaşmaya göre 2000-2002 döneminde uygulanacak olan enflasyonu önleme programı hayata geçirilmiştir (Günel, 2001:32). IMF ye Aralık 1999 tarihinde verilen niyet mektubunda enflasyonu düşürme programı çerçevesinde yapılması gerekenler şöyle sıralanmıştır:

1. Faiz dışı bütçe dengesinin fazla vermesi sağlanacak,
2. Döviz kuru ve para politikaları yeniden düzenlenecek ve
3. Sosyal güvenlik, özelleştirme, vergi ve tarım gibi konularda yapısal reformlar gerçekleştirilecektir.

IMF’ ye verilen niyet mektubunda enflasyonun temel nedeninin kamu açıkları ve bu açıkların finansman yönteminden kaynaklandığı kabul edilmiştir. Bu açıkların kapatılması için kamu harcamalarının kısılması ve vergi gelirlerinin artırılması kararlaştırılmıştır. Ayrıca yüksek reel faizli kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması için IMF ve Dünya Bankasından uzun vadeli düşük maliyetli kredilerin alınması kararlaştırılmıştır. Böylece faiz dışı bütçe fazlasının 7,5 milyar dolar fazla vermesi hedeflenmiştir. Enflasyonla mücadele programında yapılması gereken ikinci

bir uygulama döviz ve para politikasında yapılması gereken değişiklikleri oluşturmaktadır. Bu durum doğrultusunda 1Dolar+0,77 Euro şeklinde bir kur sepeti oluşturularak bir döviz çıpası belirlenmiş ve 2000 yılının sonuna kadar beklenen enflasyon oranının (TEFEye göre%20) artırılması hedeflenmiştir. Ayrıca kurlardaki değişmelerin çapraz kurlardaki değişmelere göre belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Aylık kurun sabit tutulmasına ve Haziran 2001 tarihinden itibaren kademeli olarak dalgalı kura geçilmesi hedeflenmiştir(Güloğlu, Altunoğlu,2002:23). Döviz girişine bağlı olacak şekilde iç borçlanmanın azaltılması ve piyasaya TL sürülerek likiditenin artırılması ve faiz oranlarının düşürülmesi hedeflenmiştir. Para politikası alanında da Merkez Bankası'nın net iç varlıkları sınırı 1.2 katrilyon TL olarak belirlenerek net içi varlıklara sınırlandırılmalar getirilmiştir. Net iç varlıkların artırılması döviz girişlerinin artış oranına bağlanmıştır. Bu şekilde Merkez Bankası'nın para basma işlemine sınırlandırılmalar getirilerek, Merkez Bankası'nın para kurulu gibi çalışması planlanmıştır. Para politikası ile ilgili olarak Merkez Bankası ve Para Kurulu arasında iş bölümü yapılması gerekirken böyle bir ayırım Türkiye'de yapılmamıştır. Aslında para kurulu sisteminin temelinde para arzı ile ilgili işlemlerin para kurulu tarafından diğer işlemlerin ise Merkez Bankası tarafından yapılması gerekmektedir.

Programda yapılması hedeflenen bir diğer konu yapısal reformların ve özelleştirmelerin gerçekleştirilmesidir. 2000 yılında 7.6 milyar dolar, 2001 yılında 6 milyar dolar olarak hedeflenen özelleştirmeler, siyasi nedenler ve uluslararası piyasalardan beklenen talepler gelmediği için gerçekleştirilememiştir. Aynı şekilde tarım ve sosyal güvenlik alanlarında da belirlenen hedeflere ulaşamamıştır.

1999 yılında Türkiye'de enflasyon(TÜFE) %65 seviyelerinde, büyüme oranı %-6 düzeyinde(Tablo 1. 12), iç borç stokunun GSMH'ya oranı %29'a ulaşmış ve cari işlemler açığı 1,36 milyar dolar seviyelerinde görülmektedir(TCMB:2008). Kriz öncesinde yabancı sermaye hareketlerinde büyük bir artış olduğu, özellikle portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu artış içerisinde payının yüksek olduğu görülmektedir.

IMF destekli enflasyonla mücadele programı uygulanmaya başlaması ile birlikte ilk etkisini faizler üzerinde göstermiştir. Faizler düşmeye başlamıştır. 1999 yılının son çeyreğinde %103 olan DİBS'nin ortalama bileşik faiz oranı, krizin başladığı 2000 yılının Kasım ayına kadar devamlı düşerek %40 civarlarına kadar inmiştir. Faizlerdeki bu azalmanın en önemli nedeni döviz kurunun çığa bağlanması ve düşük faizle gerçekleştirilen dış borçlandır (Güloğlu, Altunoğlu,2002:23). Buna ek olarak düşük oranlı enflasyon beklentisi nedeni ile DİBS'lerine olan talebin artması ve faiz dışı bütçe fazlasının GSMH'nin %2,2 den %6 dolaylarına kadar artmasının etkili olduğu söylenebilir.

Faizler oranlarında yaşanan bu hızlı düşüşler tüketici kredilerinde büyük oranda artış yaşanmasına neden olmuştur. Sonuçta dayanıklı tüketim mallarının, yatırım mallarının ve otomobil satışlarında hızlı bir artış yaşandığı görülmüştür. 1999 yılının Aralık ayı sonunda 100 trilyon olan tüketici kredilerinin, 2000 yılı Ekim ayının sonunda 4 katrilyon 504 trilyon liraya ulaşmıştır (Uygur, 2000 : 47). Enflasyon oranının beklenenden daha yüksek çıkması (Tablo1. 12) Türk Lirasının aşırı değerlenmesine, ithalatın artmasına ve ihracatta rekabet gücünün azalmasına neden olmuştur. Bu durum ihracatın ithalatı karşılama oranını 2000 yılında %65,4'ten %51'ler civarına düşürmüştür (Tablo1. 12).

Döviz kurunun eksik olarak tespit edilmesi ara mallarının fiyatlarının düşmesine neden olmuş ve sanayi sektöründe ara mal talebi artmıştır. Eksik belirlenen döviz kuru nedeni ile artan ithalat, Euro'nun değer kaybetmesi ve diğer pazarlarda rekabet gücünün azalması Avrupa'ya yapılan ihracatı azaltmış cari işlemler dengesinin bozulmasını neden olmuştur. 1999 yılında 1 milyar 364 milyon dolar olarak gerçekleşen cari işlemler açığı, 2000 yılı Eylül ayı itibariyle 6 milyar 823 milyon dolara yükselmiştir. (TCMB:2008). Cari işlemler açığı GSYİH'nın % 4,9'una denk gelmektedir (Tablo 1.12).

Bankacılık sektöründe Türkiye'deki kriz öncesi durum Güney Doğu Asya ülkelerinin durumuna benzerlikler göstermektedir. Özel bankaların çoğu yapıları itibarı ile Güney Doğu Asya ülkelerindeki holding bankalarına benzemektedir. 1998-

2000 döneminde Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu'na devreden bankaların birçoğu belli bir gruba ait bankalardır (Yaşarbank- Yaşar grubu, Demirbank, Ulusbank-Cıngıllıoğlu Grubu, EGS bank-EGS holding, Bank kapital- Ceylan grubu, Sümerbank-Garipoğlu grubu). Bankalardaki mevduatlara verilen garantiler bankalarda batık kredilerin oluşmasına neden olmuştur. Holding bankaları mudilerinden topladıkları mevduatları kendi bünyelerindeki şirketlere kredi olarak vermekte ve bu kredilerin geri dönüşü olmamıştır. Türkiye'deki bankalarda aynı Asya bankaları gibi, döviz kurunun çığpaya bağlanması, ulusal ve uluslararası faiz oranlarındaki farklılıklar nedeniyle, uluslararası piyasalardan düşük maliyetle aldıkları kredileri, iç piyasalarda daha yüksek faiz oranları ile kullandırmışlardır. Yalnız Türkiye'deki bankalar Asya bankalarından farklı olarak aldıkları kredileri, kamu sektörüne kullandırmışlardır (Güloğlu, Altunoğlu,2002:24).

Türkiye'de 2000 yılı son çeyreğinde enflasyon TÜFE'de % 39 seviyelerine çıkmış, cari işlemler açığı GSYİH'nın %4' ünü aşmış (Tablo1. 12), dış borçlarında ve ithalatta artış kaydedilmesine rağmen, yabancı sermaye akımını girişini sağlayamamıştır. Bu durum ülkede devalüasyon beklentisini artırmıştır. Yabancı fon yöneticileri plasmanlarını tasfiye etmeye ve kredileri kesmeye başlamışlardır. Bu gelişmelerin sonucunda yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolar değerinde portföy yatırımları ülkeyi terk etmiştir. Devalüasyon beklentisi içinde olan bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için yoğun bir şekilde döviz talepleri, piyasada likidite sorununa yol açmıştır. Artan likidite ihtiyacı Merkez Bankası tarafından IMF programı hedefleri neden gösterilerek karşılanmamıştır. Döviz talebindeki artışları önlemek amacı ile faiz oranları yükseltilmiştir. Faiz oranlarının aşırı derecede yükseltilmesi sonucunda elinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank'a el konulmuş ve bu banka TMSF'ye devredilmiştir. Piyasalarda diğer bankalara da el konulacağı paniği başlamış ve 22 Kasım'da bankalar arası piyasalarda ortalama gecelik faiz %110,8'e yükselmiş ve bu oran daha sonraki günlerde %210 seviyelerine çıkmıştır. 15 Kasım'da 13256 olan İMKB Ulusal 100 endeksi devamlı düşerek 4 Aralık'ta 7329 puan seviyelerine inmiştir(TCMB:2008). Merkez Bankası oluşan panik havasını dağıtmak için piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. Merkez

Bankası'nın 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar civarındaki brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyon dolar seviyelerine kadar düşmüştür.

Tablo 1.12: 2000-2001 Kriz Döneminde Makroekonomik Göstergeleri (1999-2002)

	1999	2000	2001	2002
Reel Büyüme (%)	-6,1	-6,3	-9,4	7,8
TÜFE (%)	64,9	39,0	68,5	29,7
GSYİH (Mil. Dolar)	186.911,8	200.403,6	143.300	180.000
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-10,4	-22,3	-4,4	-4,4
Cari İşlemler Dengesi/GSMH (%)	-0,7	-4,9	2,3	-1,0
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı (%)	65,4	51,0	75,7	69,8
KKBG/GSMH %	15,5	11,8	16,4	12,8
İşsizlik	7,7	6,5	8,4	10,3
İnterbank Gecelik Faiz Oranı(%)	69,9	198,95	59	44

Kaynak: Kullanılan kaynaklardan tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tablo1.12'de kriz dönemi ve kriz öncesi ve sonraki döneme ait bazı makro göstergelere yer verilmiştir.

Türkiye 1994 krizinden sonra hızlı bir büyüme trendine girmiştir. 1996 yılında % 7,1 son çeyrekteyse % 8,3'lük bir artışla, yılı % 7,2'lik bir büyümeyle kapatmıştır. 1998 yılı sonunda başlayan küçülme 1999 yılında %-6,1 olarak gerçekleşmiş ve düşüş devam ederek, 17 Ağustos Depremi'nin etkisiyle 2000 yılı GSMH ise % -6,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo1.12).

Tablo 1.12 de görüldüğü gibi enflasyon oranı 1999 yılına kadar % 65'ler civarında iken 2000 yılı başlarında % 39'a gerilemiştir. 2001 yılında %86,6'ya yükselmiştir. 2000 yılına gelindiğinde ihracatın ithalatı karşılama oranının % 51'e

gerilediği görülmektedir. 2001 yılında dış ticaret açığında bir azalma görüldüğü ve ihracatın ithalatı karşılama oranının bu yılda % 75'lere yükselmiştir.

Tablo1.12 de dikkati çeken bir diğer gösterge interbank gecelik faiz oranlarıdır. Tablodan da görüleceği üzere krizden önceki yılda gecelik faiz oranının % 70'ler civarında olduğu ancak bu oranın kriz yılında %200'lere varan rakamlara ulaştığı görülmektedir.

İşsizlik oranına bakıldığında krizden önceki yılla göre işsizlik oranında bir artış görülmediği ancak kriz sonrası yılla işsizlik oranını arttırdığı Tablo1. 12'de görülmektedir.

Kasım 2000 krizinin derinleşmesini IMF'nin 7.5 milyar dolar tutarında ek kredi vermesi ve halkın tüm bu olumsuzluklara rağmen TL'den dövize yönelmemesi engellemiştir. IMF'nin vermiş olduğu kredinin ek rezerv kolaylığı şeklinde olmasından dolayı vadesi çok kısa ve maliyeti çok fazla olmuştur. IMF'nin ikazlarına rağmen kriz sonrasında da kur çıpası uygulaması terk edilmemiş ve yüksek maliyetine rağmen bu uygulama devam etmiştir (Güloğlu, Altunoğlu,2002:24).

Finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar bankacılık sektörünün ateşlemesi ile krize dönüşmüştür. Bankalar açık pozisyonlarını kapatmak için borçlanma telaşına düşmüşler ancak Türkiye'nin dış piyasalardan borçlanma faizi üzerindeki risk priminin artması, bankaların dışarıdan borç bulmalarını zorlaştırmıştır (Uygur, 2001:11). Bankalar artan likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacı ile yüksek faizle likidite sağlama arayışları sonucunda döviz talepleri artmıştır. Ayrıca yabancı bankalar hazine kâğıtlarını satarak Türkiye'den çıkmaya başlamışlardır. Bu gelişmeler karşısında Merkez Bankası'nın en önemli hatası piyasaya zamanında para sürmemesidir. Piyasanın likidite ihtiyacını zamanında karşılamamasıdır. Kasım 2000 krizi, Şubat 2001 krizine zemin hazırlayan ve etkisinin giderilemediği bir ara krizdir (EFD, 2001:22).

1.2.3.3. 2001 Şubat Krizi

Türkiye tarihinin yaşanan en büyük kriz 19 Şubat krizidir. Bu finansal kriz ile Ziraat Bankası ve Halkbank ilk defa takas açıklarını kapatamamış ve 3 milyar dolar açık vermiş ayrıca sistemde bulunan diğer bankalara karşı yükümlülüklerini yerine getiremeyecek konuma gelmişlerdir. Bu gelişmelerin sonucunda alacaklarını tahsil edemeyen ve ABD piyasaları tatilde olduğundan dolayı döviz alma taahhüdünü yurtdışındaki diğer muhabir bankalara gönderen bankalar, Merkez Bankasından da döviz alamadığından dolayı yurtdışı yükümlülüklerini yerine getirememişlerdir. Bu gelişmeler krizin başlamasına sebep olmuştur (EFD, 2001:22).

2000 yılı Aralık ayının sonlarında ve 2001 yılı Ocak ayı başlarında Türkiye Kasım krizinden çıkmaya başlamıştır. 5 Ocak 2001 tarihinde Merkez Bankası'nın döviz rezervleri tekrar 25 milyar liranın üzerine çıkmış ve Şubat 2001 krizine kadarda bu seviyenin altına düşmemiştir. 2000 yılı aralık ayı sonlarında interbank gecelik faizi %199'dan, Ocak 2001'de %42'lere kadar gerilemiştir(Tablo1.12). 4 Ocak 2001 tarihinde İMKB 100 endeksi 10198 puana kadar yükselmiştir. Bütün bu gelişmelere rağmen piyasada güven unsuru tam olarak oluşturulamamış ve her zaman yeni bir kriz beklentisi gündemden düşmemiştir. Gergin bir şekilde yeni olumlu bir gelişmelerin beklendiği piyasalarda, 19 Şubat 2001 günü yaşanan siyasi gerginlik, piyasada bulunan katılımcıların programlara olan güvenlerini yitirmelerini sağlamıştır. Bu gelişme panikleyen piyasa katılımcılarının Merkez Bankasından döviz talep etmelerine ve aynı gün valör ile yaklaşık 6 milyar dolar satılmasına neden olmuştur (EFD, 2001:70). Zaten Kasım 2000 krizi ile hassas hale gelen piyasalar altüst olmuş ve döviz krizi başlamıştır. Krizin hızını artırmasındaki en büyük faktörler arasında Hazine'nin kamu bankalarına karşı olan yükümlülüklerini yerine getirmemesi sonucu kumu bankalarının da özel bankalara karşı yükümlülüklerini yerine getirememesi yatmaktadır. Özel bankalar 19 Şubat 2001 tarihinden Merkez Bankasından 20 Şubat valörlü 7 milyar dolar talep etmişler ancak 1.2 milyar dolar alabilmişlerdir. Taleplerinin karşılanamayan kısmını iptal etmek zorunda kalmışlardır. Bu gelişmeler sonucunda bankacılık sektöründe likidite kalmadığından ödemeler sistemi kilitlenmiştir. Türk bankaları yurtdışı yükümlülüklerini yerine getiremediklerinden dolayı Türkiye'nin kredi notu düşürülmüş ve risk primi

artırılmıştır. Merkez Bankası piyasaya süreceği Türk Lirasının kendisine dolar talebi olarak geri döneceğini bildiğinden, piyasalara Türk Lirası sürme yerine 22 Şubat günü döviz kurunu dalgalanmaya bırakmıştır (Parasız, 2001:461).

Kasım 2000 krizinde dövize yönelmeyip, TL pozisyonlarını koruyan insanların, Şubat 2001 krizinde dövize hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerindeki baskı artmıştır. Merkez Bankası döviz rezervlerini eritmek pahasına krizi takip eden iki gün süresince piyasaya müdahale etmesine rağmen 22 Şubat günü, döviz kuru çıpasını yürürlükten kaldırarak dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır. 16 Şubat'ta 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 tarihi itibarıyla 22 milyar 581 milyon dolara gerilemiştir. Dolar, dalgalı kura geçiş kararı alındıktan sonra 688 bin TL civarından 962 bin TL'ye çıkmıştır. Artan döviz talebini önlemek amacı ile faiz oranları yükseltme politikası uygulanmış ve gecelik interbank faiz oranları %50'den, % 6200'e kadar yükselmiştir. Bu yükseliş daha sonra hızlı bir şekilde düşerek Şubat ayı sonunda %103'lere gerilemiştir. 16 Şubatta 10169 puan olan İMKB 100 endeksi, 19 Şubat'ta 8683 puana kadar düşmüştür (Güloğlu ve Altunoğlu,2002:25).

Şubat 2001 krizi, 1999 yılı Aralık ayında uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programının sonunun geldiğini göstermektedir. Hükümet 5 Nisan kararlarında olduğu gibi Şubat 2001 Krizinin etkilerini gidermek amacıyla Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adıyla yeni bir program hazırlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu programın temel hedefi kur sisteminin değiştirilmesi nedeni ile oluşan güven bunalımını ve istikrarsızlığı hızlı bir şekilde gidermek ve bu olumsuz durumun tekrar yeniden yaşanmaması, kamu yönetimi ve ekonominin yeniden inşası için alt yapının oluşturulmasını sağlamaktır. Bu program hedefleri arasında ise gereksiz yapılan müdahalelerin bir daha yapılmayacak şekilde engellenmesi, yolsuzlukla mücadelenin artırılması ve piyasalarda güven unsurunun yeniden tesis edilmesi gelmektedir. Ayrıca ekonomide yeniden yapılanmanın sağlanması ve belirlenen hedeflere ulaşılabilmesi için kesin bir siyasi taahhüt ve destek alınması programın içeriği arasında yer almaktadır.

Uygulanan bu yeni programın 2000 yılında uygulamaya konulan programdan farkı, çıpalı kur sisteminin terkedilerek yerine dalgalı kur sisteminin uygulanmasıdır. 2000 yılında uygulamaya konulan programın hedefleri arasında yer alan, kamu kesimi reformu, sosyal güvenlik reformları, özelleştirme, tarım kesimi reformları aynen bu yeni programda da korunmakta ve programın hedefleri arasında yer almaktadır (Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu, 2001:8). Yeni programda öncelikli olarak bankacılık sektöründe reformlar yapılması hedeflenmiştir. Bu programla Türkiye ekonomisinin yapısal problemlerinin olduğu kabul edilmiş ve bu problemler aşılmadan istikrarlı bir büyümenin sağlanamayacağı ve enflasyonla baş edilemeyeceği kabul edilmiştir.

Kriz sonrası döneme ilişkin bazı makroekonomik göstergelere bakıldığında Tablo 1.12’de görüldüğü üzere 2002 yılında %7 dolayında bir büyüme sağlandığı, enflasyon oranında bir düşüş yaşanarak enflasyonun % 69’lardan %30’lara kadar düştüğü görülmektedir. Gecelik interbank faiz oranı %59’lardan %44’lere kadar gerilediği görülmektedir. Bütün krizlerde olduğu gibi 2001 krizi sonrasında da işsizlik oranında artış gözlenmiş ve işsizlik %8,4’ten %10,3 yükselmiştir.

2. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI, SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. SERMAYE YAPISI

Bir işletmenin bilançosunun pasif tarafında yer alan ve işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılan, uzun vadeli borç ve öz sermaye bileşimi, sermaye yapısı olarak ifade edilmektedir(Shapiro,1998:407). İşletmeler en uygun sermaye yapısına ulaşmak ve işletmenin performansını artırmak için sermaye yapısına etki eden faktörleri ayrıntıları ile incelemektedirler. Yapmış oldukları hedef sermaye yapısı çalışmaları ile en uygun sermaye bileşimi kararlarını vermek istemektedirler. İşletmelerin en uygun sermaye yapısının belirlenmesindeki kararlarına etki eden birçok faktör bulunmaktadır. Her firmanın kendine mahsus özellikleri, ekonominin genel durumu, firmanın içinde bulunduğu endüstri kolunun durumu, yöneticilerin risk alabilme kabiliyetleri gibi faktörler finansmana ilişkin kararlarda değişikliklere neden olabilmektedir (Akgüç,1998; 501).

İşletmeler için sermaye yapısı kararları çok önemli ve kolay verilecek kararlar değildir. Firmalar optimal sermaye yapısına ilişkin kararları alırken işletme için en uygun olan borç öz sermaye bileşimini bulma çabasındadırlar. Borç ve öz sermayenin nasıl, nereden ve ne zaman tedarik edilebileceği belirlenmeye çalışılır. Sermaye bileşimine ilişkin yapılan tercihler, borçlanmanın maliyetini, firmaların risklerini ve firma değerini etkileyeceğinden dolayı sermaye yapısı kararları işletmeler için çok önemli ve zor kararlardır.

2.1.1.Sermaye Yapısı Unsurları

Sermaye yapısı unsurları, öz sermaye ve borçlar olarak ifade edilmektedir. Burada ifade edilen borçlar uzun vadeli borçlardır. Ancak sermaye yapısının

işletmenin karlılığı üzerine etkileri analiz edilirken sadece uzun vadeli değil kısa vadeli borçlarında incelenmesi gerekmektedir.

Öz sermaye, işletmenin kuruluş aşmasında ve faaliyet dönemi içerisinde işletme sahip ve ortakları tarafından sağlanan kaynaklar şeklinde tanımlanabilir (Akgüç,1998:753). Ayrıca öz sermaye, işletme sahip ve/veya ortaklarının işletmeye getirdikleri veya getirmeyi taahhüt ettikleri ana kapital ile yedekler ve dağıtılmamış karların toplamı olarak ifade edilebilir. İşletmelerin öz sermayesi işletmeye borç verecekler ve işletme ile ticari faaliyetlerde bulunacaklar için bir değer ölçüsüdür (Alpugan, Demir. Oktav. Üner,1997, 18-22). Öz sermaye toplamı olarak; ödenmiş sermaye, yedekler toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları, bunlara benzer diğer fonlar ve karşılıklar ifade edilmektedir (Başkaya ve Değer, 2003 ; 260).

Sermaye yapısının unsurlarından uzun vadeli borçlar, işletmeleri bir yıldan daha uzun sürede ödeyeceği borçlarını kısa vadeli borçlar ise işletmelerin bir yıldan daha kısa sürede ödeyecekleri borçları ifade etmektedir. Uzun vadeli borçlara tahviller ve uzun vadeli banka ve finansman kredileri; kısa vadeli kredilere de kısa vadeli banka kredileri, finansman bonosu, kısa vadeli satıcı kredileri, factoring örnek olarak verilebilir.

İşletmelerin faaliyetlerinin finansmanında öz sermaye yoluyla mı yoksa borçlanma yoluyla mı finansman sağlamaya karar vermesi, bunlar arasında seçimler yapması işletmelerin kuruluş aşamasından başlayıp her aşamasında ortaya çıkan sorunlardan biri olarak kabul edilir. Bu konuda verilen kararlar işletmenin karını uzun yıllar etkileyeceğinden dolayı, işletmelerin bu sorunun üzerinde önemle durmaları gerekir (Hatipoğlu, 1993; 112).

2.1.2.Öz Sermayenin Özellikleri

Öz sermayenin özellikleri; ödeme zorunluluğu olmaması, bir vadesinin bulunmaması, yönetimde söz hakkı tanınması gibi

2.1.2.1. Öz Sermaye 'de Ödeme Zorunluluğunun Olmaması

İşletmeler, borç aldıkları kesimlere zorunlu olarak yaptıkları ödemeler gibi, ortaklarına ödeme yapması gibi bir zorunluluğu bulunmamaktadır. Ortaklara yapılacak ödemeler, işletmenin kar elde edip etmemesine ve şirket yönetiminin alacağı kararlara bağlıdır. İşletmenin finansman ihtiyacı olduğu dönemlerde hisse senedi sahiplerine kar payı belirli oranlarda veya kanunu zorunluluklar hariç hiç dağıtım yapılmayabilir.

2.1.2.2. Öz Sermayede Kesin bir Vade Bulunmaması

Öz sermaye, işletme sahip ve/veya ortaklarının işletmeye belirli bir süre ile sınırlı olmayarak sağladıkları fonlardır. Pay sahipleri sermaye olarak şirkete verdiklerini geri talep edemezler ancak tasfiye paylarına ilişkin hakları saklıdır (TTK MD.480). Hisse senetleri sahiplerine yönetim kurulu kararı ile kar payı dağıtılabilir ancak bu ödemeler borçlarda olduğu gibi kesin bir vade de ve zorunlu ödemeler şeklinde değildir.

2.1.2.3. Yönetimde Karar Verici Özelliğinin Bulunması

İşletme ile ilgili konularda karar verme yetkisi işletmenin sahip ve/veya ortaklarına aittir. İşletme sahip ve/veya ortakları işletmenin yönetim ve diğer kurullarında bulunarak işletme ile ilgili her türlü kararı alma yetkisine sahiptirler. İşletmeden alacaklı olanlar yönetim işlerinde kararlar alamazlar. İşletmenin borçlanması ve borçlarındaki artışlar işletme sahip ve/veya ortaklarının karar verme yetkisini engellemez. Eski ortakların yönetimdeki etkinliği ancak yeni ortak alımı ile gerçekleşmektedir.

2.1.2.4. Öz Sermaye Maliyeti

İşletmenin finansmanında yabancı kaynak kullanımı işletmenini gelirlerinde artış sağlayabilir. İşletmenin gelirlerinde yaşanan artışlar işletme ortaklarında daha fazla getiri ve pay alma beklentisi oluşturmaktadır. Bu durum öz sermayenin maliyetini olumsuz olarak etkilemektedir. Çünkü işletme varlıklarından öncelikli alma hakkı alacaklılara ait olduğu için borçlanma maliyetini olumlu etkilerken, öz sermayenin maliyeti bundan olumsuz etkilenecektir. Ayrıca işletme faaliyetlerinde yaşanan istikrarsızlıklar öz sermaye ile finansmanı güçleştirecektir. İşletmelerin sıkıntılı dönemlerinde hisse senetleri satışlarının istenen düzeyde olamayacağı aşikârdır (Kabakçı,2007:4).

2.1.3. Hisse Senetleri

Hisse senetleri, anonim şirketlerde ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde ortaklığı temsil eden ve şirket sermayesinde ortağın payını gösteren bir menkul kıymettir(Çonkar ve diğerleri,2010:54). Anonim şirketler, öz sermaye ihtiyaçlarını hisse senedi ihraç ederek karşılama yoluna giderler. Bir işletmeye ortak olmak için o işletmenin hisse senedini satın almak gerekir. Hisse senedi sahipleri işletmenin yönetimine girme ve kar payı alma gibi haklarının yanında şirket tasfiye bakiyesinden yararlanmada şirket alacaklılarına karşı öncelikli alma hakkına sahip değildirler (Başkaya ve Değer, 2003; 260).

Bir Hisse senedinde ortaklığın ticaret unvanını, esas sermayesini, ortaklığın tescil tarihini, hisse senetlerinin nominal değerini, senedin türünü ve ortaklığı temsile yetkili en az iki kişinin imzasının bulunması gerekmektedir. Eğer, hisse senedi nama yazılı olarak düzenlenmiş ise, ayrıca, hisse sahibinin adı, soyadı ve ikametgâhı, bu senetle temsil edilen payın veya payların karşılığının ne kadarının ödenmiş olduğu, ortağın sermaye yükümlülüğü dışında, konusu para olmayan yükümlülüğü varsa, neler olduğunu gösteren bilgilerin de üzerinde yazılı olmalıdır.

İşletmeler, ihraç ettikleri hisse senetlerinin tamamını halka arz etmeyebilirler. Halka arz edilmeyen hisse senetleri şirket kasasında tutulduğundan, kasa hisse

senetleri olarak bilinmektedir. Yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetleri, çıkarılmış veya dolaşımdaki hisse senetleri olarak tanımlanabilir. İşletmeler, daha fazla fon temin etmek için, daha fazla hisse senedi ihraç edebilirler. Ancak, anonim şirketlerin ortaklardan izin almadan sermayelerini belirli bir tutara kadar artırabilirler. Anonim şirketlerin artıracabilecekleri bu sermaye tutarına kayıtlı sermaye denir (Ceylan ve Korkmaz,2004:142)

İşletme, sahip ve/veya ortakları işletmenin yeni hisse senedini satın alarak ve karın tamamını dağıtmayıp sermaye ye ilave ederek işletme sermayesine katkı sağlamış olurlar.

Bir hisse senedi yatırımcısına iki farklı şekilde kazanç sağlar. Bunlardan birincisi dağıtılacak temettüler ikincisi ise borsadaki fiyat değışikliklerinden kaynaklanan sermaye kazancıdır. Ancak hisse senetlerinin beklenen bu getirilerinin bir kesinliği bulunmamaktadır. Bu nedenle hisse senetleri riskli bir menkul kıymettir. Tasfiye bakiyesinden borçlar ödendikten sonra kalan tutar hisse sahiplerine ödenir. Hisse senedi sahipleri üstlendikleri riske paralel olarak tahvil faiz oranlarından daha yüksek bir oranda getiri beklentisi içindedirler. İşletmenin karlılığının artması durumunda hisse sahiplerinin getirileri de artar. Ayrıca hisse senedi sahiplerinin kendilerine mahsus birçok hakları bulunmaktadır. Bu haklar şöyle ifade edilebilir: (Okka, 2005; 406).

- 1.Oy kullanma hakkı,
- 2.Şirket yönetimine katılma hakkı,
- 3.Kar payı hakkı
- 4.Rüçhan hakkı,
- 5.Tasfiye bakiyesinden faydalanma hakkı ve
- 6.Bilgi edinme hakkıdır.

Hisse senedi sahipleri en az bir oy hakkına sahiptir. Birden fazla hisseye sahip olanlara tanınacak oy hakkı esas sözleşmeyle sınırlandırılabilir (TTK 2012, m434). Şirketin yönetim ve iç denetim kurullarının seçilmesinde ve her türlü şirket faaliyetleri ile ilgili olarak oy kullanma hakkına sahiptirler. Yönetim kurulu, genel olarak, şirket yöneticilerinden, şirket ortaklarından ve/veya şirkette istihdam edilmeyip dışarıdan atanan kurul üyelerinden meydana gelmektedir. Yönetim kurulu üyeleri pay sahiplerini temsil etmektedir. Yönetim kurulu işlerin gidişatını takip etmek, kendisine sunulacak konularda raporlar düzenlemek, alınan kararları uygulamak veya iç denetim amacıyla yönetim kurulu üyelerinin de içinde yer alabileceği komiteler ve komisyonlar kurar (TTK 2012, m366). Hisse senedi sahipleri oy haklarını kendileri kullanabilecekleri gibi vekâlet vererek başkalarına da oy kullandırabilirler (TTK 2012, m427). Ayrıca bazı şirketler kar payı ve oy kullanma konularında farklılıklar gösteren hisse senedi ihraç edebilmektedirler. Hisse senedi sahipleri haklarını bir başkasına satabilir.

Hisse senedi sahiplerinin bir başka hakkı da rüçhan hakkıdır. Rüçhan hakkı yeni çıkarılacak hisse senetlerinden öncelikli satın alma hakkı olarak tanımlanabilir (TTK 2012, m461).

Ortakların da işletmeye karşı yerine getirmek zorunda oldukları bazı yükümlülükleri vardır. Bu yükümlülüklerin başında hisse senedi sahiplerinin taahhüt ettikleri sermayeyi işletmeye ödemeleri gerekmektedir. Ayrıca sözleşme ile hisse senedi sahiplerine ek yükümlülükler verilebilir.

2.1.3.1. Hisse Senetleriyle İlişkin Değerleme Tanımları

Nominal değer, hisse senedinin nominal değeri, hisse senedinin üzerinde yazılı olan değeridir. TTK hisse senedi için olması gereken en düşük nominal değeri belirlemiştir.

İhraç fiyatı, hisse senedinin çıkarılışı sırasında satışa sunulduğu fiyat ihraç fiyatıdır.

Defter değeri, geçmişe dönük bir değerdir. Bir işletmenin öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunur. Defter değeri işletmenin geçmişte ortaklardan sağladığı sermaye tutarını gösterir. Defter değeri, yatırımcıların hisse senetlerine bugün yatırdıkları değeri ifade etmez (Ceylan ve Korkmaz,2004:142).

İşletmenin öz sermayesi, ödenmiş sermayesinden fazlaysa, defter değeri nominal değerden fazla, öz sermayenin ödenmiş sermayeden az olması durumunda ise defter değeri nominal değerden az olacaktır (Taner ve Akkaya,2004,196).

Piyasa değeri, ileriye dönük bir değerdir. Hisse senetlerinin değerini, gelecekte beklenen kar payları oluşturur.

Hisse senedi ihraç primleri, yeni çıkarılan hisse senetlerinin yatırımcılara satıldığı fiyatlar, genellikle nominal değerden daha yüksektir. Hisse senedi ihraç fiyatı nominal değerden yüksek ise aradaki farka hisse senedi ihraç primi denir.

Tasfiye değeri, şirketin bütün mal varlığının satılması ve alacakların tahsili sonucu sağlanan tutardan bütün borçlar ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değerdir. Tasfiye değeri, piyasa değerinin belirlenmesinde önemli bir faktördür. Çünkü hisse senetlerinin tasfiye değeri piyasa değerinin alt sınırını oluşturmaktadır.

İşleyen teşebbüs değeri, bir işletmenin, hali hazırda bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi sonucundaki değeridir. İşleyen teşebbüs değeri piyasa değerinin üst sınırı oluşturmaktadır.

Gerçek değer, hisse senedinin ait olduğu işletmenin, varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak ifade edilmektedir. Ayrıca gerçek değer, yatırımcıların gelecekteki beklentilerini dikkate alarak işletmenin hisse senetlerine biçtikleri değer olarak da ifade edilebilir.

Borsa değeri, borsada işlem gören hisse senetlerinin borsadaki arz ve talep doğrultusunda gerçekleşen değeridir.

2.1.4. Hisse Senetlerinin Çeşitleri

Hisse senetleri, el değiştirme durumlarına göre, bedellerinin ödenip ödenmeme durumuna göre, sahiplerine sağladıkları menfaatler açısından, sermaye artışlarına göre çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulmaktadır. Bu sınıflandırmalar aşağıdaki gibi yapılabilir:

2.1.4.1. Tedavül Bakımından Hisse Senetleri

Piyasadaki el değiştirme durumlarına göre hisse senetleri şu şekilde sınıflandırılmaktadır:

2.1.4.1.1. Nama Yazılı Hisse Senetleri

Nama yazılı hisse senetleri, şirket defterinde ismi yazılı kişiler adına düzenlenir. Ana sözleşmede aksi belirtilmediği müddetçe hisse senetleri nama yazılı olarak düzenlenir. Mülkiyetin devri ise hisse senedinin el değiştirmesi ve pay defterine kaydı ile olur.

2.1.4.1.2. Hamiline Yazılı Hisse Senetleri

Anonim ortaklığın hamiline yazılı hisse senetleri düzenleyebilmesi için, hisse senetleri bedellerinin tamamen ödenmiş olması zorunludur. Hisse senetlerinin mülkiyeti el değiştirmesi ile gerçekleşir. Bu tür hisse senetlerinin devri daha kolay olmaktadır (Parasız,2000:238).

2.1.4.2. Bedellerinin Tamamen Ödenmiş Olup Olmaması Açısından Hisse Senetleri

2.1.4.2.1. Bedeli Tamamen Ödenmiş Hisse Senetleri

Hisse Senedi bedelinin tamamen ödenmesi durumlarda, bedeli tamamen ödenmiş hisse senetleri anlaşılmaktadır.

2.1.4.2.2. Bedeli Tamamen Ödenmemiş Hisse Senetleri

TTK hükümlerine göre, hisse senedi bedellerinin en az 1/4'nün ödenmesi durumunda, bir hisse senedinin bedelinin ödenmemiş olmasından bahsedilmektedir.

2.1.4.3. *Sahiplerine Sağladıkları Çıkar Açısından Hisse Senetleri*

2.1.4.3.1. Adi Hisse Senetleri

Ortaklık ana sözleşmesinde yer alan hak ve çıkarlara sahip hisse senetleri adi hisse senedi olarak tanımlanmaktadır (Ataman ve Kibar,1999:32). Bir anonim ortaklıkta gerçek ortaklığı temsil eden hisse senetleri adi hisse senetleridir. Bu hisse senetleri sahiplerine genel kurulda eşit oy hakkı, kâr payı ve tasfiyede eşit pay alma hakkı sağlarlar. Adi hisse senetleri, ayrıca, sahiplerine, yöneticileri seçme, şirket aktiflerinin satışı ve diğer işletmelerle birleşmelerde söz sahibi olma hakkı vermektedir(Ceylan ve Korkmaz,2004:145-146).

İmtiyazlı hisse senetlerinin ve borçların getirisi sabittir. Adi hisse senetlerinin getirileri kesin ve sabit değildir, değişkendir. Şirket yüksek kar elde ettiğinde fazla kar payı dağıtabilir ancak şirket zarar ettiği zaman veya finansman sıkıntısı çektiği dönemlerde kar payı dağıtmayabilir. Şirketin pazar değeri yükselmışse hisse senetleri sahiplerinin sermaye kazancı artmış olur (Okka, 2005; 404).

Bir işletmenin yıllık kârından devletin, borçluların ve imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin alacakları çıktıktan sonra kalan tutar şirketin diğer yatırımcı ortaklarına aittir (Pınar,1970; 68). Şirketin yıllık kar paylarını dağıtıp dağıtmama kararı genel kurula aittir.

2.1.4.3.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri

İmtiyazlı hisse senetler adi hisse senedi ile tahvil arasında yer alan bir pay senedidir. Ortaklığı temsil etmesi ve kardan pay alması nedeni ile normal hisse senetlerine benzer, getirilerinin sabit olması nedeniyle de tahvillere benzer. Anonim şirketlerin esas sözleşmelerinde yer almak kaydı ile kardan pay alma tasfiye bakiyesinden yararlanma gibi konularda bazı hisse senetlerine ayrıcalık

tanınabilmektedir. İmtiyazlı hisse senedi sahiplerinin getirisi faiz değil kar payıdır (Okka, 2005; 402).

Finansman ihtiyacını hisse senedi ihracı ile karşılamak isteyen işletmeler aynı zamanda yönetim üzerindeki etkinliklerini de kaybetmemek için oy hakkı olmayan imtiyazlı hisse senedi çıkarıp satabilirler (Ceylan, 2004; 155).

İşletmenin tasfiyesi halinde, tasfiye bakiyesinden borçlar düştükten sonra yararlanma önceliği imtiyazlı hisse senetleri sahiplerine aittir. İmtiyazlı hisse senetleri tahvillere göre daha fazla risk taşıdığından getirileri tahvillerin faiz oranlarından daha yüksektir.

İmtiyazlı hisse senetlerinin, kâr payı birikmeli-birikmesiz, oy hakkı olan-olmayan, adi hisse senediyle değiştirilebilir-değiştirilemez, geri ödeme tarihi olan-olmayan, kâra katılmalı-katılmasız olarak türleri bulunmaktadır.

2.1.4.3.2.1. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Hakları

İmtiyazlı hisse senetlerinin haklarını genel olan hakları ve genel olmayan hakları şeklinde sınıflandırılabilir.

Genel olan hakları şunlardır:

1. Kâr ve Varlıklardan Öncelik Hakkı

İmtiyazlı hisse senedi sahipleri, yıllık kardan ve işletmenin tasfiyesi halinde borçlar düştükten sonra kalan tasfiye bakiyesinden öncelikli olarak yararlanma hakkına sahiptir.

2.Nominal Değer

İmtiyazlı hisse senetleri ihraç edilirken belli bir nominal değerden ihraç edilir.

3.Kümülatif Temettüleri

İşletme kar dağıtım kararı aldığı zaman imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin geçmiş yıllardaki ödenmeyen kar paylarını öncelikli olarak ödemesi gerekir. Daha sonra kalan tutar adi hisse senedi sahiplerine dağıtılır. Ancak bu işlem için imtiyazlı hisse senetlerinin kümülatif kar payı özelliğinin bulunması gerekir.

4. Dönüştürülebilirlik

İmtiyazlı hisse senetlerinin büyük çoğunluğuna ihraç aşamasında belirlenen bir oran üzerinden adi hisse senedine dönüştürülebilme özelliği ve seçeneği tanınır.

Genel olmayan haklar şunlardır:

1.Oy Hakkı

İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine bazı durumlarda oy hakkı verilebilir. Örneğin işletme yöneticilerinin veya yönetim kurulu üyelerinin bir kaç tanesini seçme hakkı verilebilir. Bu hakkın verilebilmesi için işletmenin 6-8 yıl kar payı dağıtmamış olması gerekir.

2.Ortaklık

İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine işletmenin karına ortak olma hakkı da verilebilir. Bu durumda imtiyazlı hisse senedi sahiplerine önce taahhüt edilen temettü ödenir, kalan tutarda imtiyazlı hisse sahipleri ile adi hisse senedi sahipleri arasında eşit olacak şekilde dağıtılır.

3.Ödeme Fonu

İmtiyazlı hisse senedi sahipleri, gerek kar paylarının ödenmesi, gerekse anaparalarını alabilmek için, işletmeden ödeme fonu oluşturmasını isteyebilirler. İşletme, ödeme fonu oluşturduğunda her yıl belli bir sayıda imtiyazlı hisse senedini satın alır.

4.Vade

İmtiyazlı hisse senetlerinin belirli bir vadesi bulunmamaktadır. Ancak ödeme fonu oluşturulmuş senetler için vade belirlenmiş demektir.

5.Geri Çağırma Hakkı

İşletmelerin imtiyazlı hisse senetlerini tahvillerde olduğu gibi geri çağırma hakları bulunmaktadır. İşletme geri çağırma hakkını kullandığında imtiyazlı hisse senetlerine nominal değerlerinden daha yüksek bir ödeme yapmaktadır. Bu yapılan fazla ödememe geri çağırma primi olarak adlandırılır (Ceylan, 2004; 155).

İmtiyazlı hisse senetlerinin işletme açısından en önemli üstünlüğü tahvillerden farklı olarak sabit bir ödemesinin olmamasıdır. İşletmeler belli oranlarda temettü dağıtarak adi hisse senetlerinin karlılığını artırabilirler. İmtiyazlı hisse senetleri için ödeme fonu oluşturulmamışsa, vadelerinin olmamasından dolayı tahvillerden daha esnek olduğu söylenebilir. Ayrıca imtiyazlı hisse senetlerine denetim hakkı da verilmeyebilir.

Bu üstünlüklerine karşın imtiyazlı hisse senetlerinin en büyük sakıncası maliyetlerinin tahvillere nazaran daha yüksek oluşudur. Bu senetlere ödenen kar payları vergi matrahından düşülmemekte ama tahvillere ödenen faizlerin vergi matrahından indirilmesi bu hisse senetlerinin maliyetini artırmaktadır. Bu durum işletmelerin imtiyazlı hisse senetleri ihracını kısıtlamaktadır.

2.1.4.4. Sermaye Artışlarına Göre Hisse Senetleri

2.1.4.4.1. Bedelli Hisse Senetleri

Bedelli hisse senetleri, şirketin kurulması sırasında veya sermaye artırımını olduğunda işletme sahip ve/veya ortaklarının rüçhan haklarını kullanmaları sonucunda veya halka arz yolu ile satılan ve şirkete para girişi sağlayan hisse senetleridir (Ceylan, 2004; 146).

2.1.4.4.2. Bedelsiz Hisse Senetleri

Bedelsiz hisse senetleri şirkete para girişı sağlamayan hisse senetleridir. Dağıtılmayan karlar, yeniden değerleme değeri artış fonu, sabit varlıkların satışından elde edilen kazançlar veya iştiraklerdeki değeri artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılan hisse senetleridir. Ortaklardan herhangi bir ücret talep etmeden payları oranında dağıtılır (Ceylan, 2004; 147).

2.1.4.5. Hisse Senedinin Değerini Artıran ve Azaltan Faktörler

Hisse senetlerinin değeri hangi faktörlerin artırdığı ve hangi faktörlerin azalttığı bütün işletmelerin üzerinde durduğu en önemli konulardan biridir. Hisse senedinin değeri artırmak ancak işletmenin değeri artırmakla mümkündür. İşletmenin değeri arttığında hisse senetlerinin değeri de artar. İnsanlar ekonomik beklentileri ile ilgili tahminler yaparken sahip oldukları bilgileri en iyi şekilde kullanmak isterler (Paya,1994; 259). Ancak ne kadar uygun tahminler yapılsa da her zaman başarılı olmaya bilir (Mishkin, 1995; 714).

İşletmelerin satışlarındaki gözlemlenen artışlar, ürettiği malların kaliteli ve aranan mallar olması, kullandığı üretim teknolojisinin yeni olması, dağıttığı kar paylarında artışlar olması, optimal sermaye yapısına sahip olması, öz kaynak ağırlıklı bir sermaye yapısının olması, hisse senetlerinin likiditesinin yüksek olması, hisse senetlerinin değeri artıran faktörler olarak sayılabilir.

İşletmelerin optimal sermaye yapılarına ulaşamaması, yönetimdeki başarısızlıklar, işletmenin satışlarındaki beklenmeyen düşüşler, hammadde fiyatlarındaki artışlar, işletmenin karının gittikçe azalan bir seyir izlemesi, kar dağıtımını yapılamaması, sermaye yetersizlikleri gibi faktörler işletmeleri finansal riskle karşı karşıya bırakmakta ve bozulan finansal yapı sonrasında işletmenin hisse senetlerinde değeri kaybı yaşanmaktadır.

2.2. BORÇLANMA YOLUYLA FİNANSMAN

Sermaye yapısını oluşturan bir diğer unsur borçlanmadır. Borçlar kısa vadeli ve uzun vadeli yabancı kaynaklar şeklinde bilançonun pasif tarafında yer alır. Borçlanma işletmenin belirli şartlarda kullandığı finansman sağlama yöntemlerinden birisidir. Özellikle öz sermayenin yetersiz kaldığı durumlarda borçlanma yolu ile finansman yöntemine gidilebilir. İşletmeler finansman ihtiyaçlarını karşılarken öz sermaye veya borçla finansman yöntemlerini seçerken bu iki unsurun özelliklerini ve işletmeye sağlayacakları fayda- maliyet ilişkisini incelemek durumundadırlar. Bu bağlamda borcun özellikleri şöyle sıralanabilir: (Kabakçı,2007:16).

1. Borçlarda Ödemeler Zorunludur

Borç ilişkisi borç veren ve borç alan arasındaki bir sözleşme ile gerçekleşir. Bu sözleşmede borç alınacak ve/veya verilecek anapara tutarı, vadesi, faiz oranı, anapara ve faiz ödemelerinin tarihi belirlenir. Belirlenen tutarların vadesi geldiğinde ödenmesi zorunludur. İşletmeler bunun için itfa fonu oluştururlar. Sözleşmelerde belirlenen vadelerde ödemeler yapılmadığı zaman borç alan açısından bu durum işletmenin iflasının istenmesine kadar gidebilecek hukuki sonuçlar doğurur.

2. Borç Belirli Bir Vadeyi Kapsar

Borcun anapara ve faizinin hangi tarih ve zamanlarda ödeneceği belirlidir. Ve borçlar her şart ve durumda öncelikle ödenmesi gereken bir yükümlülüktür. Borcun tutarı, ödeme zamanı, ödeme sıklığı, faiz ve bunların yüksekliği işletmenin faaliyetlerini her zaman etkiler.

3. Yönetimde Söz Sahibi Olma

Borç verenlerin borç alan işletmelerin yönetiminde söz sahibi olmaları ve yönetim kararlarının verilmesinde etkili olmaları söz konusu değildir. Borç verenler işletmenin ortağı olmadığından sadece işletmeden alacaklı konumunda olduklarından dolayı işletmenin yönetiminde bir etkinlikleri yoktur.

4. Borcun Kaldıraç Etkisi

İşletmeye borç verenlerin bu işletmenin varlıkları ve gelirleri üzerinde öncelik hakları bulunmaktadır. Ancak borç verenlerin işletme üzerindeki bu hakları sınırlı ve sabittir. İşletme borçlanma yolu ile finansmanı tercih etmişse bu durum işletmenin sermaye yapısında kaldıraç etkisinin ağırlıkta olduğunu gösterir.

5. Borcun Maliyeti Belirli ve Düşüktür

Borç verenlerin, işletmenin varlık ve gelirleri üzerinde öncelik hakkının bulunması bir güven unsuru doğurmaktadır. Bu nedenle borçlanmanın maliyeti öz sermayeye göre daha düşük olabilmektedir. Ayrıca borçlar için ödenecek faizin gider gösterilerek vergi matrahından indirilmesi işletme için bir avantaj sağlamaktadır. Hisse sahiplerine ödenen kar payları vergi matrahından indirilmediğinden işletme için bir dezavantaj oluşturmaktadır.

2.2.1. Uzun Vadeli Finansman Kaynakları

İşletmenin bir yıldan daha uzun sürede ödeyeceği borçlarına uzun vadeli borçlar denmektedir. Bu borçlar işletmenin bilançosunun pasif tarafında yer alır. İşletmeler genel olarak duran varlıkların finansmanında uzun vadeli borçlanma yolunu tercih ederler. Duran varlıkların kısa vadeli borçlarla finansmanı işletmeyi ileride likidite sıkıntısına düşürebilir. Duran varlıklara yapılan yatırımların geri dönüşümleri birkaç yılından uzun sürede olmaktadır. Ancak kısa vadeli borçlarında geri ödenme süresinin bir yıldan kısa olması işletmede ödeme problemlerinin yaşanmasına neden olabilir. Bu nedenle işletmeler genel olarak duran varlıklarını uzun vadeli borçlarla finanse etmeyi tercih ederler. Uzun vadeli borçların geri ödenmesi belirli bir program dahilinde ve uzun bir vadeyi kapsamaması, işletmelerin bu ödemeler için itfa fonu oluşturması işletmeler için bir avantaj olurken bu durumun işletmelerin esnekliğini zayıflatması da bir dezavantaj olarak değerlendirilebilir (Pamukçu, 1999; 244).

Uzun vadeli borçlar kapsamına, bankalardan sağlanan uzun vadeli krediler, tahvil ihracı, özel finans kurumlarından sağlanan krediler ve diğer uzun vadeli borçlar girmektedir.

Bankalardan alınan uzun vadeli kredilerin en önemli özelliği anapara ve faiz geri ödemelerinin bir yıldan daha uzun bir süreyi kapsamasıdır. Kredinin süresinin bir yıldan uzun olması bu borçlanmanın işletmeye maliyetini de yükseltmektedir. Uzun vadeli kredilerin maliyeti, vadesinin uzun olması nedeni ile kısa vadeli kredilerin maliyetinden yüksektir. İşletmelerin bankadan uzun vadeli kredi alabilmesi için bir kefil veya herhangi bir teminat sunması gerekir. Her hangi bir kefil veya teminat veremeyen firmalar kredi alamazlar (Okka,2005; 400). İşletmeler almış oldukları uzun vadeli kredileri, yeni duran varlıkların alımında, eski duran varlıkların bakım ve onarım işlemlerinde, yeni yatırımların yapılmasında, işletme sermayesinin artırılmasında ve bir borcun ödenmesinde kullanmaktadırlar (Doğan, 1998; 470).

İşletmeler için en önemli konuların başında optimal sermaye yapısına ulaşmak gelmektedir. İşletmeler optimal sermaye yapısını bulmak için devamlı çalışmaktadırlar. Sermaye yapısı, öz sermaye ve uzun vadeli kredilerden meydana geldiği için işletmeler sermaye yapılarının ne kadarını borçla ne kadarını öz sermaye ile oluşturacaklarına karar vermektedirler. Bu durumun avantaj ve dezavantajlarını incelerler. Sermaye yapısındaki borç ve öz sermaye oranları sektörlere göre farklılıklar gösterebilir. Örneğin büyük yatırımlar gerektiren enerji sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapıları içinde borçların oranı yüksek olurken, gıda, tekstil ve otomotiv sektöründe borçlanma oranı düşük olabilmektedir. Genel olarak bu oranın işletmelerde %40 borç, %60 öz sermaye olduğu görülmektedir (Okka, 2005; 400).

Uzun vadeli borçları kısa vadeli borçlardan ayıran farklılıklar şöyle sıralandırılabilir:

2.2.1.1. Kredi Sözleşmesi

Kredi alacak işletme kredi verecek banka ile bir sözleşme düzenler. Kredi verecek banka bu sözleşmede kredinin geri dönüşümü ile ilgili bazı güvence ve teminatlar ister. Bu sözleşmede kredinin geri dönüşümünü sağlayacak işletmenin maddi gücünün yanında kredinin geri ödenmesini tehlikeye atacak risk ve belirsizliklere karşı koruyucu bazı özel tedbirlerde yer alır. Bir kredi sözleşmesinde alınacak tedbirleri şöyle ifade edilebilir (Manas, 1988; 102).

1. Varlıkların Denetimi

Banka, işletmenin varlıklarının kontrolünü yaparken sermayesinin belirli bir sınırdan kalmasını ve bu sınırın altına düşmemesini isteyebilir. Çünkü işletmenin sermayesi işletme için önemli bir fon kaynağıdır. İşletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gereklidir.

2. Borçların Denetimi

Banka borç vereceği işletmenin diğer borçlarının sınırlandırılmasını fazla borçlanmaya gidilmemesini şart koşabilir.

3. Nakit Akışlarının Denetimi

Banka işletmenin nakit giriş ve çıkışları ile ilgili sınırlamalar koyabilir. Alınan kredinin nerelerde kullanılabileceğine dair hükümler sözleşmede bulunabilir.

4. İşletme Yönetiminin Denetimi

Banka işletmenin yönetim konularında da sözleşmede hüküm bulundurabilir.

Kredi veren ve kredi alan arasında özellikle uzun vadeli kredi işlemlerinde sözleşmenin bulunması ve bu sözleşmede borcun türü, şartları, vadesi, faiz oranları, ödeme zamanları, ödemenin şekli, vadesinden önce ödeme şartları, teminatlar, garantiler gibi konuların bulunması gerekmektedir (Okka, 2005; 400-401).

2.2.1.2. Geri Ödeme Süresi (İtfa Yöntemi)

Uzun vadeli kredilerin geri ödenmesi için bir plan hazırlanır. Bu plan hazırlanırken kredi alanın ve kredi verenin özellikleri dikkate alınması gerekir (Doğan, 1998; 470).

2.2.1.3. Kredi Teminatı

Uzun vadeli borç veren kurumlar, borç alandan verdikleri kredinin geri dönüşümü için teminat ve güvence isterler. Uzun vadeli banka kredilerinde, kredinin belirli bir projeye dayanması, kredinin hangi alanlarda kullanılacağını sözleşmede belirtilmesi gerekir. Ayrıca kredinin geri ödeme koşullarının , verilecek güvence ve teminatların, diğer borçlanmaların kredi veren kurumun kontrolü altında yapılacağını önceden belirli olması gerekir (Pamukçu,1999; 245).

Uzun vadeli borç alacak işletmelere getirilen diğer şartlarda şöyle ifade edilebilir (Okka, 2005; 401).

1. İşletmenin minimum sermaye tutarı
2. Minimum Cari oran tutarı
3. Faiz ödeme gücü
4. Dağıtılacak maksimum kar payı oranı ve tutarı
5. Yeniden borçlanma şartları
6. Diğer şartlar

2.2.1.4. Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Kullanımının Üstünlükleri

Uzun vadeli yabancı kaynak kullanımının işletmeye sağladıkları bir takım üstünlükler vardır. Bu üstünlükler şöyle sınıflandırılabilir:

1. İşletmelerin ödemiş oldukları kredi faizleri işletmenin vergi matrahından düşülmektedir. Bu durum borçlanmanın işletmeye maliyetini azaltmaktadır.

2. İşletmeye borç verenlerin işletmenin yönetim ve mülkiyeti konularında hak sahipliği yoktur. Bunlar kâra ortak olamazlar. İşletmenin yönetim ve diğer kurullarına giremezler. Oy kullanamazlar. Bu durum işletmenin yönetimini elinde bulundurma açısından işletme sahip ve/veya ortaklarına avantaj sağlamaktadır.

3. Borçlanma yolu ile finansmanın işletmeye maliyeti öz sermaye ile finansmanın maliyetinden daha düşüktür.

4. Borçlanma yolu ile finansman belirli şartlar altında finansal kaldıracın etkisi ile işletmenin öz sermaye kârlılık oranını artırır (Akgüç, 1998; 646).

5. Borçlanma ile finansman yöntemi, işletmenin yönetiminde, sahipliğinde her hangi bir değişikliğe neden olmaz (Türko,1999; 572).

6. Borçlanma işletmenin faaliyetlerinde performansını yükseltmek için bir itici güç görevini üstlenebilir. İşletmeleri, borcun anapara ve faizinin vadesinde ödenebilmesi için daha etkin çalışmaya sevk edebilir (Okka, 2005;402).

7. Eğer borçlanma sabit faiz ile gerçekleştirilmiş ise faiz oranlarındaki yükselme işletme için bir avantaj oluşturur.

2.2.1.5. Uzun Vadeli Yabancı Kaynak Kullanımının Sakıncaları

İşletmeler açısından uzun vadeli borçlanmanın sakıncaları şöyle sıralanabilir:

1. İşletmeler optimal sermaye yapısını oluşturmaya çalışırlar. İşletmeler için en uygun Borç/Öz Sermaye oranına ulaşıldığında borçlanma işletmeler için bir avantaj sağlamaktadır. Ancak borçlanmanın fazla olması durumunda işletmenin risk durumunda artış olduğu kabul edilmektedir.

2. Borcun vadesi ne kadar uzun olursa olsun sonunda bu borç ödenecektir. Bu borçların geri ödenmesi için işletmenin fon oluşturması gerekir. Bu durum işletmenin bazı önlemler almasını gerekli kılmaktadır (Akgüç,1998; 646).

3. İşletmelerin borçlanabileceği bir üst sınır bulunmaktadır. İşletmelerin ancak bu sınıra kadar borçlanmaları önerilmektedir. Bu sınırı aştıkları zaman işletmenin varlığının devamlılığı tehlikeye düşmektedir. Ayrıca işletmelerin uzun vadeli ve sabit faizli borç bulmaları her zaman mümkün olmamaktadır. Ancak kredi değerliliği yüksek olan işletmeler bu şartlarda borç bulabilirler. Borç verenler işletmenin Borç/Öz Sermaye oranını incelemekte hatta öz sermaye artışını ön koşul olarak getirmekte ve bu oranın uygun olması durumunda borç verebilmektedir (Akgüç, 1998;647).

2.2.2. Tahviller

İşletmeler finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, yeni hisse senedi ihraç ederek ortak sayısını artırmak yerine borçlanma yolu ile fon sağlama yöntemini tercih edebilirler. Tahvil ihracı işletmenin borçla fon bulma yöntemlerinden birisidir (Parasız,2000:241). Tahvil uzun vadeli bir borçlanma senedir. Tahvillerin vadesi bir yıldan uzundur. İşletmeler çok uzun vadeli hatta vadesi yüz yıl olan tahvil ihraç edebilmektedirler. Bu tür tahvilleri ancak tanınmış işletmeler ve ürünlerinde fazla değişikliğe gitmeyen, ülke ve döviz riski az olan işletmeler çıkarabilmektedir. Satış süresinin son günü valör olarak kabul edilmektedir.

Anonim şirketler ve/veya kamu iktisadi kuruluşları tahville borçlanma yoluna gidebilirler (Türko,1999:572). İşletmeler borçlandıklarında borç verenlere anapara ve faiz ödemelerini yapmayı taahhüt etmektedirler. Şirketlerin yöneticilerinin faiz ve anapara ödenmesinde sorumlulukları sınırlıdır. Başka bir ifade ile işletme borçlarının geri ödenmesinde sıkıntı yaşanırsa, şirket varlıklarını borç verenlere devredebilirler. Bu durum ancak borçların tutarının varlıkların tutarını aşması durumunda gerçekleşmektedir. Tahvil ihracında yapılan faiz ödemelerinin vergi matrahından düşülmesi, işletmenin ortalama fon maliyetini düşürmektedir. Özellikle enflasyonun

yaşandığı dönemlerde finansman ihtiyacını tahvil çıkararak sağlayan işletmeler, paranın satın alma gücünün azalmasıyla bir avantaj sağlayabilmektedirler. İşletmeler ihraç ettikleri tahvillerin anapara ve/veya faizini ödeyemedikleri zaman işletmenin tasfiyesi durumu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Tahvil sahipleri alacaklarını tahsil edemedikleri zaman işletmenin tasfiyesini isteme haklarına sahiptirler. İşletmenin tasfiyesi halinde de tasfiye bakiyesinden öncelikli olarak pay alma hakkına sahiptirler (Ceylan,2004:163) .

Tahvil ihraç eden işletmeler başlangıçta her hangi bir ödemede bulunmayabilirler. Ancak genel olarak tahvillerde düzenli bir ödeme yapılması gerekir. Bu ödemeler itfa fonu aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. İşletmeler tahvillerin anapara ve faiz ödemelerini yapmak amacı ile itfa fonu kurarlar. Her yıl bu fona ödemelerin gerçekleştirilebilmesi için nakit aktarımı yapılmaktadır. Bu durum tahvillerin geri satın alınmasında, ödemelerde sıkıntıya düşülmeyeceği kanaatini pekiştirir. İtfa fonu bir geri çağırma koşulunu taşımaktadır. İşletmeler gerek duyduklarında piyasadaki tahvillerini vadelerinden önce geri çağırabilirler. Bu durumda nominal değer ve piyasa değerinden hangisinin fiyatı daha düşükse ödemeler düşük fiyattan gerçekleştirilir. Bu durum yatırımcıların kazançlarında azalma meydana getirir. Faiz oranları düşer ve tahvil fiyatları yükselirse işletmeler itfa fonu aracılığıyla piyasadaki tahvillerini nominal değerlerinden geri çekmektedirler.

Tahvil ihraçları halka açık ve özel ihraç şeklinde gerçekleştirilmektedir. Halka açık tahvil ihracında herkes tahvil satın alabilmektedir. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman ihtiyaçlarını tahvil ihracı ile karşılamaları çok zor bir durumdur. Çünkü tahvil ihracında "Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" şartlarının yerine getirilmesi gerekir. Küçük ve Orta ölçekli işletmelerin bu şartları yerine getirmesi zor bir durumdur. Tahviller ihraç edildikten sonra menkul kıymetler piyasasında kolaylıkla alınıp satılabilmektedir. Özel ihraç şeklindeki tahvil satışları direkt olarak belirli bir banka, sigorta şirketi veya bir yatırım kurumuna yapılabilmektedir.

Tahvillerde bulunması gereken bilgiler şöyledir: (Kishalı,2012:116)

Şirket unvanı, konusu, merkezi, süresi, esas sermaye tutarı, ana sözleşme tarihi; ana sözleşmede değişiklikler yapılmışsa, bunların tarihleri ile tescil ve ilan edildikleri tarihler, şirketin onaylanmış bilânçoya göre durumu, şirketin daha önce çıkardığı veya çıkarılacak tahvillerin nominal değerleri, itfa şekli, faiz oranı, vadesi, nama veya hamiline yazılı olduğu, tahvil çıkarılmasına dair genel kurul kararının tescil ve ilan tarihi, şirketi temsile yetkili en az iki imza, şirketin ihraç ettiği tahvillerden dolayı, menkul ve gayrimenkullerinin rehnedilmiş veya teminat gösterilmiş olup olmadığı.

İşletme tahvil ihraç ederken tahvilde bulunması gereken bilgileri kapsayacak şekilde bir izahname hazırlamaktadır. Bu izahname Ticaret Mahkemesine tasdik ettirildikten sonra, ticaret siciline tescil ettirilir ve tahvil metnine yazılır.

TTK, T.C. Merkez Bankası Kanunu ve SPK'da tahvil ihracı ile ilgili çeşitli hükümler bulunmaktadır. Anonim şirketlerin TTK'na göre tahvil ihraç edebilmesi için, daha önce çıkarılmış tahvillerin bedellerinin tamamen ödenmiş olması gerekmektedir. SPK'na göre de tahvil ihracı için daha önceki borçlanma senetleri tamamen satılması veya iptal edilmesi gerekir. TTK'na göre tahvil ve benzeri borçlanma araçlarının ihraç sınırı, ödenmiş sermayeye, yeniden değer artış fonunun eklenmesiyle bulunan tutardan, zararların düşülmesiyle bulunur. Sermaye Piyasası Kanunu, halka açık şirketlerin tahvil ve benzeri araçlarla borçlanma sınırını yükseltmiş bulunmaktadır. Buna göre, Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilen, bağımsız denetimden geçmiş, son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile yedek akçeler ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından genel kurul tarafından onaylanan, son mali tabloda varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutar kadar tahvil ihracı söz konusudur (İmkb.gov.tr).

İhraç edilebilecek tahvil ve diğer borçlanma senetleri limitlerini artırma yetkisini TTK ve SPK Bakanlar Kurulu'na vermiştir. Bakanlar Kurulu, halka açık şirketlerde borçlanma sınırını 6 katına, TTK'ya tabi şirketlerde 3 katına kadar

artırabilmektedir. Halka açık anonim şirketlerin yurt dışına ihraç ettikleri tahvil ve diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, bu limitlere dahil edilmemektedir. Tahvil çıkarma yetkisi, ana sözleşme ile yönetim kuruluna devredilebilmektedir. Böylece, Sermaye Piyasası Kurulu halka açık şirketlerdeki tahvil ihracını kolaylaştırma yoluna gitmiştir.

2.2.2.1. Tahvil Değerleme

Bir tahvilin değerini gelecekte elde edeceği nakit girişlerinin bu günkü değeri oluşturur. Tahvil değerlemesinde paranın zaman değeri prensibi kullanılmaktadır (Başkaya ve Değer, 2003; 217).

Tahvil ihraç edilirken faiz oranı, nominal değeri ve vadesi daha baştan bellidir. Tahvilin cari fiyatını değiştiren tek etken sadece iskonto oranıdır. Bu oranı ise yatırımın risk durumu, yatırımcının kar beklentisi, riskteki değişimler ile cari faiz oranındaki değişimler belirler (Başkaya ve Değer, 2003 ; 257).

Tahvil değerlemesi ile ilgili şu değerlerin bilinmesi gerekir.

2.2.2.1.1. Nominal Değer

Tahvilin üzerinde yazılı olan ve hiçbir zaman değişmeyen değere nominal değer denir. Muhasebe kayıtlarına ve itfa planına esas teşkil eden değerdir. Nominal değer, vade sonunda tahvil yatırımcısının alacağı anaparayı gösterir

2.2.2.1.2. İhraç Değeri

Tahvilin piyasaya ilk ihraç edildiği değer ihraç değeridir. Tahvillerin nominal değerlerinden en fazla %5'ine kadar düşük bir değerle ihracı mümkündür. Ayrıca tahvil satış süresinin bitimine bir gün kala, yani faizin işlemeye başlayacağı günden önce tahvil satın alanlara, erken satın alma süresine karşılık gelen faiz kadar indirim yapılabilmektedir (İmkb.gov.tr).

2.2.2.1.3. Piyasa Değeri

Tahvilin piyasada piyasa şartlarına göre oluşan değeridir. Tahvilin nominal/kupon faiz oranı piyasa faiz oranından fazla ise, tahvilin piyasa değeri nominal değerinden fazladır. Bu durumda tahviller primli olarak işlem görmektedir. Tahvilin nominal/kupon faiz oranı piyasa faiz oranının altında ise, tahvilin piyasa değeri nominal değerinden düşüktür. Bu durumda tahviller iskontolu işlem görür. Ancak, üzerlerinde bir miktar işlemiş faiz bulunması nedeniyle tahviller, işlemiş faizle birlikte genellikle nominal değerinde bir fiyatla işlem görmektedirler. Tahvilin nominal/kupon faiz oranı piyasa faiz oranına eşit ise, tahvilin piyasa değeri nominal değerine eşit olur.

2.2.2.1.4. Nominal Faiz Oranı

Nominal değer üzerinden hesaplanan tahvilin üzerinde yazılı olan orandır. Tahvil yatırımcısının alacağı faiz miktarını belirlemektedir. İşletmeler optimal sermaye yapılarına ulaşmak ve yatırımcılarda kendileri için riski az bir portföy oluşturmak amacı ile değerlendirme işlemleri yapmaktadırlar. Yatırımcılar ve işletmeler açısından değerlendirme işlemleri aynı aşamaları oluşturmaktadır. Bu değerlendirme işlemi beş aşamadan meydana gelir (Ceylan, 2001; 479).

Birinci aşamayı ekonomik, sosyal ve kültürel yönden küresel koşulların incelenmesi oluşturur. İkinci aşamada ülkenin kendi şartları ekonomik, sosyal ve kültürel yönden değerlendirilir. Üçüncü aşama işletmenin ilgili olduğu sektöre ait incelemenin yapıldığı aşamadır. Sektör incelemesi yapılırken karlılık, büyüme, pazar kapasitesi, rekabet gibi konular değerlendirilmeye tabi tutulur. Dördüncü aşama işletmenin sermaye yapısını oluşturan bileşenlerin seçimi ile ilgili analizlerin yapıldığı aşamadır. Bu aşamada bazı analiz yöntemleri kullanılarak sermaye yapısı bileşenlerinin ne olacağına kararlar verilir. Beşinci aşama yatırımla ilgili oranların tercih aşamasını oluşturur. Yapılan bu değerlendirmeler sonucunda işletme kendisi için en uygun olan sermaye yapısının belirlemek ve işletmenin performansını

artırmak için öz sermaye ve borçlanma yolu ile finansman oranlarının ne kadar olması gerektiğine karar verecektir.

2.2.2.2. Tahvil Çeşitleri

2.2.2.2.1. Devlet Tahvilleri

Hazine Müsteşarlığı tarafından çıkarılan devlet iç borçlanma senetleridir (DİBS). Belediyeler ve kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller de devlet tahvili olarak kabul edilmektedir.

2.2.2.2.2. Özel Sektör Tahvilleri

Finansman ihtiyacını karşılamak amacı ile anonim şirketler tarafından çıkarılan uzun vadeli borçlanma senetleridir.

2.2.2.2.3. Primli Tahviller

Tahviller nominal değerinden daha düşük bir değerle satışa çıkarılıyorsa bu tahvillere çıkartım primli tahviller denmektedir. Ayrıca tahvil sahiplerine itfa anında nominal değerden daha yüksek bir değer ödenerek te tahvil ihracı söz konusudur. Bu tür duruma da itfa primli tahviller söz konusudur (Akgüç,1998:649).

2.2.2.2.4. Başabaş Tahviller

Tahvilin nominal değeri ile satışa sunulduğu fiyat birbirine eşitse bu tahvillere başabaş tahvil denir.

2.2.2.2.5. İkrariyelili Tahviller

Tahvil satışlarını artırmak amacı ile tahvil yatırımcılarına faize ek olarak çekilişle ikramiyelerinde verildiği tahvil türüdür.

2.2.2.2.6. Nama Yazılı Tahviller

Tahvil sahibinin adının yazılı olduğu tahvil türüdür. Nama yazılı tahvillerde borçlanılan kişi veya kurumun isminin bilinmesi işletme açısından bir avantaj olarak değerlendirilebilir.

2.2.2.2.7. Hamiline Yazılı Tahviller

Tahvil sahibinin adının yazılı olmadığı tahvil türüdür. Ülkemizde genel olarak ihraç edilen tahviller hamiline yazılı tahvillerdir. Bu tür tahvillerin tercih nedeni devir işlemlerinin kolay olmasıdır.

2.2.2.2.8. Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller

İhraç tarihinden itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği anda, işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilebilen tahvillere paraya çevrilme kolaylığı olan tahviller denir. Bu tür tahvillerde bu imkan her zaman kullanılabilir. Ancak bazı durumlarda da bu konu ile ilgili şirkete başvurmak gerekir.

2.2.2.2.9. Güvenceli Tahviller

Tahviller uzun vadeli bir borçlanma senedir. Belli bir dönem içerisinde anapara ve faiz ödemeyi taahhüt etmektedir. Ödenecek olan bu anapara ve faiz için bir karşılığın bulunmasını gerekli kılan tahvillere güvenceli tahviller denir. İşletmeler ödeme yapmama durumuna karşılık sahip olduğu makine, teçhizat, arazi, arsa gibi belirli varlıkları güvence olarak karşılık gösterebilmektedirler. Tahvillerin güvenceye bağlanması riski azaltarak tahvil maliyetlerinin düşmesine neden olmaktadır (Başkaya ve Değer, 2003; 254). Güvenceli tahviller vadesi geldiği halde ödenmeyen anapara ve faizin ödenmesini gerçekleştirmek amacı ile anonim şirketler tarafından bir teminat gösterilmesi ile gerçekleştirilmektedir. İşletme, tahvilin faiz veya anaparasını ödeyemez duruma düşerse, güvence olarak belirtilen varlık veya varlıkları satılarak, tahvil sahiplerine gerekli ödemeleri yapar. Ülkemizde, özellikle sermaye piyasasında tahvillerini satmada sıkıntı yaşayan işletmeler, tahvil satışlarını gerçekleştirebilmek için güvencelere bağlanmış tahvilleri ihraç etmektedirler.

Genellikle, büyük işletmelerde güvenceli tahvil ihracına pek rastlanmamaktadır. Güvenceli tahvil ihracında, işletmenin bazı varlıkları (arsa, bina, makine vb.) tahvil anapara ve faizinin ödenmeme olasılığına karşı ipotek edilebilir. Eğer, bir varlık birden fazla ipoteğe konu olmuşsa 1.,2.,3. derece ipotekten söz edilmektedir.. Birinci dereceden ipotek ettirilmiş tahvillerin güvencesi, diğerlerine göre daha fazla olmaktadır (Ceylan, Korkmaz,2004:165).

2.2.2.2.10. Güvencesiz Tahviller

Güvencesiz tahvillerin anapara ve faiz geri ödenmeme ihtimaline karşılık belli bir varlık güvence olarak ayrılmamıştır. Güvencesiz tahvil, anapara ve faiz geri ödemesinde hiçbir önceliğe sahip olmadan ihraç edilen tahvillerdir. Tahvil yatırımcıları, şirketin diğer alacaklıları ile aynı haklara sahiptir. Güvencesiz tahvil ihracı işletmenin varlıklarının yapısına ve kredibilitesine bağlıdır (Weston,1987; 455). Eğer, işletmenin kredibilitesi yüksek ise, herhangi bir ipoteğe gerek kalmadan tahvil ihraç edebilmektedir. Diğer yandan kredibilitesi düşük olan işletmeler tahvil ihraç edecekleri zaman çok fazla ipoteğe ihtiyaç duyabilmektedir.

İşletmeler tahvillerin geri ödemesini yaparken önce güvenceli tahvil yatırımcılarına daha sonra, güvencesiz tahvil sahiplerine ödeme yapmaktadırlar.

2.2.2.2.11. Sabit - Değişken Faizli Tahviller

Sabit faizli tahviller, vade bitimine kadar elde tutulmaları halinde belirli bir getiriye garanti etmektedirler. Sabit faizli tahvillerde, tahvil yatırımcısının vade bitiminde elde edeceği getirinin ne kadar olduğu vade başında bellidir. Değişken faizli tahviller, özellikle enflasyonun yoğun yaşandığı dönemlerde, vade başı ile vade bitimi arasındaki dönemde faiz oranlarında oluşabilecek aşırı değişikliğe karşı tahvil yatırımcısını korumayı hedeflemektedir (Uyanık,1997; 104). Piyasa koşullarına göre değişen tahvil faiz oranı tahvil yatırımcısının faiz riskini azaltmakta, tahvil ihraç eden işletmelerine uzun vadeli borçlanmasına imkân vermektedir.

2.2.2.2.12. Endeksli Tahviller

Endeksli tahviller, ödemeleri bir fiyat endeksine bağlanmış olan tahvillerdir. Endeks olarak, enflasyon oranı, altın, döviz veya herhangi bir malın fiyatı esas alınabilmektedir (Ceylan,Korkmaz,2004:168).

Endeksli tahvillerde anapara, tahvilin ihraç tarihi ile ödeme tarihi arasındaki dönemde altın fiyatlarında ya da belli bir döviz kurundaki artış yüzdesine göre hesaplanarak tahvil yatırımcısına ödenmektedir. Endeksli tahviller, tahvil yatırımcısını enflasyona karşı korumaktadır. Endeks olarak, enflasyon oranı belirlenmiş ise, enflasyon oranında düşüş yaşandığında, işletme de zarara uğramamaktadır. Çünkü işletmenin ödeyeceği faiz oranı, enflasyon oranının düşmesine paralel olarak azalacaktır. Aynı durumda, enflasyonun oranında artış olması halinde tahvil yatırımcısının da zarara uğraması önlenmektedir.

2.2.2.2.13. Rüçhan Haklı Tahviller

Rüçhan haklı tahvillerde, şirketler, ihraç ettikleri tahvillerin tamamına veya kura ile belirlenecek bir kısmına, belli bir yüzdesine ya da belli bir limitin üstünde kalan bölümüne ileride yapılabilecek ilk sermaye artışında rüçhan hakkı verebilmektedirler (İmkb.gov.tr).

Rüçhan hakkı öncelikli satın alma hakkını ifade eder. Rüçhan hakkı sermaye artırımında yeni pay alma hakkıdır. Tahvillere olan talebi artırmak için kullanılan bir yöntemdir (Başkaya ve Değer, 2003; 256).

2.2.2.2.14. Kara İştirakli Tahviller

Kâra iştirakli tahviller, yatırımcısına faiz getirisinin yanı sıra kardan pay alma hakkı da veren tahvillerdir. Kara iştirakli tahvillere ancak işletme kar elde ettiği zaman ödeme yapılabilir. Bu tahviller bu özellikleri ile imtiyazlı hisse senedine benzetilebilir. Ancak iki yönden imtiyazlı hisse senetlerinden farklıdırlar. Birincisi eğer işletme kar elde etmiş ise tahvil sahipleri ödeme yapılmasını talep edebilirler. İmtiyazlı hisse sahiplerinin böyle bir talebi olmamaktadır. İkinci durum, tahvil

sahiplerine yapılan faiz ödemeleri vergi matrahından düşülmektedir. Ancak imtiyazlı hisse sahiplerine yapılan kar payı ödemeleri vergi matrahından indirilememektedir. Türkiye’de anapara ödemeleri vade sonunda olacak şekilde kara iştirakli tahviller ihraç edilebilmektedir.

Kara iştirakli tahvillerde ihraççılar, tahvil sahiplerine ödenecek dönem kar payının belirlenmesinde aşağıdaki hususlardan birini seçebilmektedirler (Ceylan,2001 s.449).

1. Faize ek olarak belirlenen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutar her tahvil sahibine ödenmektedir.
2. Kar payının faizden daha az olması halinde faiz ödenmesi, kar payı faiz getirisine eşit veya daha fazla ise kar payının ödenmesi yapılmaktadır.
3. Bir faiz oranı öngörülmezsizin belirlenen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi yapılmaktadır.

Kara iştirakli tahvilleri özellikle işletmede yenilemeye gidildiği zaman çıkarılan bir finansman sağlama yöntemidir.

2.2.2.2.15. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller sahiplerine önceden belirlenmiş koşullar altında hisse senedine çevirme konusunda seçim hakkı tanımaktadır. Bu tür tahviller ihraç edilirken hisse senedi ile değiştirilmesi sırasında kullanılacak fiyat ve oranlar belirlenmektedir. Bu fiyat ve oranlar tahvilin vade sonuna kadar sabit kalabileceği gibi belirli süreler içinde aşamalı olarak belirlenebilmektedir (Türko,1999; 574).

Enflasyonun yüksek yaşandığı zamanlarda tahvillerin faiz getirilerinde bir azalma söz konusu olacağından, tahvil yatırımcısı için en iyi alternatif eldeki tahvili hisse senedine çevirme olabilmektedir.

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin vadesi 2 yıldan az 7 yıldan fazla olamaz. Değiştirme, en erken vadenin başlangıç tarihinden itibaren 2 yıl sonra yapılmaktadır.

Bu tür tahvilleri çıkarmaktaki asıl amaç öz sermaye sağlamak ve tahvil satışlarını artırmaktır. Tahvilin hisse senediyle değiştirilmesi, ancak anonim şirketin talebine veya hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil yatırımcısının talebine bağlı olarak gerçekleştirilmektedir. Değiştirme süresi sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen ve anonim şirketin elinde kalan hisse senetleri, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ne uygun olarak halka arz edilebilmektedir. Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil yatırımcısının talebine bağlı olarak değiştirilme durumunda, değiştirme hakkını kullanmayan tahvil yatırımcılarının değiştirme hakkı iptal olur, bunlara yalnız anapara ve işlemiş faizler ödenmektedir. Anonim şirketin talebi neticesinde değiştirme durumunda, değiştirme tarihinden en az 1 ay önce anonim şirket tarafından en az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılacak ilan yoluyla hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil yatırımcısına duyuru yapılması gerekmektedir (İmkb.gov.tr).

2.2.2.2.16. Ödenim Fonlu Tahviller

Tahvillerin anapara ve taksitlerinin geri ödenmesi için oluşturulan fona ödeme fonu denmektedir. İşletmelerin çıkarmış oldukları tahvillerin anapara ve faizlerini bir defada ödemeleri oldukça zor bir durumdur. Bu yüzden işletmeler her yıl belli tutarlarda tahvil borçlarını ödemek için bir itfa fonu oluştururlar ve her yıl bu fona belli tutarlarda nakit aktarımı yaparlar. Bu özellikte olan tahvillere ödenim fonlu tahviller denir. Satın alınacak tahvillerin kura yoluyla mı yoksa piyasadan satın alma yoluyla mı olacağı belirlenir. İşletme açısından en uygun olan yöntem seçilir. Faiz oranların yükseldiği zamanlarda tahvil fiyatları düşmektedir. Bu durumda işletme piyasadaki tahvillerini satın alarak tahvil borçlarını ödeme yoluna gitmektedir. Eğer faiz oranları düşerse tahvil fiyatları yükselecektir. Bu durumda işletme kura çekme yoluyla tahvil borçlarını ödeme yoluna gidecektir (Sarıkamış,2004:44).

Ödenim fonlu tahvillerde itfa fonu bulunduğundan ihraç sırasında yüksek bir fiyatla satılabilmektedir. Bu nedenle bu tür tahvillerin maliyeti düşük olmaktadır.

2.2.2.2.17. Faizi Tahvil Olarak Ödenebilir Tahviller

Bu tür tahvillerde işletme isterse tahvilin faizini nakit olarak veya nominal değeri ödenecek faiz tutarına eşit olacak şekilde tahvil vererek ile ödeme yapılabilir. İşletmelerin nakit sıkıntısı çektiği dönemlerde tahvillerin faizlerini tahvil vererek ödemesi işletmeye avantaj sağlamaktadır (Ceylan,2001; 451).

2.2.2.2.18. Riskli Tahviller

Riskli tahviller, finansal yönden riski yüksek olan işletmeler tarafından ihraç edilen tahvillere denmektedir. Bu tür tahvillerde riskin yüksek olması aynı zamanda faiz oranında yüksek olmasına neden olmaktadır. Bu tür tahviller genellikle bir başka işletmenin borçlanma yolu ile satın alınması durumunda ihraç edilmektedir. Riskli tahviller işletme birleşmeleri veya sorunlu işletmeler tarafından ihraç edilmektedir. Riskli tahvillere yatırım yapan yatırımcılar hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar kadar risk almış olmaktadır.

1980 öncesi yıllarda riskli tahvillere yatırım yapılması pek tercih edilmiyordu. Ancak yapılan ampirik çalışmalar riskli tahvillerin getirilerinin katlanılan riskten daha fazla olduğunu ortaya koymuştur. Bu çalışmalardan sonra özellikle kurumsal yatırımcılar ikna edilerek riskli tahvillere yatırım yapılması sağlanmıştır.

2.2.2.2.19. Sıfır Faiz Kuponlu Tahviller

Sıfır faiz kuponlu tahvillerde, tahvil sahiplerine vade süresinde bir faiz ödemesinde bulunulmaz. Bu tür tahvillerde vade bitiminde tahvil yatırımcısına tahvilin nominal değeri ödenmektedir. Tahvil yatırımcısının getirisini nominal değer ile satın alma fiyatı arasındaki fark oluşturmaktadır.

2.2.2.2.20. Ebedi Tahvil

Anaparası hiçbir zaman geri ödenmeyen tahvil türüdür. Yatırımcısına her yıl sabit tutarda bir getiri sağlar.

2.2.2.3. Tahvilin Avantaj ve Dezavantajları

Tahvilin uzun vadeli bir finansman kaynağı olarak tahvil yatırımcısına sağlamış oldukları avantajları; riskin düşük olması, belirli bir faiz gelirinin elde edilmesi ve işletme üzerinde azda olsa bir denetim fonksiyonunun bulunması olarak sıralanabilir. Tahvili ihraç eden işletme açısından tahvil ihracının avantajlarını ve dezavantajları şöyle sıralanabilir (Sarıkamış ve diğerleri,2004:47).

2.2.2.3.1. Avantajları

1. Çıkarılacak tahvillerin işletmeye maliyeti belirlidir ve sınırlıdır. Bu belirlilik işletmeye borçlanma sınırını göstermektedir.
2. Tahvil yatırımcısının işletmenin karı üzerinde herhangi bir talep hakkı bulunmamaktadır. Tahvil sahipleri kara ortak olamazlar.
3. Tahvil sahiplerinin işletmenin yönetim ve denetimi üzerinde herhangi bir hakkı bulunmamaktadır.
4. Tahvillerin yatırımcısına getirisi hisse senedi getirisinden daha azdır.
5. Tahviller için ödenen faiz tutarı vergi matrahından indirilmektedir.

2.2.2.3.2. Dezavantajları

1. İşletmenin satışlarında bir sorun yaşanır ve gelirlerinde istikrarsızlıklar olursa düzenli yapılması gereken faiz ödemeleri zamanında yapılmaya bilir. Bu durum işletmenin çeşitli risklere maruz kalmasına yol açabilmektedir.

2. Borçlanmada optimal sınırın aşılması, finansal kaldıracı olumsuz etkilemese de işletmenin hisse senetlerinin değerinin düşmesinin sebebi olabilmektedir.

3. Tahviller uzun vadeyi kapsadıklarından belirli bir riskte içerirler, uzun vadede beklentiler ve planlarda değişiklikler olabilir.

4. Tahvillerin vadesi uzun olduğundan dolayı, tahvil ile finansman şartları kısa vadeli borçlanmaya oranla daha ağır hükümler taşıyabilir.

5. İşletme aşırı borçlanmış ise bu durum işletmenin yeni borç bulma kaynaklarını olumsuz yönde etkilemektedir.

Riski az olan tahviller yatırımcılar tarafından daha fazla ilgi görmektedir. Bu durum işletmelerin daha kolay borç bulmaları sağlamaktadır. Tahvil aracılığı ile finansman sağlama işletmenin riskini artırmaktadır. Bu nedenden dolayı finansal piyasalar işletmelerin risk durumlarını devamlı takip etmektedir. Tahvillerin faizleri risk derecesine göre belirlenir (Pamukçu,1999;246).

2.2.3. Kısa Süreli Finansman Kaynakları

İşletmeler sadece uzun vadeli finansman kaynaklarına değil aynı zaman da kısa vadeli finansman kaynaklarına da ihtiyaç duyabilmektedir. Kısa vadeli finansman kaynakları işletmelerin bir faaliyet dönemi içerisinde, genel olarak bir yıl dan daha kısa sürede geri ödemek zorunda oldukları borçları şeklinde tanımlanabilir (Bolak,1998:220). Kısa süreli borçlar, vadeleri bir yıldan az olan finansal borçlar, ticari borçlar, tahakkuk etmiş diğer borçlar ve uzun vadeli borçlara ait bir yıl içinde ödenecek anapara ve faizlerinden oluşmaktadır (Okka, 2005; 432). Borcun vadesinin bir yıldan kısa olması, borcun maliyetini ve riskini olumlu yönde etkilemektedir.

Kısa süreli finansman kaynakları şöyle sıralanabilir. (Akgüç,1998; 527).

1. Kısa Vadeli Ticari Krediler
2. Kısa Vadeli Banka Kredileri
3. Finansman Bonosu
4. Factoring
5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
6. Diğerleri

2.2.3.1. Kısa Süreli Ticari Krediler

Satıcıların alıcıya malın satılması nedeni ile açtığı kısa vadeli kredilere ticari kredi denmektedir.

Genel olarak her işletme hammadde, malzeme ve mal alışlarının büyük bir bölümünü diğer işletmelerden kredili olarak satın almaktadırlar. Satıcılar, alıcılara sattıkları malların bedelinin tamamını veya bir kısmını tahsil etmeden malları alıcıya teslim etmekle alıcılara fon temin etmiş olurlar. Başka bir ifade ile işletmeler stokların finansmanında kısa vadeli finansman kredilerinden istifade ederler (Bolak,1998:220). Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin yararlanabilecekleri finansman kaynaklarının başında kısa vadeli ticari krediler gelmektedir. Birçok işletme satışlarını arttırmak amacı ile ticari kredi kullanmaktadır. Genellikle sermaye yapısı güçlü olmayan, likiditesi zayıf, diğer finansman kaynaklarını kullanmaları sınırlı olan işletmeler ticari kredi yolu ile satışlarını artırabilmektedir (Aydın,1999:38).

Kısa vadeli krediler, işletmenin çalışma sermayesi yönetiminde faydalandığı önemli fon kaynakları arasında yer alır. Ticari faaliyette bulunan işletmelerden vadeli mal ve hizmet alımları sonucu kısa vadeli krediler oluşmaktadır. Bu kredi türünün sınırını krediyi alan işletmenin kredi veren işletme yanındaki kredibilitesi

belirler (Pamukçu, 1999; 238). İşletmelerin borç politikalarını belirleyen en önemli faktörler mali esneklik ve uygun bir kredi oranıdır (Graham ve Harvey,2001:190).

Aktif toplamı içerisinde stokların oranı artıkça, işletmeler daha fazla ticari kredi kullanmaktadırlar. Stok devir hızı yüksek olan işletmelerin kullandıkları ticari kredi miktarı daha az, stok devir hızı düşük olan işletmelerin kullandıkları ticari kredi miktarı daha fazla olmaktadır (Bolak,1998:221).

Ticari kredi kullanmayı düşünen işletmelerin, karakter, kapasite, karşılık, özsermaye gibi şartları incelenerek verilecek kredinin tutarı ve vadesi belirlenmektedir (Aksoy ve Laçiner.2005:326).

Ticari kredilerde vadeyi ticarete konu olan malın paraya dönüşüm süresi belirlemektedir. Paraya hızlı dönüşebilen malları kapsayan ticari kredilerin vadesi de kısadır. Ayrıca satıcıların ve alıcıların finansal gücünde kredinin vadesinin belirlenmesinde önemli bir faktördür. Ticarete konu olan malların arz ve talep durumları arasındaki dengesizlikler de ticari kredilerden yararlanma imkânlarını kısıtlamaktadır.

Ticari kredileri uzun vadeli kullanmanın işletmelere bir alternatif maliyeti vardır. Bu maliyet işletmenin mahrum kaldığı para ıskontosudur (Akgüç,1998:472). Para ıskontosu işletmenin borcunu belirlenen vadeden önce ödemesi durumunda yararlanabileceği ıskonto oranıdır. İşletmeler ödemelerini borcunun vadesi dolduğunda yaptıkları zaman bu ıskonto oranından faydalanamazlar (Aksoy ve Laçiner.2005:327).

Ticari kredilerin en çok tercih edilen türü açık hesap ve borç senetleri şeklindedir.

2.2.3.1.1. Açık Hesap

Açık hesap, herhangi bir belgeye dayanmayan ve bir borç anlaşması olmaksızın yapılan satışları kapsamaktadır. Genel olarak, sürekli tekrarlanan satışlar, açık hesap şeklinde gerçekleştirilir. Satış işleminin varlığını satıcının defterindeki

kayıt ve alıcıya gönderilen fatura ispatlamaktadır. Açık hesap karşılıklı güven esasına dayanır. Vade bitiminde, alıcının malın tutarını ödeyeceği kabul edilmektedir (Sarıkamış,2004:25).

2.2.3.1.2. Borç Senetleri

Ticari kredilerde çalışma alanının genişlemesi iletişimde karşılaşılan güçlükler, ekonomik zorluklar sonucunda satıcılar, satılan malların karşılığında alıcıdan bir belge, çek veya senet isteyebilir. Yani bir belgeye dayanan kredi kullandırma yolunu tercih edebilirler. Böylece anlaşmazlık halinde bu belgeler alacağın varlığını ispatlamaktadır. Ayrıca satıcılar almış oldukları belgeleri kendileri de ciro ederek kullanabilmektedir.

2.2.3.1.3. Ticari Kredinin Avantajları

Ticari kredilerin işletmeye sağladıkları avantajlar şöyle sıralanabilir: (Daglı,2001; 242).

1. Ticari kredilerin temini kolaydır.
2. Kredi miktarı mal ve hizmet alımına bağlı olarak değiştiği için esnek bir kredi türüdür.
3. Genel olarak herhangi bir sınırlaması bulunmayan işletmeler ticari kredileri serbest olarak kullanabilmektedir.
4. Açıkça belirtilmiş bir faiz oranı bulunmamaktadır.

2.2.3.2. Banka Kredileri

İşletmelerin kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamaya çalıştıkları yöntemlerden biriside banka kredileridir. İşletmeler, bankalardan almış oldukları kısa vadeli kredileri çalışma sermayesinin finansmanında kullanmaktadırlar. Uzun vadeli krediler ise duran varlıkların finansmanında kullanılmaktadır (Türko,1994:557). Bankalar daha çok çalışma sermayesinin finansmanında kullanılan kısa vadeli

kredileri ve riski düşük tüketici kredilerini kullanılmaktadırlar (Candaş ve Doğukanlı, 2001:200).

Kredi verecek olan banka, kredi talep eden işletmelerin finansal analizini yaptıktan sonra açılacak kredinin miktarını ve şartlarını belirlemektedir. Banka tarafından kredi verilmesi uygun görülen işletmelerin asgari risk ve kalite sınırını geçtiği kabul edilir (Pamukçu,.1999;240).

İşletmeler bankalardan kredi kullanırlarken çeşitli adlar altında (komisyon, sigorta, vergi, istihbarat parası) ödemeler yapmaktadırlar. Bu ödemeler işletmeler için bir maliyet oluşturmaktadır.

Kısa vadeli kredilerin maliyeti uzun vadeli kredilere nazaran daha düşük olduğu söylenebilir. Ancak Türkiye’de uzun vadeli kredi fazla kullanılmadığı için kısa vadeli kredilerin yenilenerek uzun vadeye dönüştürülmesi kredilerin maliyetini artırmaktadır (Aksoy ve Yalçiner,2005:330).

2.2.3.2.1. Banka Kredi Türleri

2.2.3.2.1.1. Avans Kredisi

İşletmelerin genel olarak avans şeklinde kullandıkları kredi türüdür. Bu kredi türü senet, mal, menkul kıymet altın karşılığı olarak kullanılmaktadır. Kredi tutarı müşteriye bir defada verilir ve müşteri avans kredisinin geri ödemesini bir defada yapar (Sarıkamış ve diğerleri,2004:26).

2.2.3.2.1.2. Cari Hesap Kredisi

Cari hesap kredisinde işletme kendisi için açılan cari hesaptan kredi kullanabilmektedir. Kullanılan kredinin faizi ödenir. Açılan cari hesap limitinin tamamının kullanılması zorunlu değildir. Cari hesap açık hesap türü krediye benzemektedir. Cari hesap kredisinde banka ve işletme borç ve alacaklarını bir dönem borç ve alacak olarak kaydeder. Dönem sonunda banka işletmeden anapara ve faiz ödemesini talep etmektedir.

2.2.3.2.1.3. Alacak Senetleri Iskontosu

Iskonto, vadesi dolmamış senedin vadesinde önce nakde veya banka kredisine çevrilmesi olarak tanımlanabilir. Bankalar işletmelere alacak senetleri karşılığında kredi kullandıra bilirler. Bu durumda senedin sahipliği işletmede kalır, banka senedi tahsil edemediği zaman işletmeye rücu etmektedir.

Alacak senetlerini vadesinden önce bankaya veren işletmeler, senetlerin net bu günkü değerinden bankanın alacağı faiz ve komisyon düşüldükten ve belirli bir marj ayrıldıktan sonra kalan tutar işletmeye nakit olarak ödenmektedir (Ceylan,2001;129).

2.2.3.2.1.4. Açık Kredi

Açık kredi, bankaların, kişilerin itibarlarına göre açtıkları kredi türüdür. Bu tür kredilerde herhangi bir maddi güvence bulunmamaktadır. Güvence, kredi alanın itibari ve imzasıdır.

2.2.3.2.1.5. Kefalet Karşılığı Kredi

Kefalet karşılığı kredi, küçük işletmelerin kullandıkları kredi türüdür. Genel olarak Halk Bankası ve Ziraat Bankası'ndan kredi kullananlar, bu krediyi tercih etmektedir. İşletmeler bankaya teminat olarak ticari alacaklarını göstermektedirler. Ticari alacaklar kullanılarak iki türlü finansman sağlanmaktadır (Dağlı, 2001;270).

1. Senet karşılığı avans kredisi
2. Senet iskontosu veya factoring

2.2.3.2.1.6. Akreditif Kredisi

Genel olarak dış ticaret işlemlerinde kullanılan kredi türüdür. Akreditif işlemi, ithalatçı ile ihracatçı arasında düzenlenen bir satış sözleşmesi ile başlamaktadır. Bu sözleşmede, sipariş edilen malların özellikleri, taşıma şekli, sigortası, yükleme tarihi, ödeme tutarı ve ödemede kullanılacak para birimi gibi

konular tespit edilmektedir. Sonraki aşamada ithalatçı, ihracatçı lehine, akreditif açması için bankasına başvurarak, akreditif bedelini bankaya yatırmaktadır. Bu bedel, ithalatçı, akreditif şartlarını yerine getirinceye kadar, söz konusu bankanın hesaplarında tutulmaktadır.

Akreditif kredisi alan işletmeler, bankaya herhangi bir para yatırmazlar. Akreditif kredisi, bankaların ithalatçı müşterilerine kullandırdıkları kısa vadeli bir kredi türüdür.

2.2.3.2.1.7. Teminat ve Kefalet Mektupları

Bankalar, üçüncü kişilere karşı, müşterilerinin sorumluluklarını ve borçlarını zamanında ödeyeceklerine dair taahhütte bulunup, güvence vermektedirler. Müşteri sorumluluklarını yerine getirmezse banka taahhüt edilen tutara kadar zararı kendisinin karşılayacağını garanti etmektedir. Bu durum gerçekleşirse banka zararı ödemekte sonra müşteriye rücu etmektedir.

Teminat ve kefalet mektuplarının işletmeye maliyeti başlangıçta sadece işletmenin ödeyeceği komisyon kadardır. Ancak bankanın zararı ödemesi durumunda banka faiz talep edebilir.

2.2.3.3. Finansman Bonosu

Finansman bonosu büyük şirketlerin finansman ihtiyacını karşılamak amacı ile çıkardıkları bir kısa vadeli borçlanma senedidir. Çıkarılan bu borçlanma senetleri teminatsız olarak ihraç edilmektedir (Bolak,1998:224). Kısa vadeli borçlanma aracı olan finansman bonolarının vadeleri 60 günden az 720 günden fazla olamaz (belgeler.com.tr). Finansman bonolarının vadesi maksimum bir yılı geçemez ancak vadesi dolan finansman bonosunun geri ödemesi yeni bir finansman bonosu ile olmaktadır. Bu durumda finansman bonosu uzun vadeli finansman yöntemi görünümünü kazanabilmektedir (Dağlı, 2001; 265). Finansman bonoları iskontolu olarak satılmakta vade bitiminde anapara ve faiz ödemesi yapılmaktadır (Bolak,2001:184). Ülkemizde finansman bonolarını ihraca yetkili olanlar anonim

şirketler, kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bu idarelere bağlı özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluşlardır.

İhraç edilen finansman bonoları genellikle elinde fazla fonu bulunan ve kısa vadeli kullanmak isteyen işletmelere, emekli sandıklarına, sigorta şirketlerine ve benzer diğer kurum ve kuruluşlara satılabilir. İşletmeler bono ihraç etmeden önce potansiyel alıcı kurum ve kuruluşlarla görüşerek satılmama riskini en aza indirebilmektedir (Okka,2005; 219). Finansman bonoları halka arz edilerek veya halka arz olmadan satılabilmektedir (Karan,2001:398).

Finansman bonoları taşıdıkları güvenceye göre gruplara ayrılmaktadır. Bonolara verilen güvencelere göre Türkiye uygulamasında beş tür finansman bonusu bulunmaktadır (Akgüç,1998; 549-550).

A tipi: Garanti kaydı olmayan finansman bonoları

B tipi: Banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları

C tipi: Banka garantisi bulunan finansman bonoları

E tipi: Hazine garantisi bulunan finansman bonoları

F tipi: Anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil dayanışmalı kefil sıfatıyla ödeme taahhüdü bulunan finansman bonoları

Finansman bonusu ihraç etmenin avantaj ve dezavantajları şöyle ifade edilebilmektedir.

2.2.3.3.1. Finansman Bonusu Çıkarılması Yoluyla Fon Sağlanmasının Avantajları

1. İşletme finansman bonusu çıkararak diğer finansman yöntemlerine göre daha ucuz maliyetle fon temin edebilir (AKGÜÇ,1998:485). Banka kredisi kullanan işletmelerin aldıkları krediye ödedikleri faizin dışında çeşitli adlar altında yapılan ek ödemeler banka kredisinin maliyetini artırmaktadır.

2. Finansman bonosu ihracında fazla formaliteler yoktur. İşletmeler daha kısa sürede fon temin edebilmektedir.

3. Banka kredileri yolu ile finansman sağlama durumunda kredilerin limiti konusunda yasaların veya banka yöneticilerinin belirlediği birtakım sınırlamalar mevcutken finansman bonosu yolu ile fon temininde bu sınırlar ya yoktur ya da oldukça esnektir.

4. Şirketlerin ihraç ettikleri bonoların para piyasasında işlem görmesi işletmenin reklamı açısından da bir avantaj olarak değerlendirilebilir.

2.2.3.3.2. Finansman Bonosu Çıkarılması Yoluyla Fon Sağlanmasının Dezavantajları

1. Finansman bonosu ihracı belirli büyük şirketler tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Bu özellikleri taşımayan şirketlerin finansman bonosu ihracı yolu ile finansman sağlaması imkânı bulunmamaktadır.

2. Finansman bonolarının alıcıları sınırlı olduğundan geniş bir piyasası bulunmamaktadır.

3. Finansman bonolarında vade bitiminde ödeme zorunluluğu bulunmaktadır.

4. Finansman bonolarını işletmelerin vadelerinden önce geri çağırma hakları yoktur. İşletmenin bu fona ihtiyacı olmasa da vade bitimine kadar faiz ödemek zorundadır.

5. Finansman bonoları iskontolu satıldığı için nominal değerden beklenenden daha az fon temin edilir.

2.2.3.4. Factoring

Kısa vadeli satış yapan işletmelerin bu satıştan doğan alacaklarını faktör adı verilen finansal kurumlara satarak, finansman sağlama yöntemine factoring denir. Faktör adı verilen firma işletmenin alacaklarının tahsil sorumluluğunu

üstlenmektedir (Usta, 2005; 192). Satıcı firma ile factoring şirketi bir anlaşma düzenleyerek her iki tarafın sorumluluğu ve ne tür işlemler yapacağını tespit etmektedir. İşletme bir sipariş aldığı zaman bunu faktör firmasına bildirir ve faktör firmasının bunu onaylaması gerekir. Faktör firması alıcıların kredibilitesini belirlemek amacı ile satıcı işletmeden, satıcının son durumu gösteren finansal tabloları, alıcının adı ve adres bilgilerini, alıcı ile yapılan yıllık ticaret hacmini, alıcının kullandığı bankayı, süreyi, süreye göre garanti limiti ihtiyacı ve alıcı ile iletişim kurma iznini isteyebilir. Bu bilgileri kullanarak faktör müşterinin kredi değerliliğini tespit etmeye çalışır. Satıcı işletme ile factoring firması sözleşmeyi onayladıktan sonra işletme sattığı malları müşteriye teslim etmekte ve bu satışa ait belgeleri faktör firmasına göndermektedir. Faturanın üzerinde bir temlik notu düşülerek bu faturadan doğan alacakların faktör firmasına ödenmesi gerektiği belirtilmektedir.

Factoring firması, düzenlenen faturaların ve alacak işlemlerinin doğru olup olmadığı, satışa konu olan malların veya hizmetlerin müşteriler tarafından kabul edilip edilmediği, satıcı işletmenin müşterilerine karşı yükümlülüklerini yerine getirip getirmediği konularında sorumluluk kabul etmemektedir. Ayrıca işletmenin alacakları üzerinde başkalarının haklarının olmamasını istemektedir.

Bir factoring sözleşmesinde, factoring çeşidi, hangi hizmetlerin verileceği, faktörün yapacağı ödemenin koşulları, peşin ödeme yapılacaksa bu ödemenin oranı, müşteriye verilecek kredinin üst limiti, bu limitin tesis ve iptal yolları, satışa konu olan mala ilişkin çıkabilecek uyuşmazlıklarda çözüm yollarının neler olduğu, komisyon ve faiz oranları ve yasal uyuşmazlıklarla ilgili yöntemlerin neler olabileceği gibi hususların yer alması gerekir.

Factoring İşleminin Sağladığı Avantajlar şöyle sıralanabilir:

1. Faktör firma işletmelerin alacak ve tahsilat yönetimini üstlenerek onların esas faaliyetleri olan işlemler üzerinde yoğunlaşmalarını sağlar. Ayrıca işletmeleri

tahsilat bölümü kurma ve bu bölümde istihdam edilecek elemanları alma maliyetinden kurtarır.

2. İşletmenin factoring yolu ile yaptığı işler arttıkça, işletme kendiliğinden oluşan bir finansman kaynağı sağlamış olmaktadır.

3. İşletme bu yolla alacaklarını vadesinden önce nakde dönüştürerek, mal alımlarında peşin ödeme iskontolarından yararlanabilmektedir.

4. Alacakların tahsil edilememe riski en düşük seviyeye indirilmektedir.

5. İşletmeler nakit akım planlarını daha gerçeğe uygun hazırlama imkânına sahip olabilmektedir.

Factoring işleminin dezavantajları da şöyle sıralamak mümkündür:

1. Factoring işlemi ile sağlanan finansmanın maliyeti diğer finansman tekniklerine göre daha fazla olabilmektedir.

2. Bazı satıcılar alacak haklarını devreden işletmelerin riskli olduğunu düşünerek bu işletmelere mal satışlarını kısımlırlar veya durdurabilirler.

3. Uygun bir factoring firmasının seçilememesi riski artırabilmektedir

2.2.4. Öz Kaynaklar ile Yabancı Kaynakların Karşılaştırılması

İşletmeler en uygun yabancı kaynak/öz sermaye oranını belirlemek isterler. Finansman kaynakları olarak borç ve öz sermaye arasında niteliksel olarak bazı farklar bulunmaktadır. İşletmeler bu farkları dikkate alarak borç ve öz sermaye kullanımında denge sağlamak zorundadırlar. Bu dengenin sağlanmasında borç ve öz sermayenin işletmeye sağlayacağı avantajlar ve dezavantajlar önem taşımaktadır.

İşletme kullanmış olduğu yabancı kaynağı vade bitiminde anapara ve faizi ile birlikte ödeyecektir. Buna karşın öz kaynakta herhangi bir vade bulunmamaktadır (Akgüç,1998:482).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermayenin sağlanamaması ve maliyetinin fazla olması, yabancı kaynaklarda özellikle vade açısından sorunlar yaşanması, işletmelerin optimal sermaye yapısına ulaşmasını engellemektedir (Dağlı,2001:115). Yabancı kaynak için ödenecek faizin vergiden düşülmesi ve vergi oranlarının yüksekliği, böylece borçlanma maliyetlerinin hisse senetlerine nazaran daha düşük olması, borçlanma ile finansmanı hisse senedinden daha cazip hale getirmektedir (Üreten ve Ercan,2000:37). Bu durumun işletme sahip ve ortakları için karı ifade etmesi işletmenin hisse senetlerini daha değerli hale getirir. Böylece yabancı kaynakla fon temini, öz kaynakla fon teminine göre daha fazla tercih nedeni haline gelmektedir (Güloğlu ve Bekçioğlu,2001:3).

Öz kaynak ile finansmanın işletmeye sağlayacağı bir diğer avantaj, hissedarlarla yöneticiler arasındaki uyuşmazlıkları azaltarak yönetimi üretim üzerinde yoğunlaştırır. Yabancı kaynak ile finansman sağlayan işletmeler vadesi geldiğinde ödeyecekleri borcun anapara ve faizini ödeyebilmek için fon yaratma baskısı altında bulunacaklarıdır.

Borçlanma ile finansmanın vergi avantajı olmasının rağmen, işletmeler belirli bir sınırı geçtikten sonra borçlanmaya devam ederlerse zamanı geldiğinde aldıkları borcun anapara ve faizini ödeme sıkıntısına düşebilirler. Alacaklarını zamanında tahsil edemeyenler yasal yollara müracaat edebilirler.

İşletmeye borç verenler işletmenin geliri üzerinde hissedarlara göre öncelik hakkına sahiptirler. İşletme kar elde etmiş olsa da olmasa da almış olduğu borcun vadesi geldiğinde anapara ve faizini ödemek zorundadır. Ancak hissedarlar işletme kar ederse temettü alabilmektedirler. Yönetim kurulu kar dağıtım kararı almaz ise hissedarlar temettü alamazlar ve bunun için yasal yola başvuramazlar. Hissedarların alacakları temettü belirli değildir. Yıldan yıla değişiklik gösterebilir. Ancak borç verenlerin alacakları anapara ve faiz belirlidir. Ödemeler borç verenlere zamanında yapılmazsa borç verenler yasal yolla alacaklarını tahsil edebilmektedir.

Borç verenlerin tasfiye bakiyesinden yararlanma hakkı hissedarlara göre daha önceliklidir (Bayar, ve diğerleri ,2001:57).

Borç verenlerin işletmenin yönetimi üzerinde söz hakları yoktur. İşletme yönetimi hissedarlara aittir.

Sermaye yapısı bileşenlerinden borcun işletmenin hissedarlarına sağladığı avantajlara borcun kaldıraç etkisi denmektedir. Borcun sermaye yapısındaki düzeyine ise finansal kaldıraç denilmektedir. Finansal kaldıraçtan büyük ölçüde yararlanarak işletmeler faaliyetlerini uzun süre devam ettirebilirler. Ancak kısa vadede işletme satışlarında yaşanan sorunlar işletmeyi iflasa götürebilmektedir. Finansal kaldıraç oranı arttıkça, işletmeye borç verenler daha yüksek faiz oranı talep edebilirler veya işletmeye borç vermek istemezler(Güloğlu ve Bekçioğlu,2001:3).

İşletmenin sermaye yapısı oluşturulurken, sermaye maliyetini işletmeye en aza indiren, işletmenin piyasa değerini maksimum kılan finansman şeklinin belirlenmesi gerekir.

2.3. SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI

Sermaye yapısı teorileri işletmelerde borç/öz kaynak oranının nasıl gerçekleşmesi gerektiğini ve bu oranı nelerin etkilediğini belirlemeye çalışan teorilerdir. Sermaye yapısı yaklaşımları işletmelerin borç ve öz sermaye kullanma oranları ile firma değeri ve sermaye maliyeti arasında bir ilişki olup olmadığını açıklamaya yönelik yaklaşımlardır. İşletmelerin bilançolarının pasif tarafı sermaye yapısının ağırlığını göstermektedir. Sermaye yapısı oluşturulurken amaç uzun süreli finansman kaynaklarının en uygun bileşenlerini oluşturarak, sermaye maliyetini minimum, firma değerini maksimum kılmaktır (Berk, 2003: 298).

Sermaye yapısı oluşumuna karar verilirken karlılık ve risk arasında bir dengenin kurulması gerekmektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2002: 620). Borçlanma yolu ile finansman işletmenin riskini artırır ama öz sermaye 'ye göre maliyeti az olduğundan işletmenin karlılığının artmasını da sağlar. Optimal sermaye yapısı,

farklı kaynak kullanımları sonucu ortaya çıkabilecek risk ve karlılık arasında dengeyi sağlayan ve bunun sonucunda sermaye maliyetini minimum, işletmenin piyasa değerini maksimum kılan sermaye yapısıdır.

İşletmeler yabancı kaynak kullanmadan öz kaynaklarla finanse edilmişlerse, hissedarların payları oranında işletmeden bekledikleri getiri o işletmenin sermaye maliyetini oluşturmaktadır. Fakat işletmelerin tamamen öz kaynaklarla finansmanı uygulamada çok zor olmaktadır. İşletmeler piyasa koşullarında öz sermayenin yanı sıra borçlanma yoluyla da finansman ihtiyacını karşılamaktadırlar. Bu borçlanma karşılığında işletmeler faiz ödeme yükümlülüğü altına girmektedir. Bu durumda ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması gerekecektir. Finans literatüründe sermaye maliyetinin hesaplanması hem çok zor, hem de tartışmalı bir konudur. Bundan dolayı önce, firmanın sermaye yapısını oluşturan her kaynağın ayrı ayrı maliyetini tespit etmek ve daha sonra firmanın ortalama sermaye maliyeti bulmak gerekir (Ceylan, 2003:198).

Sermaye yapısı yaklaşımların dayandığı varsayımlar şöyle söylenebilmektedir (Berk, 2003: 298):

1. Gelir vergisi söz konusu olmamaktadır; ancak bu varsayımın daha sonra kaldırıldığı da belirtilmelidir.
2. Firma elde etmiş olduğu karların tamamını temettü olarak dağıtmaktadır.
3. İşlemler, herhangi bir maliyet doğurmamaktadır.
4. Faiz ve vergiden önceki kar sabittir.
5. Firmanın faaliyet riski sabittir.

Sermaye yapısı yaklaşımları; Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Net Gelir Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımı ve Diğer Yaklaşımlar olarak ifade edilebilmektedir.

2.3.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, firmanın değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünü en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşımdır. Net gelir teorisine göre bir firma, kaldıraç düzeyini artırarak sermaye maliyetini azaltmakta ve firma değerini arttırabilmekte dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltebilmektedir (Van Horne, 1995,202-203-204). Firmanın istediği kadar borç kullanarak özsermaye maliyetini düşürebilme ve piyasa değerini yükseltebilme olanağına sahip olduğunu savunmaktadır. Firmanın borçlanma düzeyini artırması yatırımcıların ve kredi veren kurumların yanında firmayı riskli duruma düşürmemektedir. Bu bağlamda borç maliyeti ile öz sermaye maliyeti arasındaki fark ne kadar büyük olursa ve toplam kaynaklar içinde borç oranı ne kadar yüksek olursa firmanın değeri de o kadar fazla olmaktadır.

Net gelir yaklaşımında iki varsayım söz konusudur:

1. Borç maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olduğu
2. Yabancı kaynak ve öz sermaye kapitalizasyon oranının sabit olduğu

Bir firma sermaye yapısı içerisinde maliyeti daha düşük olan yabancı kaynağa daha fazla yer vererek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebilmektedir. Optimal sermaye yapısı firmanın sermaye maliyetini en düşük düzeye indiren bunun karşılığında firmanın toplam değerini en yükseğe çıkaran sermaye yapısıdır. Bu yapıda her bir hisse senedinin piyasa değeri maksimum olmaktadır.

Net gelir yaklaşımının temeli, firmanın ortalama sermaye maliyeti ve toplam piyasa değerinin, firmanın sermaye yapısına bağlı olmasıdır. Firma mümkün olan en yüksek kaldıraç derecesini kullanarak optimal sermaye yapısına ulaşmaktadır. Firmanın piyasa değeri, borcun piyasa değeri ile öz sermayenin piyasa değerinin toplamından oluşmaktadır. (Akgüç, Öztin;1998: 487)

Bu durum şu şekilde formüle edilebilmektedir.

$$V = E/\dot{I}e + F/\dot{I}b$$

V = Firmanın piyasa değeri,

$\dot{I}e$ = Özsermaye maliyeti,

$\dot{I}b$ = Borç maliyeti,

E = Ortaklarca kullanılabilir gelir,

F = Faiz

Yukarıdaki formülde kullanılan öz sermaye maliyeti ve borç maliyeti ise aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir (Van Horne, 1995,259).

$\dot{I}e$ = Hissedarların Getirileri / Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri

$\dot{I}b$ = Borcun Senelik Faizi / Borcun Piyasa Değeri

Ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullandığı kaynakların (uzun süreli borç ve öz sermaye) ağırlıklı ortalaması ve bu kaynaklardan beklenen getiri oranı olarak tanımlanmaktadır. Ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

$$\dot{I}o = \dot{I}e (S / V) + \dot{I}b (B / V)$$

Burada;

$\dot{I}o$ = Ortalama sermaye maliyeti,

S = Öz sermayenin toplam değeri,

B = Borcun toplam değeri.

$\bar{I}_e > \bar{I}_b$ durumu gerçekleştiği surece firmanın borç miktarında meydana gelen artışlar ortalama sermaye maliyetini drerek hisse senetlerinin piyasa değerinde artış sağlamaktadır.

Net gelir yaklaşımda, firmanın borçlanma düzeyinin artması sonucunda riskin artmasının firmanın hissedarlarında ve firmaya kredi verenlerde herhangi bir etki yaratmayacağı ve beklenen getiriye etkilemeyeceği görüşü eleştiri konusu olmaktadır. Buna göre, firmanın borçlanma miktarı arttıkça, borç maliyeti($\bar{I}_b$) ve öz sermaye maliyeti ($\bar{I}_e$) sabit kalmayıp devamlı yükselecektir. Bu durum firmanın uzun vade de net faaliyet geliri yaratma kapasitesi üzerinde olumsuz etki yapmaktadır. Ağır faiz ve anapara ödemeleri, firmanın yeni karlı yatırımlara girmesini engellemekte ve likidite riskini artırmaktadır. Hissedarlar likidite riskindeki artışı dengelemek için daha yüksek getiri beklemektedir. Net gelir yaklaşımda borçlanmanın firmanın finansal riskini arttıracaağı ve bunun sonucunda yeni borçlanma maliyetinin artacağı ve dolayısıyla öz sermaye sahiplerinin daha fazla bir getiri bekleyecekleri konuları dikkate alınmamaktadır (Aydın ve diğerleri, 2004;277).

Bu nedenle, öz sermaye yerine borçlanma yolu ile finansman kullanılarak, piyasa değerinin devamlı artırılabilieceği görüşü her zaman için geçerli olmamaktadır (Akgüç, ;1998: 488).

2.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı, firmaların sermaye yapısında yapacağı değişikliklerin, ortalama sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemeyeceğini, firmanın ortalama sermaye maliyetinin tüm sermaye yapıları için sabit kaldığını savunmaktadır. Yaklaşımın temel varsayımı, kaldıraç derecesinin firma değerinden bağımsız olduğudur (Brealey ve Myers, 1984; 394). Dolayısıyla bu yaklaşıma göre, firmanın kaldıraç derecesi, firmanın toplam sermaye maliyetini, dolaşımdaki pay senetlerinin değerini etkilememektedir (Berk, 1990:246).

Firmanın piyasa değeri, net faaliyet geliri olarak ifade edilen faiz ve vergiden önceki karın (FVÖK) ortalama sermaye maliyeti oranı ile iskonto edilmesi sonucunda belirlenmektedir (Ceylan,2001:183).

$$V = (FVÖK) / \bar{I}_o$$

Öz sermayenin toplam değeri, firmanın toplam piyasa değerinden, borçların piyasa değerinin çıkarılması sonucu bulunmaktadır.

$$S = V - B$$

Özsermaye maliyetine ise, faiz ve vergiden önceki kardan faizlerin çıkarılması ve özsermayenin toplam piyasa değerine bölünmesi sonucunda ulaşılmaktadır. (Akgüç,1998:489)

$$\bar{I}_e = (FVÖK - F) / S$$

Firmanın kaldıraç derecesi arttıkça, artan risk ile beraber öz sermaye maliyeti de artacaktır. Firma, maliyeti düşük olan yabancı kaynak temin ettiğinde, artan riski karşılamak için özsermaye kapitalizasyon oranı da artacaktır. Böylece firma pazar değerini düşürmemek için daha yüksek oranda temettü dağıtımı yapacak ve bu durum özsermaye maliyetini yükseltecektir. Özsermaye maliyetindeki yükseliş, uzun vadeli borcun sağladığı faydayı ortadan kaldırmakta ve buna bağlı olarak ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır. Sonuçta, ortalama sermaye maliyeti hiç değişmeyeceğinden firmaya özel bir optimal sermaye yapısı olmayacaktır (Van Horne, James 1995, s.259-261).

2.3.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre, firma için tek bir optimal sermaye yapısı mevcuttur. Bu yaklaşım, özsermaye maliyetinin borç maliyetinden daha fazla olduğunu kabul etmektedir. Çünkü ortak firmaya koyduğu sermayeyi daha riskli gördüğünden, normal faiz oranının üzerinde sermayesine bir kar payı isteyecektir. Ayrıca borç için ödenen faizlerin vergi matrahından indirilmesi firmaya bir vergi

avantajı sağlamakta, böylece borcun net maliyeti firma için daha düşük olmaktadır. Firmalar borçlanma miktarlarını, ortalama sermaye maliyetini minimum, firma değerini maksimum kılana kadar artırarak optimal sermaye yapısına ulaşabilmektedirler (Gitman, 1994:552).

Firma öz sermayeye göre daha düşük maliyetli olan borçlanma yolu ile ortalama sermaye maliyetini bir noktaya kadar düşürebilmektedir (Ercan, Ban, 2005; 233). Bu noktadan sonra firma borçlanmaya devam ederse firmanın borçlanma ve öz sermaye maliyeti yükselecektir.

Çünkü borç miktarı arttıkça buna bağlı olarak finansal sıkıntı riski artacak ve ortaklar artan bu finansal riski karşılayabilecek şekilde yatırımlarından daha yüksek bir kar payı istemeye başlayacaklardır. Ayrıca firmanın sermaye yapısına daha fazla borcun eklenmesi borç/özsermaye oranını kritik bir noktaya getirecek ve borç verenlerin işletmeyi daha riskli olarak değerlendirmelerine neden olacaktır. Böylece firmaya borç verenler, borç yükünün yarattığı riskleri karşılamak üzere, dolaylı ve dolaysız bir şekilde faiz oranını yükseltebileceklerdir. Borç verenlerin bu tutumu borç maliyetinin de yükselmesine neden olacaktır (Türko, 1999, 507). Bunun sonucunda ortalama sermaye maliyeti tekrar artmaya başlayacaktır. Bundan dolayı firmalar sınırsız borçlanarak ortalama sermaye maliyetlerini düşüremezler.

Geleneksel Yaklaşım, Net Faaliyet Kârı ve Net Kâr Yaklaşımları arasında yer alan bir yaklaşımdır (Brealey Mayers, 1984; 393).

2.3.4. Modigliani Ve Miller (M&M) Yaklaşımı

İşletmenin sermaye yapısı kararları ile ilgili olarak ciddi anlamda teorik analizlerle yapılan ilk çalışma Franco Modigliani ve Merton H. Miller tarafından 1958 ve 1963 yıllarında gerçekleştirilmiştir (Arnold, 1998: 791). Modigliani ve Miller (MM) 1958 ve 1963 yıllarında sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi açıklayan makaleler yayımlamışlardır. 1958 yılında yayınladıkları makalede kurumlar vergisi modelde yer almazken, 1963 yılında kurumlar vergisini de modele ilave etmişlerdir. MM, makalelerinde sermaye yapısının firma değeri üzerinde

etkisinin olmadığını söylemişlerdir (Pike ve Neale, 1996;527). Bir başka deyişle MM'ye göre, firmanın faaliyetlerinin finansmanının nasıl sağlandığının önemi yoktur. Firma değeri sermaye yapısından bağımsızdır. Sermaye yapısının firma değeriyle bir ilgisi yoktur (Brigham ve Houston, 2004;617). Her firmanın piyasa değeri, sermaye yapısından bağımsızdır ve beklenen gelirleri bulundukları risk grubuna ait kapitalizasyon oranıyla belirlenmektedir (Modigliani ve Miller, 1958;261-297).

Bir firmanın sermaye yapısı firmanın hissedarları için diğer sermaye yapılarından daha avantajlı değildir. Sermaye yapılarını oluşturan finansman kaynakları ne olursa olsun firmanın toplam değerini değiştirmeyecektir (Ross ve diğerleri, 1990; 383-385).

Bu yaklaşımda karın kullanım biçimi firmanın değeri açısından önemli değildir. Önemli olan firmanın kazanma gücüdür. Yatırım kararı firma değerini etkileyen en önemli etkidir (Modigliani ve Miller, 1961; 411-433).

MM yaklaşımı bazı temel varsayımlara dayanmaktadır. Bu varsayımlar şöyle sıralanabilir: (Akgüç, 1998;497)

1. Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada rasyonel davranışlar söz konusudur,
2. Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır
3. Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır
4. Gelir üzerinden ödenen vergiler mevcut değildir (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır).
5. Gelecekteki nakit akımlarında bir büyüme söz konusu değildir.
6. İflas maliyetleri yoktur.

7. Borç risksizdir, bu nedenle borcun faizi risksiz borca uygulanan faiz oranıdır.

Bu varsayımlar doğrultusunda MM, sermaye yapısı ve firma değeri ile ilgili olarak şu üç önermeyi sunmuştur;

1.Birinci Önerme: Bir Firmanın sermaye maliyeti ve piyasa değeri, sermaye yapısından tamamen bağımsızdır (Modigliani ve Miller, 1958; 272). Bir firmanın piyasa değeri, gelecekte sağlayacağı nakit girişlerinin, söz konusu firmanın girdiği risk kategorisine uygun olarak saptanmış iskonto oranı ile indirgenmiş net bugünkü değerine eşittir (Megginson ve Smart, 2006; 505).

MM'e göre, aynı varlıklara sahip olan kaldıraçlı firmanın değeri ile kaldıraçsız firmanın değeri birbirine eşittir.

$$VL=VU=FVÖK/AOSM=FVÖK/KSU$$

Formülde;

VL = Kaldıraçlı firma değeri,

VU = Kaldıraçsız firma değeri.

FVÖK= Faiz ve vergi öncesi kar

AOSM=Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

KSU= Tamamen öz sermaye ile finanse edilen, kaldıraçsız firma için istenen getiri oranıdır.

Her iki firmanın aynı risk grubunda yer aldığı varsayılmaktadır.

Modigliani-Miller'ın görüşünün geçerliliği, sermaye piyasasında arbitrajın yapılabilme olasılığına bağlı olmaktadır. Başka bir ifade ile tasarruf sahiplerinin portföylerinde bulunan hisse senetlerini satarak, onun yerine kendileri için daha avantajlı olan menkul kıymetleri satın alma olasılığına sahip olmaları, aynı risk

grubunda bulunan ve faaliyet geliri eşit olan firmaların piyasa değerlerini birbirlerine eşitleyecektir (Özdemir, 1999:322).

Birinci önermenin dayanak noktasını oluşturan varsayım, firmalar ile yatırımcılar aynı koşullar altında borçlanabilmektedir. Sermaye yapısında kaldıraç bulunan bir firmanın piyasa değeri, kaldıraçsız firmanın piyasa değerinden daha yüksek olacaktır. Bu durumda rasyonel yatırımcı piyasa değeri yüksek olan firmanın hisse senetlerini satacak, borç kullanmayan finansal riski az olan piyasa değeri düşük firmanın hisse senetlerini satın alacaktır. Böylece, finansal riski az olan işletmenin, hisse senetlerinin sermaye piyasasındaki fiyatı artacak ve diğer firmanın hisse senetleri ile dengeye gelecektir.

MM'e göre, arbitraj işleminin yapılabilmesi için piyasada bireysel kaldıraç yapmaya istekli yatırımcıların olması gerekir. Kaldıraç kullanan firmanın hisse senetlerinin fiyatları çok yüksek ise, rasyonel yatırımcı, kaldıraç kullanmayan firmanın hisse senetlerini satın almak için kendi kişisel hesabından borçlanacaktır. Bireysel kaldıraç olarak isimlendirilen bu işlem, kişilerin ve firmaların aynı faiz oranı üzerinden borç alıp-verebildikleri sürece gerçekleştirilebilecektir. Yatırımcılar firmalar ile aynı şartlarla borçlanabildikleri sürece firmalar sermaye yapılarını değiştirerek, piyasa değerlerini artırma olanağına sahip olmayacaklardır.

Birinci önermenin diğer bir temel dayanağı "değerin korunması kuralı-law of conservation of value" dır. Bu kurala göre, firmanın nakit akışı istenildiği kadar çok bölüme ayrılabilir. Ancak toplamda değeri değişmez. Böylece firmanın değeri, üzerinde hak iddia edenlerden bağımsız olduğu sonucuna varılabilir. Bir firmanın değerini belirleyen borç/özsermaye oranı değil, varlıklarıdır (Durukan, 1998:23-24).

2.İkinci Önerme:

MM ikinci önermesinde borç kullanan firma ile borç kullanmayan firmaların ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini analiz etmektedir.

Firmaların sermaye yapılarında fazla borçla finansman yoluna başvurmaları sonucunda firmaların finansal riskleri artacaktır. Firmanın hissedarları artan finansal riski telafi etmek amacı ile daha fazla kar payı beklentisi içerisinde olacaklardır. Dolayısıyla firma hissedarlarına finansal risk nedeni ile ek bir risk primi ödemek durumunda kalacaktır. Bu durum öz sermayenin maliyetini artıracaktır.

Böylece ucuz borcun sağladığı avantaj ortadan kalkacak ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişmeyecektir (Akgüç,1998:497). Borç kullanmayan bir firmanın ortalama sermaye maliyeti öz sermaye maliyetine eşittir. Ortalama sermaye maliyeti şu formül yardımı ile hesaplanmaktadır:(Brealey ve Stewart, Alan, 1999;412)

$$\dot{I}0=\dot{I}e(\text{Özsermaye /Firma piyasa değeri}) +\dot{I}b(\text{Borç/firmanın piyasa değeri})$$

Özsermaye maliyeti ile borçlanma düzeyi arasındaki ilişkide şu formül yardımı ile gösterilebilir:

$$\dot{I}e = \dot{I}0 +(\dot{I}0- \dot{I}b)\text{Borç/Özsermaye}$$

MM'a (1958) göre özsermaye maliyeti yani özsermayenin beklenen getirisi, borçlanma miktarı ile orantılı olarak artmaktadır. Bu durumda borcun kullanılması verginin olmadığı durumda firmanın ortalama sermaye maliyetini ve firmanın değerini etkilemeyecektir.

Modigliani ve Miller I. ve II. Önergeleri yatırım politikası ve sermaye yapısı bağlantısı açısından incelendiğinde bu iki konu arasında herhangi bir bağlantının olmadığı görülmektedir. Kötü bir yatırım projesinin nasıl finanse edildiğinin fazla bir önemi bulunmamaktadır (Damodaran,2001: 558).

3. Önerme: Üçüncü önerme yatırım kararları ile ilgilidir. Bir firmanın yatırım projesini kabul edip etmemesini sağlayan ıskonto oranıdır yani minimum karlılık oranıdır. Bu oran yatırım projesinin hangi kaynakla finanse edildiğine bağlı değildir. Yani ıskonto oranı sermaye yapısından bağımsızdır (Modigliani ve Miller, 1958:265). Modigliani ve Miller'e göre bir yatırım kararı alınırken sermaye yapısının yatırım kararı üzerinde etkisi bulunmamaktadır. Modigliani ve Miller'in bu

önermesinin geçerliliği kesim noktası kriterine dayanmaktadır. Bu önermeye göre firmanın üç finansman yöntemi olduğunu varsayılmaktadır. Bu finansman yöntemleri; tahvil ihracı, dağıtılmamış karlar ve adi hisse senedi ihracıdır. Ve ayrıca yatırım kararlarının alınabilmesi için yatırımın getiri oranının, gelir akımına uygulanacak iskonto oranından büyük veya eşit olması gerekmektedir. İşte bu nokta kesim noktası olarak adlandırılmaktadır. Ve kesim noktasının yatırımın finansman yöntemi ile ilgisi bulunmamaktadır (Culp, 2003: 84).

Modigliani ve Miller (1958) yaptıkları çalışmalarda vergiyi dikkate almamışlardır. Ancak 1963 yılında kurumlar vergisini çalışmalarına dahil ederek “Kurumlar Vergisi ve Sermayenin Maliyeti: Bir Düzeltme” adlı bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmalarında verginin hesaplanmasında, borç faiz ödemelerinin verginin matrahından düşülmesi nedeni ile firmaların finansman yöntemlerinde daha fazla borç kullanmalarının firmanın vergi borcunu düşüreceğini ve vergi sonrası nakit akımlarının daha fazla olacağından dolayı firmanın değerinin artacağını ileri sürmüşlerdir. Faiz ödemelerinin gider olarak verginin hesaplanmasından düşülmesi ancak hisse sahiplerine ödenen kar paylarının indirilememesi borçla finansmanın maliyetini düşürmektedir. Dolayısıyla vergi tasarrufu firmaları daha fazla borçla finansmana yönlendirmektedir. Firma vergiye tabi gelire sahip olduğu sürece kullanılan her birim borç, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde düşüşe neden olacaktır.

Firmalar vergi oranları arttığı zaman, kullandıkları kaldıraç oranını da artırırlarsa vergi tasarruf avantajını da artırırlar. Ayrıca amortisman gibi vergi avantajı sağlayan kalemlere sahip olan firmaların diğer firmalara göre kaldıraç oranı düşük olacaktır (Damodaran, 2001: 539).

MM'in (1963) kurumlar vergisini analizlerine dahil etmeleri ile, MM (1958)'deki birinci önermesi şu şekilde değişmiştir. Borç kullanan bir firmanın vergi sonrası beklenen getirisi, tamamen öz sermaye ile finanse edilen firmaninkinden daha yüksek olmaktadır.

MM'e göre, tamamen öz sermaye ile finanse edilen firmanın değeri, firmanın vergi sonrası net faaliyet gelirinin firmanın öz sermaye maliyeti ile iskonto edilmesi sonucunda elde edilmektedir (Ercan ve Ban, 2005; 237).

$$VU = FVÖK \times (1 - T_c) / I_e U$$

formülde;

T_c = Kurumlar vergisi oranı,

$I_e U$ = Kaldıraçsız firmanın öz sermaye maliyeti oranını göstermektedir.

Kaldıraç kullanan bir firmanın vergi tasarrufunun bugünkü değeri, vergiye konu olan tutarın borç maliyeti ile indirgenmiş değeridir; (Van Horne, James 1995:267)

$$\text{Vergi tasarrufunun bugünkü değeri} = T_c r B / r = T_c B$$

Formülde r : faiz oranını göstermektedir.

Kurumlar vergisinin etkisi dikkate alındığında kaldıraçlı bir firmanın değeri aşağıdaki gibidir; (Brigham ve Gapenski, 1996; 368-369)

$$\begin{aligned} \text{Borç Kullanan} &= \text{Borç Kullanmayan} + \text{Vergi Tasarrufu} \\ \text{Firmanın Değeri} &\quad \text{Firmanın Değeri} \end{aligned}$$

$$V_L = V_U + T_c B$$

Burada, kurumlar vergisi dikkate alındığı zaman, kaldıraçlı firmanın değeri, kaldıraçsız firmanın değerinden $T_c B$ (vergi tasarrufu) kadar fazla olacaktır. Aynı zamanda borç kullanımı arttığı zaman, farklılık da artacaktır. Borç kullanan firmanın artan değeri borca ödenen faiz oranına değil borç miktarına bağlıdır. Böylece sermaye yapısı firma değerini etkileyecektir.

Kurumlar vergisi dikkate alındığında MM II. Önermesi şu şekilde değiştirilmektedir:

Kurumlar vergisi işleme dahil edildiğinde, borçlanmanın sağladığı vergi tasarrufu ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir. Kaldıraç kullanan firmanın ortalama sermaye maliyeti şu şekilde bulunmaktadır: (Brealey ve diğerleri,1999: 416)

$$İoL = (1-Tc)İb[Borç / V] + İe[Özsermaye / V]$$

Kaldıraç kullanan firmanın öz sermaye maliyeti ise şu şekilde belirlenmektedir:

$$İeL = İeU + (İeU - İb) (1 - Tc) [Borç / Özsermaye]$$

Formülde;

$İeL$ = Borç kullanan firmanın özsermaye maliyetini göstermektedir

Kaldıraç kullanma miktarındaki artış firmanın riskliliğini ve buna bağlı olarak da firmanın özsermaye maliyetini artırmaktadır. Ancak ek borçlanma kurumlar vergisi ödemelerini azalttığından ortalama sermaye maliyetini düşürmektedir.

Borçla finansmanın vergi avantajı olmasına rağmen %100 borçla finansmanın gerçek yaşamda uygulanması imkansız olmaktadır. Ayrıca aşırı borçlanma firmanın bütün gelirlerinin faiz ödemelerine gitmesine ve vergiye konu olan kar rakamının çok düşük olması vergi tasarrufunu azaltmakta hatta yok etmektedir (Modigliani ve Miller, 1963:217).

2.3.4.1. Modigliani ve Miller'e Yönelik Eleştiriler

MM (1958) modeline yönelik yapılan eleştiriler aşağıdaki şekilde özetlenebilir. (Akgüç, 1998; 498-499; Türko, 1999; 512-513)

a) Sermaye piyasalarında her zaman tam rekabet koşullarının geçerli olduğu söylenemez. Bu piyasalarda bilgiye ulaşmanın ve alım satım işlemlerinin bir maliyeti vardır.

b) Sermaye piyasalarında arbitrajı sınırlayan ve engelleyen kurumsal etkenler bulunmaktadır. Sermaye piyasasına önemli kaynak sağlayan kurumsal tasarrufları toplayan kuruluşlar, hemen arbitraj işlemi yapamamaktadır. Bu kurumların portföyünde hareketsizliğe yol açan veya arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktiren bürokratik engeller bulunmaktadır.

c) Sermaye piyasasında hisse senetlerini satın alma veya satma gibi işlemlerin bir maliyetinin oluşu, arbitrajı sınırlamaktadır. Arbitraj ancak sağlanacak faydanın işlemin gerektireceği giderleri aştığı takdirde yapılabilir.

d) Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetinin bireyler için, büyük firmalara oranla daha yüksek olmasına yol açar. Yalnız bu durum, finansal kaldıraç faktöründen yararlanan bir firmanın, finansal kaldıraçtan yararlanamayan ya da daha az yararlanan firmalardan daha yüksek bir değere sahip olmasına neden olabilir.

e) MM'in modeline karşı yöneltilen eleştirilerden bir diğeri de aşırı borçlanma durumudur. Aşırı borçlanma durumunda borçlanma maliyetinin yükseleceği ve bunun sermaye maliyeti üzerine etkisinin olacağı savunulmaktadır.

f) MM iflas maliyetlerinin olmadığını varsayar. Bu etkin piyasa yapısında, iflas aşamasındaki firmaların varlıklarının piyasa fiyatından satabileceği anlamına gelmektedir. Ancak gerçek dünyada firmanın iflası halinde varlıklarının gerçek değerinin altında paraya çevrilme olasılığı iflas maliyetlerini ortaya çıkartmaktadır. Ayrıca tasfiye giderleri de firma için ek bir maliyet unsurunu meydana getirmektedir.

g) MM, firmaların büyüme oranlarını dikkate almamışlardır. Dağıtılan ve dağıtılmayan kar payları hisse senetleri fiyatlarını etkileyerek firma değerini artırabilmektedir (Durand, 1959; 647-652).

2.3.5. Diğer Yaklaşımlar Ve Modeller

2.3.5.1. Miller Modeli

Merton Miller, 1977 yılında MM'in modellerine dahil etmedikleri gelir vergisini de modele dahil etmiş ve kurumlar vergisi ile birlikte ele almıştır. Merton Miller'ın ilk olarak 1977 yılında savunduğu yaklaşımına göre; borçla finansmanı tercih etme nedenleri, borçla finansmandan kaynaklanan faiz ödemelerinin sağlamış olduğu vergi tasarrufudur. Firmaların sermaye yapılarının belirlenmesinde kurumlar vergisinin yanı sıra yatırımcıların ödediği gelir vergisi de önemli bir rol oynamaktadır (Miller, 1977:261-265). Miller Model'ine göre, yatırımcılar iki tür gelir vergisine tabi olacaklardır. Bunlar, tahvil sahiplerinin elde ettikleri faiz gelirleri için ödedikleri gelir vergisi, hisse senedi sahiplerinin elde ettikleri gelirler için ödedikleri gelir vergisidir.

Faiz gelirleri sadece kişisel düzeyde vergilendirilebilirken, hisse senedi gelirleri hem kişisel hem de kurumsal düzeyde vergilendirilebilmektedir. Firma borçlanma düzeyini artırarak vergi tasarruf sağlasa bile, bireyler kar payı ve sermaye kazancına, faiz gelirlerinden daha az vergi ödeyeceklerinden dolayı vergi avantajı azalacak veya ortadan kalkacaktır. Ayrıca sermaye kazançları için ödenecek olan vergiler de hisse senedi satılınca kadar ödenmeyeceğinden bu durumu da faize karşı bir avantaj sağlamaktadır. Miller, bu noktadan hareketle kurumlar vergisi ve gelir vergisi bir arada düşünüldüğünde optimal bir sermaye yapısı bulunmadığı sonucuna varmaktadır. Ancak gelir vergisi hesaba katıldığında, vergi tasarrufu etkisi azalsa bile kurumlar vergisi ile gelir vergisi arasındaki oran farkına bağlı olarak, vergi tasarrufu avantajı tamamen ortadan kalkmayacaktır (Brigham ve Houston, 2004; 618-619).

2.3.5.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Yaklaşımı

Finans literatüründe Finansal sıkıntı maliyetleri iflas maliyetleri yaklaşımı olarak da adlandırılmaktadır. Haugen ve Senbet tarafından 1978 yılında geliştirilen yaklaşıma göre işletmelerin borçla finansmanı daha fazla kullanmaları sabit

yükümlülüklerini yerine getirememe ihtimalinin artmasına ve finansal sıkıntıya neden olacaktır (Haugen ve Senbet, 1978: 383). Finansal sıkıntı, varlıklar toplam değerinin borç tutarından az olması durumunda veya faaliyetlerden elde edilen nakit akımlarının firmanın cari yükümlülüklerini karşılayamaması durumunda ortaya çıkmaktadır.

Finansal sıkıntı giderilemediği zaman firma iflas veya tasfiye durumuyla karşı karşıya kalmaktadır. İflas, firmanın borçlarına ilişkin yükümlülüklerini karşılayamaması halinde veya borç sözleşmelerinde iflasa yol açabileceği belirtilen maddelerin yerine getirilmemesi nedeni ile ortaya çıkar ve ortakların yatırımlarının bir kısmını ya da tümünü kaybetmesi halini ifade etmektedir. Tasfiye ise, firmanın, varlıkların parça parça satılması sonucunda oluşan toplam değerinin, beklenen nakit girişlerin piyasa değerinden fazla olması halinde gerçekleşmektedir.

Bir firmada iflas ihtimalinin iki önemli belirleyicisi vardır. Bunlardan birincisi, firmanın borç yükümlülüklerini karşılaması için gereken nakit akımı tutarı ile faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımı arasındaki ilişkidir. Firmanın faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımı tutarı, yükümlülüklerini yerine getirmek için gerekli tutardan ne kadar fazla olursa iflas ihtimalide o kadar az olmaktadır. İkinci önemli unsur ise, firmanın faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımlarının zaman içinde gösterdiği dalgalanmalardır. Bir firmanın nakit akımındaki dalgalanmalar ne kadar fazla olursa ilgili dönemde firmanın karşılaştığı sorunları çözmesi de o kadar zorlaşmaktadır. Buna karşılık, düzenli nakit akımına sahip olan firmaların borçlanma seviyesinin yüksek olması belirli bir seviyeye kadar risk unsuru olarak görülmemektedir (Damodaran,2001: 542-543).

Finansal sıkıntı maliyetleri firmaların karşılaşılabilecekleri ve onları iflasa kadar götürebilecek bazı zor durumların firmaya olan maliyetleridir. Finansal sıkıntı, dolaysız iflas maliyetleri ve dolaylı iflas maliyetleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

a) Dolaysız İflas Maliyetleri

İşletmelerin iflası durumunda oluşurlar. Dolaysız iflas maliyetleri, yasal ödemeler, borç verenlerin açtıkları davalar nedeniyle varlıkların nakde çevrilme süresinin uzaması ve buna bağlı olarak varlıkların fiziksel zarar görmesi nedeniyle oluşan maliyetler, avukat ücretleri, mahkeme masrafları, muhasebe ve hesaplamalar için yapılan ödemeler ve yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Dolaysız iflas maliyetleri, firmanın organizasyon yapısına ve sözleşmelerin özelliklerine bağlı olarak değişmektedir. Karmaşık sözleşme yapısına sahip firmalarda direkt iflas maliyetleri daha yüksek olmaktadır (Sabal, 2002:197).

b) Dolaylı İflas Maliyetleri

Dolaylı maliyetler resmi iflas veya tasfiyeden önce maruz kalınan maliyetlerdir (Shapiro,1998:409). Dolaylı maliyetler iflas ihtimalinden dolayı, işletmenin işleyişinin aksamamasından kaynaklanmaktadır. Bu maliyetler, firmanın piyasa itibarını kaybetmesi, firmaya olan güveninin kaybolması, yöneticilerin amaçlardan uzaklaşması, firmanın borç bulmada karşılaştığı zorluklar, hammadde sağlayanlarla ilişkilerinin bozulması, müşterilerin rakip firmaları tercih etmeleri ve çalışanların işten ayrılmak istemesi gibi ölçülemeyen türden maliyetlerdir (Ercan ve Ban ; 2005: 238).

Bir firmanın borçlanma düzeyi arttırdığı zaman, vergi tasarrufunun bugünkü değeri de artacaktır. İflas ihtimali ve iflas maliyetleri, kaldıraç oranı ile artan oranda artarsa, yüksek borç düzeyi yatırımcılar tarafından istenmeyecektir. Net vergi etkisi, firma değerini olumlu etkileyecek ancak iflas maliyetleri olumsuz etkileyecektir. Böylece, firmanın değeri ilk önce, borcun vergi avantajından dolayı artacaktır. Buna karşın iflas ihtimali ciddi bir şekilde artacak ve firmanın değerinin düşmesine neden olacaktır. İflas maliyetlerinin ve vergilerin firma değeri üzerindeki bu etkisi şu şekilde formüle edilebilir:

$$\text{Firma Değeri} = \text{Kaldıraçsız Firma Değeri} + \text{Borcun Net Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri} - \text{İflas Maliyetlerinin Bugünkü Değeri}$$

Optimal sermaye yapısı firma değerinin maksimize edildiği noktadır. Bu noktada vergiler ve iflas maliyetleri dengelenmektedir. Aynı sektör içinde aynı işletme riskine sahip firmalar, vergi avantajı ile iflas maliyetleri arasında aynı dengelemeye sahiptirler (Tylor, 1991, 39).

Firmanın borcunun olması durumunda finansal sıkıntıdan söz edilebilir. Borçla finanse edilmeyen bir firmanın iflas riski bulunmamaktadır. Finansal sıkıntı ihtimalinin artması firmanın sermaye maliyetini artırarak firma değerinde azalmaya yol açmaktadır (Ercan ve Ban, 2005; 239).

2.3.5.3. Temsilcilik Maliyetleri Yaklaşımı

Bu teorinin temelini Jensen ve Meckling 1976 yılında yaptıkları çalışmada atmıştır. Temsilci maliyetleri yaklaşımının temelini, işletme yöneticileri ile hissedarlar ve hissedarlar ile işletmeye borç verenler arasındaki çıkar çatışmaları oluşturmaktadır. Bu yaklaşım, firmanın optimal sermaye yapısını belirlemede işletmenin çıkar gruplarının işletmeye getirdiği maliyetlerin etkili olduğu görüşünü öne sürmektedir (Durukan 1997 :34). Bir başka ifadeyle optimal sermaye yapısı; yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmasının yol açtığı maliyetlerin minimize olduğu sermaye yapısı olarak tanımlamaktadır

Temsil ilişkisi, işletme sahip ve/veya ortaklarının (yetki devreden)kendi menfaatine faaliyette bulunacak kişiye(temsilci), karar verme yetkisini devreden bir sözleşmeyi kapsamaktadır.

Jensen ve Meckling, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki uyuşmazlıklar ve hissedarlar ile borç sahipleri arasındaki uyuşmazlıklar olmak üzere iki tür uyuşmazlıktan bahsetmektedir.

Borç verenler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasının nedeni, işletmeye borç verenlerin işletmeden talep ettikleri tutar sabitken, hissedarların talebi ise işletmenin gelirleri ile doğru orantılı olarak değişmektedir. Dolayısı ile böyle bir durumda, hissedarlar daha çok getirisi sağlayacak riskli projeleri tercih edeceklerdir.

Oysa işletme borç verenler kendi alacaklarını garanti altına almak için daha az riskli projeleri tercih edeceklerdir. Bu nedenle, kendilerini riskli bir projenin kabulü durumunda artan riske karşı korumak amacıyla, firmadan talep ettikleri faiz oranını artırırılar veya borç sözleşmelerine kısıtlayıcı maddeler eklerler. (Durukan, 1997 :34). Bu durum firma değerinin düşmesine neden olacaktır. Temsil maliyetleri etkin olmayan piyasalarda ortaya çıkmaktadır. Etkin piyasalarda firmaya borç verenler, hissedarların bencil davranışlarından korundukları için temsil maliyetleri ortaya çıkmamaktadır

Bu yaklaşımın göz önüne aldığı diğer bir çıkar çatışması ise hissedarlar ile yöneticiler arasında yaşanmaktadır. Temsil ilişkisinde her iki tarafın da kendi menfaatlerini en üst düzeye çıkaracak şekilde davrandığı göz önünde bulundurulduğunda, temsilcinin her zaman için temsil edilenin menfaatine uygun davranmayacağı açıktır. Temsilcinin, temsil edilenin menfaatlerini artırmak yerine, firma kaynaklarını kendi menfaatleri doğrultusunda kullanmaya başlaması temsil maliyetini doğurmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976:360).

Borçla finanse edilen bir işletmenin yöneticisi, iflas durumunda kendisi de zarar göreceği için daha çok çalışacaktır. Ancak, öz kaynakla finanse edilen bir işletmenin yöneticisi, daha büyük bir ofis, işletme arabası gibi imkânlardan yararlanma eğiliminde olacaktır. Bunun nedeni, yönetici işletmenin hisse senetlerine sahip olsa bile işletmeye yüklediği kendi kişisel giderlerinin diğer hissedarlar tarafından da paylaşılmasıdır.

Öte yandan, yöneticinin işletmenin tek sahibi olması durumunda, bu giderler yöneticinin kendi öz sermayesini azaltacağından, yönetici işletme imkânlarını kendi kişisel çıkarları için kullanmayacaktır.

Yöneticiler, ayrıca işletme değerini arttıracak sorumluluklarının bir bölümünden kaçınma eğilimi içine girebilmektedirler. Kendi pozisyonlarını güçlendirmek isteyen yöneticiler, özellikle serbest nakit akışının mevcut olduğu zamanlarda, sermaye sahiplerine kar payı ödemesi yapmaktan kaçınmaktadırlar.

Çünkü bu yöneticilere göre, işletmenin finansman ihtiyacının ne kadar çok kısmı işletmenin öz kaynaklarından karşılanırsa, işletme o ölçüde borç veren yatırımcıların denetiminden kurtulmaktadır.

Yöneticiye işletmenin sağladığı bu ek imkânlar ile ilgili giderler ve hissedarların yöneticileri kontrol amacı ile aldıkları önlemler için yapılan harcamalar da temsilci maliyetlerini oluşturmaktadır.

Temsilci maliyetlerinin azaltılmasının bir yolu işletmenin borçlanma miktarını artırmasıdır. Borcun faiz ödemeleri, işletmelerin gereksiz harcamalar için kullanmaya eğilimli oldukları nakitlerinin azalmasına neden olacaktır. Borçla finansman nakit akışlarının işletmeye borç verenlere yönlendirilmesini sağlayarak yöneticilerin kendilerine ek yarar sağlamalarını önleyecektir.

Temsilcilik maliyetlerini azaltmak için kullanılacak bir diğer yöntemde, karar alma ile bunun denetiminin birbirinden ayrılmasını sağlayan hiyerarşik yapıdır. Burada yöneticiler, firma ile ilgili bir faaliyetin yapılması için yürütme fonksiyonunu üstlenmektedirler. Denetim fonksiyonu ise yönetim tarafından başlatılan bir faaliyetin yapılmasını onaylama ve yürütülmesini takip etme şeklinde işlemektedir. Bu sistem ile temsilcilik maliyetleri en aza indirilmeye çalışılmaktadır.

2.3.5.4. Bilgi Farklılığı Yaklaşımı

Bilgi farklılığı yaklaşımının temel dayanağını, işletme yöneticileri ile işletme dışı çıkar gruplarının işletme ile ilgili sahip oldukları bilgilerin farklılığı oluşturmaktadır. İşletme dışı çıkar grupları işletmenin verdiği sermaye yapısı kararlarına göre (borçlanma veya hisse senedi ihraç etme), işletme ile ilgili çıkarımlarda bulunarak kendileri ile işletme yöneticileri arasındaki bilgi farklılığı düzeyini azaltmaya çalışmaktadırlar.

Etkin sermaye piyasasında tüm katılımcılar aynı bilgi düzeyine sahiptir ve finansal varlıkların piyasa fiyatı tüm bilgileri kapsamaktadır. Bu piyasalarda fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların en etkin kullanıcılara

aktarılması esas olmaktadır. Firma içi fonlarla firma dışı fonlar arasında büyük bir fark olmayacağı gibi, firmaların borç ya da öz kaynak yoluyla finansman sağlamaları da performanslarını etkilemeyecektir. Ancak, gerçek hayatta sermaye piyasaları etkin değildir ve tüm piyasa katılımcılarının aynı bilgi düzeyine sahip değildir. Bu durum önemli miktarda işlem ve bilgilenme maliyetlerine neden olmaktadır. Sermaye piyasalarında katılımcıların bilgi düzeyinin farklı olması ile sözleşmelerin uygulama süreçlerinin maliyetli olması asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmaktadır.

Asimetrik bilgi sermaye piyasalarında manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti, ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve temsil problemlerinin ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Ters seçim, sözleşme yapılmadan önce sözleşmeye konu olan işlemle ilgili bilginin saklı olması (hidden information) nedeniyle farklı karar verilmesi durumunu ifade etmektedir. Piyasadan borç almak isteyenler borç verenlere göre bilgi avantajına sahiptirler ve bazı olumsuz bilgileri saklayabildikleri gibi bazı bilgileri de farklı yansıtabilmektedirler. Bu durumda, finansal piyasalarda arzu edilmeyen sonuçlara yol açacak müşteri seçimlerinin yapılma ihtimali yüksek olmaktadır. Bu ihtimali bilen yatırımcıların, borç isteyenlerin yüklendikleri risk ve yatırım tercihleri hakkında değerlendirme yapamaması fon sunumlarını sınırlandırmakta ya da yükselen risk primini dengeleyecek yüksek bir faiz oranı talep etmelerine neden olmaktadır. Böylece olumlu özelliklere sahip borç isteyenler ya yüksek maliyete katlanmak zorunda kalacaklar ya da piyasadan uzaklaşacaklardır. Piyasada olumsuz niteliklere sahip borç arayanların çoğalması, yatırımcıların bu kişilere fon sağlama yani ters seçim yapma ihtimalini artmasına yol açacaktır (Wet,2004: 621).

Ahlaki tehlike ise, bir sözleşmeden sonra saklı bilginin ortaya çıkmasıyla oluşmaktadır. Fon talep eden kurum ya da kişinin fonu kendisi için faydalı ancak fonu sağlayanın zararına olabilecek faaliyetlerde bulunarak, zarar görmesine neden olması sorunudur. Ahlaki tehlike problemi, düşük riskli varlıkların, riskli varlıklara ikame edilmesiyle gözlemlenebilir hale gelmektedir. Bu sorunun çözümü, izleme ve kontrol mekanizmalarının işletilmesinden geçmektedir.

Firmanın yöneticileri ve yatırımcılar arasında asimetrik bilginin olmadığı varsayıldığında, bir projenin finansmanın özkaynaklarla sağlanması halinde, bu yatırım eski ve yeni ortaklar için karlı olmaktadır. Asimetrik bilginin olması halinde ise piyasada belirlenen hisse senedi fiyatının yöneticilerin tahmin ettikleri fiyattan yüksek olması halinde yeni hisse senedi ihracından firmanın eski ortakları zarar ederken yeni ortaklar karlı çıkmaktadır. Yeni projenin pozitif net bugünkü değerinden elde edilen fayda yeni yatırımcılara gitmektedir. Bu nedenle yöneticiler bir projenin net bugünkü değeri pozitif olsa bile projeyi reddedebilmektedir. Bu tür durumlar için Myers Majluf (1984), yatırımların finansmanında, öncelikle iç kaynaklar daha sonra risksiz borç ve en son olarak da hisse senedi ihracını önermiştir.

Sermaye yapısının değişmesi ile yatırımcıların beklentileri de değişir. Bu nedenle, işletme yöneticileri, sermaye yapısını değiştirerek üçüncü şahıslara işletmenin geleceği ile ilgili mesajlar gönderirler. Çıkar grupları, işletmelerin tahvil ihraç etmelerini, işletmenin piyasa değerinin artacağı, hisse senetlerinin değer kazanacağı şeklinde yorumlarlar. Bunun nedeni, işletme yöneticilerinin işletmenin piyasa değerini artıracak net bugünkü değeri pozitif olan projeyi borçlanarak finanse etmeyi tercih edecekleri varsayımıdır (Harris ve Raviv,1990:315). Ayrıca yeni kurulan firmalarda hisse senedi ile finansman, yönetimin firma geleceği hakkında olumsuz düşüncelere sahip olduğu şeklinde yorumlanacağı için hisse senedinin piyasa fiyatını düşürmektedir. Bu gibi durumlarda, firmanın yatırım projelerinin finansmanını borç kullanarak sağlaması ve normal şartlarda ise daha az borç kullanmaları önerilmektedir (Smith,1999: 298).

Son yıllarda bilgi teknolojisinde yaşanan hızlı değişim ile firmalar tarafından internet kullanımının yaygınlaşması, firma faaliyetlerine yönelik finansal raporların internette yayınlanmasıyla yatırımcılar gerekli bilgilere hızlı ve kolay bir şekilde ulaşabilmektedirler. Firmalar açısından bu tür bilgilerin internette yayınlanması asimetrik bilgilenme düzeyini azaltarak maliyet avantajı sağlamaktadır.

2.3.5.5. Dengeleme Teorisi

Dengeleme teorisi ilk defa Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilmiştir

MM'in (1963) vergiyi de dikkate alan modeline finansal sıkıntı ve temsilci maliyetlerinin eklenmesi, sermaye yapısı dengeleme modeli oluşturulmuştur. Borçla finansmanın avantajı olan faizin vergi tasarrufu ve borçla finansmanın maliyeti olan finansal sıkıntı ve temsilci maliyetleri arasındaki denge noktasının oluşturulması modelin temelini oluşturmaktadır (Korkmaz ve diğerleri,2009: 33).

Dengeleme teorisine göre hedef borç oranı firmadan firmaya farklılık göstermektedir. Güvenli, sabit varlığı olan ve vergilendirilebilir gelire sahip firmalar yüksek hedef borç oranına sahiptirler. Karlı olmayan, riskli ve yeterli sabit varlığı bulunmayan firmalarda ise hedef borç oranı düşüktür. Dengeleme teorisi, MM'in yaklaşımında ifade edildiği gibi olabildiğince borçlanmak yerine ılımlı borç düzeylerinde olunması gerektiği belirtilmektedir (Brealey ve diğerleri, 1999:425). Borç kullanımı firma performansı açısından önemli ve olumlu bir göstergedir. Ayrıca firma yöneticilerinin firma kaynaklarını karlı olmayan yatırımlara harcamaları önlenerek temsilcilik maliyetleri uyumlaştırılmaktadır. İlave her bir borcun maliyeti ise iflas riski ve iflasla ilişkili diğer maliyetlerdir. Borçlanma düzeyi için optimal nokta, ek borçlanmanın sağlayacağı marjinal vergi tasarrufunun bu günkü değerinin, iflas maliyetinin bu günkü değerine eşit olduğu noktadır.

Optimal noktadan sonra firma borçlanmaya devam ederse borcun vergi avantajı ortadan kalkarak finansal sıkıntı ve iflas riski artacaktır. Bu durum firmaların neden sürekli borçlanamayacağını açıklamakta ve firmalar için optimal sermaye yapısının var olduğunu göstermektedir.

2.3.5.6. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Myers ve Majluf (1984) yapmış oldukları çalışmalarında finansman hiyerarşisi kuramını tanımlamıştır. Finansal hiyerarşi teorisine göre firmanın finansman politikası bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Bu hiyerarşi en az riskli ve bilgi

maliyetinden en az etkilenen finansal kaynakların sıralamasıyla oluşmaktadır. Bu teoriye göre, yatırımları finanse etmek isteyen firmalar, öncelikle işletme içi kaynaklara daha sonra borçlara en sonunda ise hisse senedi ihracına başvurmaktadırlar. Teoriye göre, firmaların belirleyecekleri bir optimal kaldıraç oranı yoktur. Borç oranları, firmada yaratılan kaynakların düzeyine ve yatırım harcamalarına göre değişiklik göstermektedir. Teoriye göre, firma içinde yaratılan nakit akımları, firmanın karlılığı, yatırımlar ve firmanın yaşı arttıkça dış kaynaklara olan ihtiyaç azalacak ve firmanın kaldıraç düzeyi düşecektir. Finansal hiyerarşi teorisi, karlı firmaların neden düşük oranda borç kullandıklarına açıklık getirmektedir. Bu teori, karlı firmaların düşük borçlanma oranını optimal kabul ettikleri için değil, dış kaynaklara fazla ihtiyaç duymadıklarından kaynaklandığı şeklinde açıklamaktadır. Karları düşük olan firmalar ise, yatırım harcamalarını iç kaynaklarla finanse edemedikleri için borçlanma yoluna gitmektedirler (Brealey ve diğerleri, 1999:427).

Finansal hiyerarşi teorisine göre işlem maliyetleri, finansman kaynakları içerisinde borçla finansmanın ağırlıklı olması durumunda gerçekleşecektir. Teoriye göre borçla finansmandaki işlem maliyetleri, yeni hisse senedi ihracından daha düşük olduğu için firmalar öncelikle iç kaynakları, daha sonra borçları ve en son olarak da hisse senedi ihracını tercih etmektedirler. Dolayısıyla borçla finansman bile yeni hisse senedi ihracından önce gelmektedir (Baskin, 1989:26).

2.3.5.7. Ürün-Pazar Etkileşimleri Yaklaşımı

Brander ve Lewis (1986 ve 1988) ile Maksimovic (1988), ürün-pazar rekabetinde stratejik bir değişken olarak finansal yapının kullanımı üzerine çalışmalar yapmışlardır.

Bu yaklaşım ilk olarak firmaların ürün piyasalarındaki rekabet stratejileri ile sermaye yapısı arasında ilişkiyi incelemektedir. İkinci olarak ise firmanın her bir ürüne ait pazarlama stratejisi veya ürünlerin ve üretimde kullanılan girdiler ile sermaye yapısı arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu stratejik değişkenler

ürünlerin fiyatı ve miktarıdır. Söz konusu yaklaşıma göre pazar yapısı, sermaye yapısını etkilemektedir. Ayrıca kaldıraç düzeyi de, ürün-pazar fiyatlarını etkilemektedir.

Bu yaklaşım ürün-pazar rekabetinin genişlemesinin, sermaye yapısını etkileyeceğini göstermektedir. Oligopolist firmalar rekabet halinde monopolist firmalara göre daha fazla borç kullanmaktadır ve kullanılan bu borcun vadesi uzun olmaktadır. Rekabet azaldığı zaman borçlanma oranı da düşmektedir. Özellikle ve yüksek kalitede üretim yapan firmalar diğer faktörler sabit kaldığında daha az borç kullanmaktadırlar. Ayrıca yoğun bir sendikalaşmanın olduğu ve çalışanlarının becerilerinin kolaylıkla transfer edildiği firmalarda daha fazla borç kullanması gerektiğine işaret edilmektedir (Haris ve Raviv, 1990:319).

Bu yaklaşıma göre fiyatlar sermaye yapısının etkilemektedir. Monopoller için borç oranları, fiyatlar üzerinde çok fazla bir etkiye sahip değildir. Ancak oligopollerde bu etki, pozitif ve önemli olmaktadır. Oligopoller için borç oranları, reklam harcamaları üzerinde önemli ve pozitif etki göstermektedir. Bu etki, monopoller için önemli bulunmamıştır.

2.4. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Finansman teorisine göre, işletmeler yatırım projelerini finanse ederken, optimal sermaye yapısını araştırmalı ve bu yapıyı bozmayacak şekilde finanse etmelidir (Özdemir,1999:403). Firmaların optimal sermaye yapısına ulaşp ulaşamayacakları konusu beraberinde sermaye yapısının oluşturulmasında etkili olan faktörlerin araştırılmasını gerekli kılmaktadır. Sermaye yapısının oluşturulmasında, işletmelerin ne kadar öz kaynak, ne kadar yabancı kaynak kullanması gerektiği konusu ülkeden ülkeye, sektörden sektöre değişmektedir. Ülkelerin farklı ekonomik şartlara sahip olması, firmalara özgü değişkenlerin de farklılaşmasına neden olmaktadır. Hatta aynı ekonomik düzen içerisinde aynı endüstri dalına ait firmalar arasında bile sermaye yapısı kararlarında farklılıklar görülmektedir.

2.4.1. Finansman Kaynaklarının Seçilmesinde Göz Önünde Bulundurulması Gereken Hususlar

Sermaye yapısının oluşturulmasında finansman kaynaklarının özellikleri önemli bir faktördür. Kaynaklar arasında tercih yapılırken, elde edilecek gelir, risk durumu, esneklik, denetim, maliyet, uygunluk ve zamanlama açısından karşılaştırılma yapılmaktadır (Akgüç, 1998, 501). Finansman kaynaklarının seçilmesinde göz önünde bulundurulması gereken hususlar kısaca şunlardır.

1.Risk

Risk, firmanın yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu olarak ifade edilebilmektedir. Yüksek iş riskine sahip firmalar, daha düşük iş riskine sahip olan firmalara göre daha az borç kullanmalıdırlar. Firmalar, finansman kararlarını verirken risk ve karlılık arasındaki ilişkiyi dikkate alarak, risk ve karlılığı uyumlaştırmak zorunda kalmaktadırlar. Yüksek riskli fon kaynaklarının yüksek getiri sağlayacağı düşüncesiyle firmanın varlığını tehlikeye atacak spekülasyon işlemleri girilmesi yüksek iş riskine sahip firmaları iflasa kadar götürebilmektedir. Satışları dalgalanma gösteren firmaların karlarındaki dalgalanma, özellikle maliyet yapısı içerisinde sabit giderlerin payı yüksek olan firmalarda daha büyük boyutlara ulaşmaktadır. Karları istikrarsız olan firmaların, riski azaltabilmek için finansman kaynaklarında daha büyük ölçüde öz sermaye kullanmaları gerekmektedir. Böylece, firmalar yüksek iş risklerini düşük bir finansman riski ile dengeleyebilirler (Brigham ve Houston, 2004, 624).

2. Uygunluk

Uygunluk ilkesi, sermaye yapısı oluşturulurken hangi tür aktiflerin finansmanında, hangi tür finansman kaynaklarının kullanılmasının daha uygun olacağının kararlaştırılmasıdır. Sağlanan fonların niteliği ve vadelerinin, finansmanında kullanıldıkları varlıkların niteliği ve vadesi ile uyum içinde bulunması gerekmektedir.

Firmalar borçlanmak için uygun varlıklara sahiplerse daha fazla borç kullanırlar. Duran varlıkların finansmanı için uzun vadeli finansman kaynakları ve özsermaye, dönen varlıkların finansmanı için ise, kısa vadeli finansman kaynaklarının kullanılması finansal riskin azaltılması açısından önemli olmaktadır (Akgüç, 1998, 501-502).

3. Esneklik

Finansman kaynaklarının firmanın gereksinmelerine göre ayarlanabilmesi, firmanın varlıkları arttığında genişleyebilmesi ve azaldığında kolaylıkla daralabilmesi esneklik olarak ifade edilmektedir.

Finansal esneklik; nakde hızlı dönüşebilir menkul kıymetlere, hazır değerlere sahip olmak ve borç piyasalarına ve banka borçlanmasına hazır olmayı ifade etmektedir. Normal şartlarda firmanın borç bulması kolaydır ancak zor dönemlerde sadece güçlü bilançooya sahip firmalar borç bulabilmektedir. Bu nedenle finansal esneklik önem kazanmaktadır. Çünkü finansal esneklik, firmanın elinde bir süre için de olsa atıl kalabilecek fon tutarını en düşük düzeye indirerek, kaynak maliyeti ve firmanın karlılığı üzerinde olumlu etkiler yapar. Kısa süreli finansman kaynakları ve kredi sözleşmelerine konan geri ödeme koşullarının esnetilmesi finansmanda esnekliği artırmaktadır (Akgüç, 1998, 504).

Finansal kaldıraç düzeyi sınıra yaklaştığında borçlanma kararı verirken faiz oranlarının yönü iyi takip edilmelidir. Eğer faiz oranının çok yüksek ve daha sonraki dönemlerde düşeceği tahmin ediliyorsa, bu gün tahvil ihracı yapmak yarın zorunlu olarak hisse senedi çıkarma durumunda kalmak firma için olumsuz bir durum olacaktır. Bu nedenle risk ve karlılık analizleri, esneklik analizi ile desteklenerek karar vermek daha uygun olmaktadır.

4. Finansal Kaldıraçtan Yararlanma

Finansal kaldıraç bir firmanın sermaye yapısında borçlanmaya daha fazla ağırlık vererek, öz sermaye karlılığının artırılmasıdır. Finansal kaldıraç, özsermaye

karlılığını veya hisse başına elde edilen net geliri etkilemektedir. Firmanın faaliyetlerinden sağladığı karlılık oranı, ödediği faiz oranından fazla olduğu müddetçe, firma borçlanarak öz sermaye karlılık oranını artırabilir. Bu durum finansal kaldıraçın firma lehine çalıştığının göstergesidir. Buna karşın firmanın karlılık oranı, ödediği faiz oranından düşükse firmanın borçlanması öz sermaye karlılık oranını ve hisse başına elde edilen geliri düşürmektedir. Firmanın faiz karşılama oranı azaldıkça finansal kaldıraç derecesi artmakta, faiz karşılama oranı arttıkça finansal kaldıraç derecesi azalmaktadır.

Bir firmanın sınırsız bir şekilde finansal kaldıraçtan yararlanması mümkün değildir. Çünkü finansman şekli riskli bir durum aldıkça firmanın borç bulması zorlaşacak ve yabancı kaynağın maliyeti yükselecektir (Akgüç, 1998, 503).

5. Maliyet

Firmaların finansman kaynaklarını temin ederken, fon kaynağının görünen ve görünmeyen maliyetlerini, finansman şekillerinin karlılık üzerine etkisini dikkate almaları gerekir. Firmalar kaynakların vergiden sonraki maliyetlerini hesaplamalıdır. Borç faizi ödemelerinin vergi matrahından düşülmesi imkanı, fon kaynakların görünür maliyeti ile gerçek maliyeti arasında bir fark yaratmaktadır. Bir firmanın kurumlar vergisi oranı ne kadar yüksek ise borç kullanma avantajı o kadar büyük olacaktır (Türko, 1999, 547).

Sadece borç için ödenen faizin değil aynı zamanda finansmanın temini amacıyla hazırlık aşamasında yapılan giderler, ipotek ve teminat masrafları, borç kaynakların ödeme takvimi, borç için katlanılan komisyon gibi diğer finansman giderlerinin de dikkate alınması gerekmektedir.

Fon kaynağının maliyeti, firma ölçeğine ve varlık yapısına göre artmakta veya azalmaktadır. Maddi duran varlıkları güçlü büyük ölçekli firmaların fon kaynağı maliyeti, maddi duran varlıkları yetersiz olan küçük ölçekli firmalara nazaran daha düşük olmaktadır.

6. Zamanlama

Zamanlama ilkesi, firmanın fona ihtiyaç duyduğu zaman elverişli koşullarda bu fonların temin etmesini ifade etmektedir. Bunun için firmaların para ve sermaye piyasalarını yakından takip etmeleri, kısa süreli finansman bonoları ya da hisse senedi ve tahvil ihraçlarını para ve sermaye piyasalarının elverişli olduğu zamanlarda yapmaları gerekir (Kandır, Önal, Karadeniz, 2007: 188).

Konjonktürün uygun olduğu dönemlerde, kısa süreli borçların uzun süreli borç haline dönüştürülmesi ya da yeni borçlar alma yolu ile sağlanacak fonların, elverişsiz şartlarla yapılan eski borçların ödenmesinde kullanılması (röfinansman), zamanlama ve finansmanda esneklik sağlaması açısından fayda sağlayacaktır (Akgüç, 1998, 504-505).

7. Kontrol veya Yönetimin Paylaşılması

Finansman kaynaklarının seçim aşamasında dikkat edilecek diğer bir husus, finansman seçeneklerinin kontrole etkisidir. Firmanın sahip ve/veya ortaklarının firma üzerinde kontrol yetkilerini paylaşmak isteği taşıyıp taşımadıklarına göre kaldıraç oranı belirlenmelidir. Firmanın sahip ve/veya ortakları açısından öncelikli amaç, firmanın yönetimini elinde bulundurmaktır ise ek fona ihtiyaç duyulduğunda borçlanma yolunu tercih edecektir. Fakat oy kontrolünü fazla önemsenmediği durumda ve borçla finansman firmaya önemli bir ödeme sorunu çıkarıyorsa bu durumda hisse senedi ile finansman tercih edilecektir. Borcun az kullanıldığı ve hisse senedi ile finansmanın tercih edildiği durumda da firmanın satın alınma tehlikesi bulunmaktadır (Brigham ve Houston, 2004, 624). Borç verenlerin işletme üzerindeki etkisi sınırlıdır (Berk, 2003:297). Genellikle orta vadeli kredilerde ve firmanın sermaye yapısının riskli bir hale gelmesi durumunda, borç verenler, kredi sözleşmelerine özel hükümler koyarak firma yönetimini etkileme imkanını koruyucu bir önlem olarak ellerinde bulundurmaktadırlar.

2.4.2. Finansal Kaynak Tercihini Etkileyen Faktörler

Firmalar, sermaye yapılarının bileşenlerini belirlerken hangi tür kaynakları tercih edeceği, uygunluk, risk, finansman kaldırıcından yararlanma, maliyet, esneklik, kontrol ve zamanlama gibi kriterlerin bağdaştırılmasına bağlıdır. Bu tercih yapılırken; genel ekonomik durum, endüstrinin özellikleri, firmanın özellikleri, yasal hükümler ve para otoritelerinin kararları ve borç verecek olanların davranışı ile ilgili faktörlerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

2.4.2.1. Genel Ekonomik Durum

Ekonomide yaşanan gelişmeler ve karar alıcıların izlemiş olduğu ekonomik politikalar, firmaların yatırım kararlarını ve bu yatırımların finansman yöntemini etkileyerek, firmaların piyasa değerlerini değiştirebilmektedir. (Aydın ve diğerleri,2004:285). Doğru ve sağlıklı finansman kararlarının alınması büyük ölçüde ekonominin gelecekteki durumuyla ilgili tahminlere bağlı olacaktır. Bu nedenle finansman kararları, bilinçli bir şekilde yapılan gelecek hakkındaki beklentilerin çerçevesi içinde ele alınmaktadır. Genel ekonominin durumu hakkındaki gelecekle ilgili bir takım tahminlerde bulunurken, bazı noktalara ağırlık verilmektedir (Özdemir,1999:317). Bu noktalar şöyle sıralanabilir.

1. Faaliyet hacmindeki Gelişmeler:

Genel olarak ekonomik hayatta ve/veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstride beklenen gelişmeler firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Eğer firmanın içinde bulunduğu endüstride bir büyüme bekleniyorsa fonlardaki beklenen artış finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanılmasının yaratabileceği sorunları önlemektedir. Buna karşılık ekonomi veya endüstri kolunda bir küçülme bekleniyorsa borçtan kaçınma ve özkaynaktan yararlanma, riski azaltma açısından uygun bir tutum olabilmektedir (Akgüç, 1998, 505).

Ülkede Gayri Safi Milli Hasılanın (GSMH) artması, ülkenin ekonomik performansının olumlu yönde gelişme gösterdiğinin bir göstergesi olarak kabul

edilmektedir. GSMH, bir ülkedeki ekonomik birimlerin belli bir dönemde, ürettikleri nihai mal ve hizmetlerin toplam parasal tutarıdır. GSMH'nin yıllar boyunca istikrarlı bir şekilde artış göstermesi, ülkenin ekonomik yönden refahını, ülkedeki işletmelerin faaliyetlerini ve sayılarını artırmaktadır. Bu durum, para ve sermaye piyasalarını da olumlu etkileyecektir. Sonuçta firmalar fon gereksinimlerini bu piyasalardan karşılamaktadır.

2. Para ve Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler:

Para ve sermaye piyasalarında meydana gelen gelişmeler, firmaların sağlayacakları kaynakların maliyetini ve bu kaynakların elde edilme imkanlarını etkilemektedir. Gelecekte elverişli koşullarda fon sağlama ihtimali artacaksa, firmanın bugün için hareket serbestini koruyacak şekilde bir finansman politikası izlemesi ve değişken faizli kısa süreli yabancı kaynaklardan yararlanması uygun olabilmektedir. Faizlerde yükselme bekleniyorsa, sabit faizle uzun süreli borçlanma, faizlerde düşme bekleniyorsa kısa süreli değişken faizle borçlanma uygun olacağı söylenebilir (Akgüç, 1998, 505).

Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmiş olması, risk, çeşitlendirme ve bilgi sağlama fırsatlarının artmasını sağlamaktadır. Buna bağlı olarak, hisse senetleri borsada işlem gören işletmelerin borçlanma imkanlarını genişletmektedir. Sermaye piyasasının gelişmesi, küçük ve orta ölçekli işletmelerin öz sermaye ve borçla finansman imkanlarını artıracaktır. Sermaye piyasalarının gelişmesine paralel olarak bankacılık sektörü de gelişecek ve böylece küçük işletmeler fon temininde zorluk yaşamayacaklardır.

3. Vergi Oranlarındaki Değişmeler:

Vergi oranı, firmanın borç-özsermaye oranı ile doğrudan ilişkilidir. Vergi oranındaki artış, firmanın borç-özsermaye oranında da artışa neden olacaktır. Firmaların borçlarının faiz ödemelerini gider olarak vergiden indirmesi borçla finansmanın en büyük avantajı olarak değerlendirilmektedir. Buna karşın kar payı ödemelerinin veya hisse senetlerinin geri satın alınması için yapılan ödemelerin

vergiden indirilmemesi firmaları yabancı kaynak kullanmaya teşvik etmektedir. Eğer gelecekte gelir vergisi oranlarında artış bekleniyorsa, yabancı kaynak kullanmak daha cazip hale gelecektir (Brigham ve Houston, 2004, 618). Ancak birçok ülkede yatırımcıların faiz gelirleri üzerinden ödeyecekleri vergiler, hisse senetlerinden sağlanan sermaye kazançlarından daha yüksek olabilmektedir. Bu durum özsermaye ile finansmanı, firma ve yatırımcıların ödemekle yükümlü olduğu vergi oranlarıyla ilişkili olarak daha çekici kılmaktadır (Koller, Goedhart ve Wessels, 2005, 476). Ayrıca yatırımlara uygulanacak yatırım indirimleri de firmaların sermaye yapısı bileşenlerini etkileyecektir. Yatırım indiriminin öz sermayeye mi yoksa borca mı yapılacağı firmaların kaynak tercihlerini etkileyecektir.

4. Kambiyo Piyasalarında ve Döviz Kurlarındaki Gelişmeler:

Firmaların yabancı kaynak kullanımında yerli parayı mı yoksa yabancı parayı mı tercih edeceği kambiyo piyasalarına ve döviz kurlarının seyrine bağlı olmaktadır (Akgüç, 1998, 506). Faaliyetlerinin büyük bir kısmını uluslararası piyasalarda gerçekleştiren firmalar döviz kurlarında meydana gelen değişimlerden etkileneceklerdir. Döviz kurundaki değişikliklerden dolayı karları azalan firmalar da işletme riski etkilendiği için daha düşük kaldıraç düzeyini tercih edeceklerdir (Brigham ve Houston, 2004, 600).

2.4.2.2. *Endüstrinin Özellikleri*

Firmaların faaliyette bulundukları endüstrinin özellikleri, firmaların sermaye yapısı üzerinde etkili olmaktadır. Örneğin rekabetin yoğun olduğu gelecek dönemlerde, satışların ve karların tahmininin sağlıklı yapılamadığı endüstrilerde işletmeler riskten kaçınmak için özsermaye ile finansman şeklini tercih edeceklerdir.

Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen endüstriyle ilgili faktörleri şu şekilde sıralanabilir.

1. Mevsimlik Hareketlerden Etkilenme:

Mevsimsel hareketliklerin geniş etkisi görülen endüstrilerde, esnekliği sağlamak amacıyla sermaye yapısının bileşenleri oluşturulurken kısa vadeli finansman kaynakları daha fazla yer almaktadır (Akgüç, 1998, 507). Uzun vadeli finansman kaynakları bu tür firmalarda mevsime göre genişleme ve daralma süreçlerinin yaşanması ayrıca firmaya uzun vadeli finansal yükümlülükler getirmesi nedeni ile tercih edilmemektedir.

2. Dönemsel Hareketlerden Etkilenme:

Satışları, dönemsel hareketlerden, milli gelirdeki dalgalanmalardan etkilenmeyen sektörlerin ürettikleri mallara karşı talebin gelir esnekliği düşük olmaktadır. Özellikle dayanıksız tüketim malları üreten endüstriler, aile bütçesi içerisinde fazla yer tutmayan ucuz mallar üreten sektörlerin ve ürettikleri mamullerin kullanılışı yaygın bir alışkanlık halini almış sektörlerin satışları gibi bazı endüstrilerin satışları dönemsel hareketlerden ve milli gelirdeki dalgalanmalardan etkilenmemektedir. Buna karşın, gelir esnekliği yüksek olan malların, özellikle dayanıklı tüketim mallarını üreten endüstrilerin satışları, dönemsel hareketlerden ve milli gelirdeki dalgalanmalardan daha fazla etkilenmektedir. Bu sektörlerde, finansman kaynakları arasında bir seçim yapılırken, risk ve esneklik unsurları dikkate alınmaktadır. Bu sektörlerde ağır borç yükü, finansman riskini arttırarak, faaliyetlerin canlı olmadığı dönemlerde borç ödeme konusunda firmaları güç durumda bırakabilmektedir. Böylece dönemsel hareketlere duyarlılığı fazla olan sektörlerin görece olarak daha fazla özsermaye kullanmaları, riski hafifletmek açısından yararlı olmaktadır. Satışları istikrarlı olan sektörler istikrarsız olan sektörlerle göre daha fazla sabit finansman yükü taşıyabilir ve daha fazla borç kullanabilir (Akgüç, 1998:507).

3. Endüstrideki Rekabet:

Sektördeki rekabetin şekli ve düzeyi, firmalar tarafından kullanılacak finansman kaynaklarının seçimini etkileyen bir faktördür. Firmaların borçlanma düzeyi konusunda, satışlardaki istikrar kadar, kar marjının istikrarı da önemli bir faktördür. Rekabetin şiddetli olacağı gelecek dönemlerde, satışların ve kar

marjlarının tahmin edilmesi zor olacağından, fazla risk üstlenmemek için, özsermaye ile finansman tercih edilmektedir. Rekabetin olmadığı veya sınırlı olduğu sektörlerde faaliyet gösteren firmalar finansmanda borçlanmaya yoluna gidebilmektedir. Çünkü bu tür sektörler için, satışların ve satışlar üzerinden karın önemli ölçüde dalgalanması söz konusu değildir. Satışlar ve karlar sağlıklı olarak tahmin edilebilmektedir. Bu nedenle firmaların, finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanarak finansal kaldıraç derecesini yükseltmeleri riskli bir durum yaratmaz.

4. Endüstrinin İçinde Bulunduğu Dönem:

Endüstriler de kendi aralarında değişen yaşam dönemlerine sahiptir ve bulunulan aşama firmaların sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olmaktadır. Endüstrinin geçirdiği yaşam dönemine göre firmaların sermaye yapısı kararları da değişmektedir. Endüstrinin emekleme ve çocukluk döneminde, başarısızlık ihtimali daha yüksek olduğundan, finansmanda riski azaltabilmek için özsermaye ile finansmana ağırlık verilmektedir. Endüstrinin büyüme, gelişme döneminde ise, finansmanda esneklik ve hareket serbestisi ön plana çıkmaktadır. Bu dönemde firmalar finansman kaynaklarına kolaylıkla ulaşabildikleri için borçlanma oranlarında artış görülmektedir. Endüstrinin olgunluk döneminde ise genellikle gözlenen, firmaların otofinansman yoluyla özsermayelerini takviye etmiş olmaları nedeniyle borç/özsermaye oranının düşme eğilimi göstermesidir. Endüstrinin durgunluk veya gerileyiş döneminde ise, kullanılan fonların kolayca daralmasına imkan verecek bir finansal yapı sağlanması önem kazanmaktadır (Akgüç, 1998:508).

5. Endüstrideki Gelenek ve Görenekler:

Bazı endüstrilerde genel olarak firmaların finansmanı konusunda yerleşmiş gelenekler olabilmektedir. Bir endüstride faaliyet gösteren firmaların finansal yapısını ortaya koyan oranların, o endüstride yerleşmiş finansman geleneklerinden ve/veya gözlenen tipik oranlardan büyük farklar göstermesi, firmanın özellikle finansman kurumlarından yeni ek kaynaklar bulmasını güçleştirebilmekte ve maliyeti artırabilmektedir. Bu nedenle firmalar, ilgili endüstride yerleşmiş adetlere, standart

oranlara yaklaşan bir finansal yapıya sahip olmak eğiliminde bulunabilirler. Dolayısıyla, işletmelerin sermaye yapısı kararlarını alırken, endüstride yerleşmiş oranları göz önüne almaları yararlarına olmaktadır.

2.4.2.3. Firmayla İlgili Faktörler

Firmaların sermaye yapıları birbirinden farklı olabilmektedir. Firmaların sermaye bileşenlerini etkileyen faktörlerden biri firmaya özgü farklılıklardır. Bu farklılıklar aşağıdaki faktörlerden oluşmaktadır.

1. Firmanın Organizasyon Şekli ve Hukuki Yapısı:

Firmaların organizasyon şekli ve hukuki yapıları finansman kaynağı bulmada ve kaynak maliyetinde önemli bir faktördür. Bu nedenle firmaların sermaye yapısı kararları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Borç verenlere karşı sorumluluk altına giren firmada, bu sorumluluğun bir veya birkaç kişi tarafından üstlenilmesi ile çok sayıda kişi tarafından üstlenilmesi finansman kaynağına ulaşma ve kaynak maliyetini etkilemektedir. Tek sahipli firmalarda kaynak sağlanması, firma sahibi olan tek kişinin öz varlığına ve kredisine bağlıdır. Kollektif şirketler, komandit şirketler ve adi şirketler gibi şahıs şirketlerinde sağlanacak kaynak, ortakların kişisel varlıkları ve kredi temini imkânları ile sınırlı olmaktadır. Anonim şirketler, diğer şirketlere nazaran çok daha kolay, büyük tutarlarda ve uzun süreli kaynak bulabilmektedir (Akgüç, 1998, 509).

2. Firma Büyüklüğü:

Sermaye yapısı kararlarını etkileyen firmayla ilgili önemli faktörlerden biri de firmanın büyüklüğüdür. Büyük firmaların finansman kaynak gereksinimleri tek bir kaynaktan karşılanamayacak kadar fazla olmaktadır. Bu nedenle büyük firmalar, kaynak gereksinimlerini çok çeşitli kaynaklardan karşılamaktadırlar. Küçük ve tek sahipli firmalar da ise yöneticilerin finansman kaynak ihtiyacını karşılayacak alternatifleri son derece sınırlıdır. Büyük firmalar, yabancı kaynak ihtiyaçlarını küçük firmalardan daha düşük maliyetle temin edebilmektedir. Ayrıca büyük

firmalar, daha çok uzun vadeli borç bulabilmektedirler. Küçük firmalar, kısa vadeli borcun sabit maliyeti daha düşük olduğundan, uzun vadeli borçtan ziyade kısa vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler. Böylece genel olarak firmaların büyüklüğünün borç düzeyi üzerinde pozitif etkisi olacağı belirlenmiştir. Ayrıca firmaların büyüklüğünün artması ile birlikte, yabancı kaynak ihtiyacı azalmaktadır. Bu durum firmanın borçlanma düzeyi üzerinde negatif etki yaratacaktır (Rajan, Zingales,1995: 50). Firma büyüklüğü, toplam varlıklar ve satışların logaritması ile tahmin edilebilmektedir.

3. Firmanın Kredi Değerliliği:

Firmanın kredi değerliliğinin düzeyi firmaların finansman kaynakları arasındaki seçimini etkileyen faktörlerden birisidir. Bir işletmenin piyasadaki kredi değerliliği ne kadar yüksekse, yabancı kaynak sağlama imkânı da o kadar yüksektir. Kredi değerliliği ile yabancı kaynak sağlama arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bir işletmenin kredi değerliliğini, likidite durumu, finansal yapısı, kar sağlama potansiyeli, geçmişteki yükümlülüklerini yerine getirme derecesi ve yönetim kadrosu belirlemektedir. Dolayısıyla, yüksek kredi değerliliğine sahip işletmeler, finansal kaynak seçimleriyle ilgili kararları alırken, fazla sayıda finansal kaynak arasında hareket serbestisine sahiptirler (Akgüç, 1998, 510). Firmanın kredibilitesinin düşmesi, temsilcilik maliyeti ve finansal sıkıntı maliyetinin oluşmasına neden olmaktadır. Dengeleme teorisine göre firma, kredi değerinin azalmaya başlayacağı noktaya kadar borçlanmaya devam etmelidir (Myers, 2001: 89).

4. Firma Varlıklarının Yapısı:

Firmanın varlık yapısı, firmanın finansman sağlama imkânlarını etkilemektedir. Bir firmanın toplam varlıkları içerisinde, duran varlıkların oranı fazla ise, bu durum yabancı kaynak kullanımının bir teminatı olarak görülmektedir. Duran varlıklar borç verenlerin riskini azaltmaktadır. Firmanın bilançosunda daha büyük oranda duran varlık varsa firmaya borç verecek olanlar daha istekli olacaklar ve

kaldıraç oranı daha yüksek olmaktadır. Duran varlıkları fazla olan firmalar daha uygun şartlarda ve uzun vadeli borç bulabilmektedirler. Eğer varlık toplamı içerisinde stok ve alacaklar önemli bir yer tutuyorsa firmanın daha çok kısa vadeli kredi kullanması daha uygun olmaktadır. Maddi olmayan varlıklara göre maddi varlıkları değerlemek daha kolaydır. Maddi duran varlıklar, kolaylıkla teminat olarak gösterilebilen ve fazla değer kaybına uğramadan paraya dönüştürülebilen varlıklar oldukları için dengeleme teorisine ve temsilcilik maliyeti teorisinin borç maliyeti yaklaşımına göre maddi duran varlıkların oranı ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Makine satarak para elde etmek, şerefîyeyi paraya dönüştürmekten daha kolay olabilmektedir (Jensen, Meckling, 1976:305-360). Buna karşılık maddi olmayan varlıkların, yatırımcılar tarafından kontrol ve değerlendirilmesi kolay olmamaktadır. Bu nedenle maddi olmayan varlık oranı ve borç düzeyi arasında negatif bir ilişki vardır.

5. Firmanın Büyüme İsteği:

Firmanın kısa sürede ve hızlı bir şekilde büyüme istek ve arzusu, firmanın özsermaye durumunun kuvvetlendirilmesini gerekli kılabilir (Akgüç,1998, 511).

6. Firmanın Karlılık Durumu:

Firmaların karlılık durumu da sermaye yapısı kararlarını etkileyebilmektedir. Firmalar projelerinin finansman kaynaklarını belirlerken Hiyerarşi Teorisine göre davranmaktadırlar. Buna göre maliyetli en düşük finansman kaynağı, elde tutulan kazançlardır. Böylece firmalar yabancı kaynak yerine otofinansman yöntemini tercih etmektedirler. Karı yüksek olan firmaların yabancı kaynak ihtiyacı daha az olmaktadır. Buna göre karlılık ile borç düzeyi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Borç düzeyi üzerinde karlılığın negatif etkisi, firma büyüklüğü arttığı için daha güçlü olmaktadır.

Bu bağlamda finansal hiyerarşi teorisine göre karlılık ile borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Ancak dengeleme teorisi, yüksek karlılık

düzeyinin, yüksek bir borçlanma kapasitesini beraberinde getirdiğini, bu durumun vergi kalkanından yararlanma imkânını arttırdığını, dolayısıyla karlılık ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ilişki bulunduğunu kabul etmektedir.

Karlılık göstergesi olarak aşağıdaki oranlar kullanılabilmektedir (Titman ve Wessels 1988: 19):

Faiz ve vergiden önceki kar/Toplam varlıklar

Faiz ve vergiden önceki kar/Satışlar

7. Firma Yöneticilerinin Tutumu:

Firma yöneticilerinin, risk alma ve firma yönetimini ellerinde tutma konusundaki görüşleri finansman kaynakları arasındaki tercihi etkilemektedir. Bazı yöneticiler kaynak temininde daha büyük riski göze aldıkları halde, bazı yöneticiler daha muhafazakâr bir tutum sergileyerek, emniyetli bir sermaye yapısını tercih etmektedirler. Bazı yöneticiler karlarını hızlı bir şekilde artırmak için daha saldırgan bir politika izleyerek daha fazla borç kullanma eğiliminde olabilirler. Bu faktörün, optimal sermaye yapısını oluşumu üzerinde etkisi yoktur. Ancak, yönetimce belirlenen hedef sermaye yapısını etkilemektedir (Brigham ve Houston, 2004, 594).

8. Beklenen Büyüme:

Dengeleme teorisi ve çeşitli temsilcilik teorilerine göre büyüme ile borçlanma düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Büyüme hızı yüksek firmalarda proje riskinin artması borç verenler açısından değişikliklerin kontrol edilmesini zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda borcun maliyeti yüksektir.

Büyük firmalarda serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyeti daha az etkili olmakta ve bu nedenle büyüyen firmalarda daha az borç kullanılmaktadır. Düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda borç, serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyetlerini uyumlaştırmaktadır (Frank ve Goyal, 2005, 37-38).

Finansal hiyerarşi teorisinde, firmalar açısından yüksek büyüme fırsatları firmanın finansman ihtiyacını arttırmakta ve bu durum yabancı kaynak ile karşılanmaktadır. Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisinde borç düzeyi ile büyüme fırsatları arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Temsilcilik maliyeti teorisine göre ise negatif bir ilişki bulunmaktadır. Ancak firmalar kısa vadeli borç kullanarak temsilcilik maliyetini uyumlaştırabilirler. Bu durumda kısa vadeli borç düzeyi ile büyüme fırsatları arasında pozitif bir ilişkinin olacağı beklenmektedir (Qian, Tian, Wirjanto, 2007:6). Büyüme göstergeleri şöyle sıralanabilir:

1. Firmaların potansiyel büyümesi, Toplam varlıkların mevcut yıl içinde önceki yıla göre oluşan göreceli değişikliği ile ölçülmektedir (Toplam varlıklardaki yüzde değişiklik)

2. Firmalar genel olarak gelecekteki yatırımları için araştırma ve geliştirmede bulunduklarından, bu giderler büyüme göstergesi olarak alınabilmektedir.; (Araştırma ve geliştirme harcamaları/Satışlar)

3. Fiyat/Kazanç oranı

4. Piyasa değeri/defter değeri oranı.

9. Kar Payı Dağıtım Politikası:

Firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörlerden biri de kar payı dağıtım politikalarıdır. Firmaların kar payı dağıtımını borçlanmayı farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Firmalar kar paylarını istikrarlı şekilde dağıtıyorsa bu durum yeni hissedarlarca daha olumlu şekilde algılanacağından firmalar hisse senedi ihracı yoluyla finansman ihtiyaçlarını karşılayabilirler. Bu tür firmaların kaldıraç oranı düşüktür. Ancak yüksek miktarlarda ödenen kar payları sonucunda firmaların iç fonlarının azalması firmaları borçlanmaya zorlamaktadır. Böylece borçlanma düzeyi artmaktadır.

Dengeleme teorisine göre kar payı ile borçlanma arasında negatif bir ilişki vardır. Ancak hiyerarşi teorisine göre kar payı ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki mevcuttur.

10. Firma Yaşı:

Yaşça daha büyük olan firmalar geleceği hakkında daha fazla bilgiye ulaşmak daha kolaydır. Bu firmalar hakkında asimetrik bilgi çok azdır. Bu durumda borç verenler firma hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları için firmalar borç bulmamada güçlük çekmemektedir. Bu durumda kaldıraç düzeyinin yükselmesini sağlamaktadır.

11. Borç Dışı Vergi Tasarrufu

Vergi ile sermaye yapısı arasındaki ilişki uygulanan vergi politikasına göre açıklanmaya çalışılmaktadır. Borç için ödenen faizin sağladığı vergi tasarrufu firmaları borçlanmaya teşvik eden en önemli faktördür. Firmalar vergilendirilebilecek gelire sahip oldukları zaman borcun vergi avantajını kullanmaktadır. Ancak amortisman gibi diğer vergi indirimlerinde artış olduğu zaman borcun vergi avantajı azalmaktadır.

Finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisine göre vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ile borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki vardır.

Ancak borç dışı vergi tasarrufu ölçüsü olarak amortismanlar, yatırım indirimi ve geçmiş yıl zararları kullanılmaktadır. Firmada amortisman tutarının yüksek olması firmada duran varlıkların büyüklüğüne işarettir. Bu durumda borçlanmada güvence olarak algılanacağı için firma daha fazla borçlanabilmektedir. Böylece borç dışı vergi tasarrufu ile borçlanma arasında pozitif ilişki olabileceği söylenebilmektedir.

12. Firmada Oluşturulan Serbest Nakit Akımları:

Firma içerisinde oluşturulan serbest nakit akımlarının miktarı firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyebilmektedir. Dengeleme teorisine göre serbest

nakit akımları ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki vardır. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise negatif bir ilişki bulunmaktadır.

13. Firma Gelirlerinin Değişkenliği:

Gelirlerin belirsizliği yani istikrarsızlığı ile risk primi arasında doğru orantı bulunmaktadır. Gelirleri istikrarlı olan firmalar istikrarsız olan firmalara göre daha fazla güven verdikleri için işletme riski az olduğundan dolayı daha düşük maliyetle borçlanabilmektedir. Gelirlerin istikrarsızlığı ne kadar büyük ise kaldıraç oranı da o kadar düşük olmaktadır. Gelirlerin istikrarsızlığı ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki vardır (Brigham, Houston, 2004, 624).

2.4.2.4. Yasal Düzenlemeler ve Para Otoritelerinin Kararlarıyla İlgili Faktörler

Yasal düzenlemeler ve para otoritelerinin izledikleri politikalar firmaların sermaye yapısı üzerinde etkili olmaktadır. Bu etkiler şöyle sıralanabilmektedir (Akgüç, 1998, 511-512).

1. Bankalar kanunu, bankaların bir firmaya verebileceği azami kredi sınırını firmaların faaliyet alanına göre farklılaştırmakta, teşvik edilen alanlarda kullanılacak kredilerde sınırları daha fazla yükseltmektedir.

2. Merkez Bankası, bazı sektörlerin banka kredilerinden yararlanmasını, iskonto edeceği veya avansa kabul edeceği ticari senetlerde aradığı koşullarla, kolaylık sağlamaktadır.

3. Yatırımların özendirilmesi ve teşviklerin verilmesinde firmalarda belirli bir kaldıraç oranının aranması firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyebilmektedir.

4. Para otoritelerinin banka kaynaklarını yönlendirmek amacıyla almış oldukları kararlar, bazı kredi türlerini, maliyet, elverişlilik ve bulunabilirlik açısından, firmalar için avantajlı hale getirmektedir

5. Para otoritelerinin kısıtlayıcı bir para politikası izlemesi ya da firmaların böyle bir beklenti içinde olmaları firmaları banka kredileri dışında diğer iç ve dış kaynakları bulmaya ve kullanmaya yöneltmektedir.

6. İzlenen döviz kuru ve faiz politikası, firmaların ulusal para cinsinden kredi veya döviz kredisi kullanımı konusundaki kararlarını etkileyebilmektedir.

7. Finansal kiralamanın bir fonlama tekniği olarak kullanılmasının özendirilmesinde sağlanan vergi kolaylığı etkili olabilmektedir.

8. Politik risk, politik olayların firmanın faaliyetlerini olumsuz etkileme durumunu ifade etmektedir. Politik risklere, varlıkların kamulaştırılması, ticari kontroller, kurumsal sorunlar, savaş tehdidi, sosyal buhranlar, politik şiddet, uluslararası anlaşmazlıklar, rejim değişiklikleri örnek olarak verilmektedir. Politik riski yüksek olan firmaların borçlanma düzeyi düşüktür.

2.4.2.5. Borç Verecek Olanların Davranışı İle İlgili Faktörler

Borç verenlerin ve kredi derecelendirme kuruluşlarının (Moody's ve Standart&Poor's gibi) tutumları firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Bankalar, özellikle orta ve uzun vadeli kredi veren finansman kurumları, firmanın finans yapısı konusunda önerilerde bulunmakta, kredilendirme koşulları arasında belirli bir yabancı kaynak/özsermaye oranında ısrarcı olmaktadır. Firmaya fon sağlayan kurumlar veya kişiler firma açısından borçlanma daha avantajlı olsa dahi firmanın fazla riskli hale gelmesini önlemek için firmaya kredi vermeyebilirler. Bu nedenle firma finansman kararları alırken kredi kurumlarının tutumunu, ortakların tepkilerini, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri göz önünde bulundurarak kendi hedefleri ile kredi vereceklerin koşullarını bağdaştırmak durumundadır (Akgüç, 1998, 512).

2.5. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ LİTERATÜR TARAMASI

Sermaye yapısı ile ilgili literatür taraması işletmelerin bilançolarının pasif tarafını oluşturan bileşenlerin ve bunu etkileyen değişkenler her zaman finans

literatürünün en çok araştırılan ve tartışılan konularından birisi olmuştur. Bu konuyla ilgili yapılan çalışmalar; işletmelerde borçlanma kararlarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi, sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişkinin tespit edilmesi ve sermaye yapısını açıklayan teorilerin açıklama gücünü belirlemek amacı ile ilgili olmuştur. Bu başlık altında, sermaye yapısı ile ilgili literatür taraması; uluslararası ve Türkiye’de yapılmış olan çalışmalar olmak üzere iki başlık altında incelenmiştir.

2.5.1. İşletmelerin Sermaye Yapılarına İlişkin Yapılmış Uluslararası Çalışmalar

İşletmelerin sermaye yapısına ilişkin modern yaklaşımların temelini Modigliani ve Miller’in çalışmaları oluşturmaktadır. Modigliani ve Miller (1958), hazırladıkları ilk makalelerinde 43 elektrik firmasının 1947–1948 yıllarına ait verileri ve 43 petrol firmasının 1953 yılı verilerini kullanmışlardır. Çalışmada Yatay-kesit regresyon analizi sonucunda ortalama sermaye maliyeti, finansal kaldıraç ve öz sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Etkin piyasa şartlarında işletmenin piyasa değerinin, sermaye yapısından ve sermaye maliyetinden bağımsız olduğu sonucuna varmışlardır. Yazarlara göre firmanın değerini etkileyen ve yatırım projelerinde karar unsuru olarak kullanılan iskonto oranı ile firmanın finansman kaynakları olan borç veya öz sermaye arasında bir ilişkisi yoktur(Modigliani ve Miller, 1958; 261-297).

Beş yıl sonra MM (1963) tarafından yapılan ikinci çalışmada 63 elektrik firmasının 1954- 1957 yıllarına ait verilerini ve yatay-kesit regresyon analizi kullanmışlardır. Çalışmalarında vergi değişkenini de göz önüne almışlar ve firmaların borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerlerini arttırabilecekleri sonucuna varmışlardır. Fakat borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ne kadar fazla olursa olsun, sermaye yapısında borçlanmaya sınırsız olarak yer verilemeyeceğini ve kişisel gelir vergileri dikkate alındığında, alıkonulan karlar gibi kaynakların bazı durumlarda daha ucuz olabileceğinin gözden uzak tutulmaması gerektiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca borç verenlerin de çeşitli sınırlamalar ile sınırsız borçlanmayı önledikleri belirtilmiştir (Modigliani ve Miller, 1963; 433-443).

Weston (1963) çalışmasında, elektrik sektöründen 59 firmanın 1959 yılı verilerinden hareketle çoklu regresyon analizi yapmıştır. Weston MM' in modeline firma büyüklüğü ve karlılık değişkenlerini de modele ilave ederek, MM'in kullandığı modeli test etmiştir. Çalışmanın sonucunda, karlılığın öz sermaye maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı derecede negatif etkisi olduğunu, finansal kaldıraç üzerindeki etkisinin önemli olmadığını sonucuna varmıştır (Weston, 1963; 105-112).

Brigham ve Gordon (1968), çalışmalarında 1958-1962 döneminde Amerika'da elektrik sektöründe faaliyet gösteren şirketlere ait verileri ve yatay-kesit regresyon analizi yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarında finansal kaldıraçın hesaplanmasında defter değerini ve piyasa değerini kullanmışlardır. Yapılan analiz sonucunda finansal kaldıraç değişkeninin tahmini katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna varmışlardır. Yazarlar sermaye maliyetinin finansal kaldıraçın artan fonksiyonu olduğu görüşünü açıklamışlardır (Brigham, Gordon, 1968; 85-103).

Taub (1975), çalışmasında, ABD şirketlerinin 1951-1970 yılları arası firmaların borç/özsermaye oranı tercihini etkileyen değişkenler üzerine ampirik çalışma yapmıştır. Bu çalışmada, firmanın beklenen getirisi ve faiz oranı arasındaki farklılık, firmanın kazançlarının belirsizliği, firma büyüklüğü, vergi oranı, firmanın yaş oranları kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, firma getirisi ve uzun vadeli faiz oranı arasındaki fark olarak ölçülen değişkenin katsayısı, pozitif bulunmuştur. Firmanın beklenen kazançlarındaki değişkenlik, önemli olmamasına rağmen teoriyle uyumlu olarak negatiftir. Kazançların belirsizliğindeki artış, borç/özsermaye oranını negatif olarak etkilemektedir. Firmanın varlıkları tarafından ölçülen firma büyüklüğü de teori ile uyumlu olarak pozitif katsayıya sahiptir. Vergi oranındaki artış, istenen borç/özsermaye oranını negatif olarak etkilemektedir. Bu durum, Geleneksel ve Modigliani-Miller Yaklaşımlarına terstir. Firma yaşı değişkeni katsayısı negatif çıkmıştır (Taub, 1975;410-416).

Castanias (1983), ABD'de 1940 - 1970 yılları ile 1972 - 1977 yılları arasındaki 36 firmadaki iflas maliyetleri ile karşı karşıya olan firmaların sermaye

yapısının tespitinde sermaye yapısı ilintisizliği teorisi ile iflas maliyetlerini test etmiştir. Yapılan çalışma sonucunda firma başarısızlıkları ile kaldıraç düzeyleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Böylece firmaların sermaye yapısının belirlenmesinde sermaye yapısı ilintisizliği teorisini desteklemeyen, buna karşın iflas maliyetleri teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır (Castanias, 1983; 1617-1635).

Barton ve Gordon (1988), Fortune 500 listesinde olan 279 Amerikan firmasında 1970–1974 yılları arasında firma stratejisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar çalışmaları sonucunda, firma riskliliğiyle ilgili stratejilerin firmaların sermaye yapılarını etkilediğini belirlemişlerdir. Ayrıca borçlanma ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğu, firma büyüklüğü, sermaye yoğunluğu ve kazançların riski ile borçlanma düzeyi arasında önemli bir ilişki olmadığını belirlemişlerdir. Büyüme hızı ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki olduğu, büyüme ile sermaye yapısı arasında kısmen ve duruma göre değişen bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir (Barton ve Gordon,1988;623-632).

Harris ve Raviv (1991), temsilcilik maliyetleri, asimetrik bilgi, ürün/girdi piyasa etkileşimleri ve firma kontrol unsurlarını temel alan sermaye yapısı teorileri üzerinde çalışma yapmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, bütün gruplar açısından sektörler arasında kaldıraç oranlarının farklılık gösterdiğini ancak aynı sektördeki firmaların kaldıraç oranları arasında benzerlik olduğunu belirlemişlerdir (Harris ve Raviv, 1991; 297-355.).

Allen (1991), çalışmasında Avustralya’da borsada hisseleri işlem gören 48 firmanın finans yöneticilerine yüz yüze görüşme tekniğini kullanarak sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri ve izledikleri finansman politikalarını belirlemeye yönelik bir uygulama yapmıştır. Çalışma sonucunda, araştırmaya dahil edilen firmaların borç düzeyiyle, karlılıkları arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla bu firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir (Allen,1991;103-128).

Lee ve Gentry (1995), çalışmalarında nakit akışının borç/özsermaye oranı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada 1977-1986 dönemleri arası, 153 sektörde faaliyet gösteren 540 Amerikan firması kullanılmıştır. Analiz sonucunda, nakit akışı düzenli olan firmaların borçlanmayı, nakit akışı düzenli olmayan firmaların ise hisse senedi ihracını tercih ettikleri tespit edilmiştir (Lee ve Gentry, 1995;397-419).

Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1996), çalışmalarında hisse senedi piyasalarının gelişmişliğinin firmaların finansman kararlarını etkileyip etkilemediğini analiz etmişlerdir. Bu bağlamda 1980-1991 yılları arası gelişmiş ve gelişmekte olan 30 ülkeden alınan veriler kullanılmıştır. Kaldıraç ölçüsü olarak kısa vadeli borç/toplam özsermaye, uzun vadeli borç/toplam özsermaye ve toplam borç/toplam özsermaye değişkenleri kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak firmaya, finansal piyasalara özgü faktörler ile makroekonomik faktörler alınmıştır. Çalışma sonucunda, hisse senedi piyasaları gelişmekte olan ülkelerde büyük firmaların, hisse senedi piyasalarındaki gelişmeyle birlikte daha fazla kaldıraç kullandıkları buna karşın küçük firmaların hisse senedi piyasasındaki gelişmelerden önemli şekilde etkilenmediği tespit edilmiştir. Hisse senedi piyasası gelişmiş olan ülkelerde ise, finansmanda borç yerine özsermayenin kullanıldığı belirlenmiştir (Demirgüç-Kunt, Maksimovic;1996;341-369).

Fama ve French (1998), çalışmalarında verginin, temettü ve borçlanma işlemlerinde sermaye maliyeti ve firma değerini nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda borçlanmanın vergi etkisi nedeniyle firma değerine katkısını ölçmenin zor olduğunu, kazanç, temettü, yatırım ve araştırma geliştirme harcamalarının kontrol değişkenler olarak kullanıldığı, analiz sonucunda firma değeri ile borçlanma arasında negatif bir ilişki bulunduğunu açıklamışlardır (Fama ve French 1998; 820-821).

Plesko (2001), çalışmasında ABD'deki 1111 firmayı ve 1979-1998 dönemlerini incelemiştir. Finansal kaldıraç ölçüsü olarak, kısa vadeli borçlanmayı

kullanmıştır. Çalışma sonucunda vergi tasarruflarının firmanın finansman kararlarını etkileyen önemli faktörlerden birisi olduğunu belirtmiştir (Plesko,2001;1-11).

Graham ve Harvey (2001), çalışmalarında üst düzey finans yöneticilerine yönelik ABD’de 4440 firmaya anket çalışması gerçekleştirmiş ve 392 firma ankete cevap vermiştir. Ankette firmaların sermaye maliyetleri, sermaye bütçelemesi ve sermaye yapısını inceleme hedeflenmiştir. Çalışma sonucunda, firmaların borç senetleri çıkarırken finansal esneklik ve kredi derecelendirmesini, hisse senedi ihracında ise hisse başına kardaki sulanma ve son zamanlardaki hisse senedi fiyat artışını dikkate aldıkları ortaya konmuştur, ayrıca, ilgili firmalarda hem finansal hiyerarşi teorisinin, hem de dengeleme teorisinin ilgili olduğu belirlenmiştir (Graham, ve Harvey,2001; 187-243).

Wanzenried (2002) çalışmasında, 1988-1998 yılları arası 167 Avrupa firmasının sermaye yapılarını etkileyen faktörleri analiz etmiş, firmaya özgü özelliklerin yanı sıra, firma yönetim sistemlerinin sermaye yapısı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmasında panel veri regresyon yöntemini kullanmış ve firma yönetim sistemlerinin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğunu tespit etmiştir (Wanzenried,2002;1-32).

Fattouh, Haris ve Scaramozzino (2002), çalışmalarında Güney Kore'deki firmaların sermaye yapılarını incelemişlerdir. Bu çalışma 1997 krizindeki Kore firmalarının sermaye yapılarını tespit etmek ve Kore firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörleri belirlemek amaçlanmıştır. Çalışmada 1991-1999 yılları arasında Kore Menkul Kıymetler Borsası'nda kayıtlı firmalar kullanılmıştır. Açıklanan değişken olarak, kısa vadeli borç/toplam sermaye ve toplam borç/toplam oranları kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak, net sabit varlıklar, büyüklük, karlılık ve büyüme değişkenleri kullanılmıştır. Çalışma 1991-1997 döneminde borç/özsermaye oranının hızlı artmasından ve düşük karlılıktan Kore firmalarının çok zarar gördüğünü ortaya çıkarmıştır. Analiz sonucunda sermaye yapısına etki eden faktörler incelendiğinde firma büyüklüğü ve büyüme oranlarının, düşük borç oranlarında borç üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu, ancak yüksek borç oranlarında negatif etkiye

sahip olduđu belirlenmiřtir. Buna karřın, net sabit varlıklarının oranı, dűřűk borç oranlarında önemsiz bir etkiye sahipken, orta ve yűksek borç oranlarında önemli řekilde pozitif etkiye sahip olduđu tespit edilmiřtir (Fattouh,Harris ve Scaramozzino,2002;1-34).

Mira ve Gracia (2003), alışmalarında İşpanya'daki kűűk ve orta  lekli (KOBİ) firmaların finansal politikalarının açıklanmasında finansal hiyerarşı teorisinin mi yoksa dengeleme teorisinin mi geçerli olduğunu tespit etmeye çalışmışlardır. 1994– 1998 yılları arasında 6482 firmayı incelemişler ve statik - dinamik panel veri analizi yöntemi ve genelleştirilmiş moment metodunu kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, İşpanya'daki KOBİ'lerin sermaye yapılarıyla ilgili politikalarında daha fazla dengeleme teorisine göre hareket ettiklerini belirlemişlerdir (Mira, ve Gracia,2003; 1-48).

Bancel ve Mitto (2004), 16 Avrupa ülkesindeki 710 firmadaki finans yöneticilerine anket uygulayarak, firmaların sermaye yapısı tercihlerini ve sermaye yapısının belirleyicilerini tespite yönelik bir çalışma yapmışlardır. Çalışma sonucunda, firmaların borç politikasını en fazla etkileyen değişkenler olarak, finansal esneklik, kredi derecelendirmesi ve borcun vergi avantajı değişkenleri belirlenmiştir.  zsermaye ile finansmanda ise hisse başına kazanç en önemli değişken olarak tespit edilmiştir (Bancel, ve Mitto2004;103- 132).

Chen (2004), çalıřmasında kamuya açık 88 in firmasının 1995–2000 yılları arasındaki sermaye yapılarını açıklayan deđiřkenleri belirlemeye çalıřmıřtır. Çalıřmada, havuz en kűűk kareler (Pool OLS), sabit etkiler ve tesadűfi etkiler yöntemleri kullanılmıřtır. Çalıřma sonucunda firmalarının finansal kaynak seçiminde yeni bir finansal hiyerarřı modeli kullandıkları tespit edilmiřtir. Ayrıca karlılık ve firma bűyűklűđű ile uzun vadeli borçlanma arasında negatif iliřki, bűyűme fırsatı ve sabit varlıkların payı ile de uzun vadeli borçlanma arasında pozitif iliřkinin olduđu sonucuna varılmıřtır (Chen, 2004;1341-1351).

Brounen, Jong ve Koedijk (2005), çalışmalarında Hollanda, İngiltere, Fransa ve Almanya'daki firmalarda finans yöneticilerinin sermaye yapısı tercihlerini incelemişlerdir. Anketler İngiltere, Almanya ve Fransa'daki 2000 firmaya, Hollanda'da ise 500 firmanın finans yöneticisine Kasım 2002-Ocak 2003 tarihleri arasında gönderilmiş ve 313 finans yöneticisinden cevap gelmiştir. Çalışma sonucunda, firmaların hedef borç oranı belirledikleri ve bu doğrultuda dengeleme teorisinin desteklendiği, ayrıca vergilerin ve iflas maliyetlerinin etkili olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca temsilcilik maliyetlerinin sermaye yapısı kararlarında etkili olmadığı belirlenmiştir (Brounen, Jong ve Koedijk, 2005;1409-1442).

Beattie, Goosacre ve Thomson (2006), çalışmalarında İngiltere'de hisse senetleri borsada işlem gören firmalarda sermaye yapısı davranışlarını açıklamada finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmişlerdir. 2000 Mart tarihi itibarıyla hisseleri borsada işlem gören 831 firmaya anketler gönderilmiştir. Ankete cevap veren 198 firmanın büyük çoğunluğu borç kullanma düzeyinin sınırlı olması gerektiğini vurgulamışlardır. Firmalarda uygun borç düzeyinin belirlenmesinde en fazla etkili olan üç faktörün; firmanın uzun dönemli devamlılığını sağlamak, finanse edilen varlıklar üzerinden elde edilecek tahmini nakit akımı ve kazançların miktarı ile kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanmalar olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca firmaların uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılarken öncelikli olarak firma içi finansal kaynaklara daha sonra yabancı kaynaklara, daha sonra finansal kiralamaya başvurdukları hisse senedi ihracına ise en son başvurdukları tespit edilmiş ve finansal hiyerarşi teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır (Brounen, , Jong ve Koedijk, 2005;1409-1442).

Heyman, Deloof ve Ooghe (2008), çalışmalarında Belçika'daki küçük şahıs şirketlerinde borçlanmanın miktarını ve vadesini etkileyen değişkenleri incelemişlerdir. Çalışmada Belçika Merkez Bankası'nda kayıtları bulunan 1132 firmanın finansal verileri üzerinde panel regresyon sabit etki tahmin edicisi ve çapraz kesit en küçük kareler tahmin edicisi yöntemleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, şahıs firmalarının sermaye yapılarının oluşmasında asimetrik bilgi ve borcun

temsilcilik maliyetlerinin etkili olduğu tespit edilmiştir. Firmaların borçlanma kararlarını verirken, borcun vadesi ile sahip oldukları varlıkların vadelerini karşılaştırdıkları tespit edilmiştir. Firmaların büyüme fırsatlarının borcun vadesi üzerinde çok fazla etkili olmadığı ve kredi riskinin borç vadesi üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu, büyük firmaların kısa vadeli ve fazla miktarda borçlandıkları tespit edilmiştir (Heyman, Deloof ve Ooghe,2008; 301-313).

Seifert ve Gönenç (2008), çalışmalarında, ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya'daki firmaların sermaye yapısı tercihlerinde finansal hiyerarşi teorisini kullanıp kullanmadıklarını bu ülkelerdeki asimetrik bilgi düzeyi açısından analiz etmişlerdir. Analiz için 1980– 2004 yılları arasında ilgili dört ülkede faaliyet gösteren finansal olmayan ve kamu hizmeti vermeyen firmaların finansal verileri üzerinde panel regresyon ve sabit etki analizi yöntemleri kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, ABD, İngiltere ve Almanya'daki firmaların finansal hiyerarşi teorisine uygun davranmadıkları, finansman ihtiyaçlarını yeni hisse senedi ile karşılama yolunu tercih ettikleri tespit edilmiştir. Buna karşın Japonya'daki firmaların analiz sürecinin ilk dönemlerinde finansal hiyerarşi teorisine uyumlu davrandıkları belirlenmiştir (Seifert ve Gönenç 2008; 244-260).

2.5.2. Türkiye'deki İşletmelerin Sermaye Yapılarına İlişkin Yapılmış Çalışmalar

İçerli (1995), yaptığı çalışmada Türkiye'de sabit sermaye yatırım politikalarının sermaye yapısı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmada firmaların 1986-1993 yılları veri olarak alınmıştır. Firmaların incelenen dönemde sabit sermaye yatırımlarının 1990 yılından sonra yavaşladığı görülmektedir. Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik belirsizlik bu duruma yol açmıştır. İncelenen firmalara ait bilançolarda, toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçların oranının daha yüksek olduğu görülmektedir. Firmaların finansman yapılan incelendiğinde ise, 1986-1993 yılları arasında toplam aktif içerisinde özsermayenin payının %48-%56 arasında değiştiği görülmektedir. Toplam borçlar içerisinde banka kredilerinin oranı yüksek olarak belirlenmiştir. Firmaların yatırım politikalarının sermaye yapılarını etkilediği

tespit edilmiştir. Yatırımlar artarken borç/özsermaye oranı azalmaktadır (İçerli,1995).

Durukan (1997), yaptığı çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri analiz etmiştir. Bu bağlamda 1990-1995 yılları arasında hisse senetleri BİST’de işlem gören 5 adet imalat sanayi sektöründeki 68 firma incelenmiştir. Uygulamada yatay kesit verileri analiz edilerek en uygun sermaye yapısının varlığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda, işletmelerin sermaye yapısı ile işletme büyüklüğü, vergi oranı ve büyüme oranı arasında pozitif, işletme riski, karlılık ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif ilişki olduğunu tespit edilmiştir. Sermaye yapısını temsil eden en etkin bağımlı değişkenlerin, toplam borcun toplam aktife ve kısa vadeli borcun toplam aktife oranı olduğu belirlenmiştir. Sermaye yapısını açıklamada en etkin olan bağımsız değişkenlerin ise karlılık ve borç dışı vergi kalkanı olduğu görülmüştür (Durukan, 1997).

Kula (2000), yaptığı çalışmasında Türkiye’de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli imalat işletmelerinin sermaye yapısı tercihlerini etkileyen faktörleri, piyasa koşulları ve işletme özellikleri kapsamında incelemiştir. Araştırmada 1999 yılında Afyon Organize Sanayi Bölgesi’nde ve Ankara Yolu’nda yerleşik olarak faaliyet gösteren 80 adet küçük ve orta ölçekli imalat işletmesine yüz yüze görüşme yöntemiyle anket tekniği uygulanmıştır. Araştırmanın sonucunda, işletmelerin sermaye yapısı tercihlerinde finansal hiyerarşi modeline uygun hareket ettikleri, borçlanma kararlarında vergi avantajlarının ve borç dışı vergi kalkanlarının bir etkisi olmadığı ancak piyasadaki genel ekonomik istikrarsızlıktan etkilendiği ve bu durumda borçlanmadan kaçındıklarını tespit edilmiştir(Kula, 2000)

Yücel (2001), yaptığı çalışmada, Türk işletmelerinin finansal başarısızlık durumunda sermaye yapısına bağlı olarak aldıkları önlemleri analiz etmiştir. Çalışmada BİST’de hisse senetleri işlem gören ve 1998 yılını zararla kapatan veya 1997 yılına göre karlılığında düşüş görülen 85 firma kullanılmıştır. Analiz sonucunda, firmaların sermaye yapısının, üst yönetim değişikliği, çalışanların işten

çıkarılması, varlık ve borçlarının yeniden yapılandırılması ile ilişkili olmadığı tespit edilmiştir. Buna karşılık, yüksek borç oranına sahip firmaların performans düşüklüğü durumunda kar paylarını azaltmak ve öz sermayeyi artırıcı davranışlar sergilediği tespit edilmiştir (Yücel, 2001;84-95).

Güloğlu ve Bekçioğlu (2001), yaptıkları çalışmada BİST’de 1992–2000 yılları arasında hisse senetleri en fazla işlem gören imalat sanayine ait 42 firmanın sermaye yapılarının borsadaki gelişmelerden ne derece etkilendiklerinin analizini yapmışlardır. Çalışmada söz konusu firmaların yatay kesit verileri üzerinde analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda borsadaki gelişmenin, küçük firmalarda kısa ve uzun dönemde, toplam borç/özsermaye oranlarını anlamlı biçimde etkilediği, ancak büyük firmaların sermaye yapısını etkilemediği tespit edilmiştir (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001).

Yener (2002), yaptığı çalışmada finans literatüründe sermaye yapısı üzerinde etkisi olduğu kabul edilen faktörleri Türkiye açısından analiz etmiştir. Çalışma hem zaman serisini hem de yatay kesit verilerini bir arada kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, enflasyon oranının ve borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısı kararlarının etkileyen en önemli faktörler olduğu tespit edilmiştir. Büyümenin borçlanmayı artırdığı yönündeki varsayımı ise analiz sonucunda desteklenmemiştir. Vergi kalkanı faktörü desteklenmemiş ancak borç dışı vergi kalkanı olarak adlandırılan vergi teşvikleri anlamlı sonuçlar vermiştir. İflas riski değişkeni ile finansal kaldıraç oranı arasında literatür de olduğu gibi ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir (Yener,2002)

Bahçeli (2003) yaptığı çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı tercihlerini nelerin etkilediğini, sermaye yapısı teorilerinin Türkiye’deki işletmelere uygulanıp uygulanamayacağını belirlemeye çalışmıştır. Çalışmada Panel veri yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarında işletme büyüklüğünün, cari oran üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı, toplam borç/toplam varlık oranı üzerinde pozitif yönde etkisinin bulunduğunu göstermiştir. Borcun, varlıklarla doğru orantılı iken, satışlarla ters orantılı olduğu tespit edilmiştir.

Karlılığı yüksek olan işletmelerin sermaye yapılarında kısa vadeli borç kullandıkları, yatırımlarını da özsermaye ile finanse ettikleri tespit edilmiştir. Finansman hiyerarşisi teorisine uygun sonuçlar elde edilmiştir. Ayrıca faaliyet kaldırıcı sermaye yapısı arasında ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir. Varlık dönüş hızının yükselmesinin, borçlanmayı azaltıcı yönde etki yaptığı belirlenmiştir. Makroekonomik değişkenler arasında sadece kredi hacmi ile sermaye yapısı arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir (Bahçeli ,2003)

Kaya (2004), yaptığı çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı tercihlerini, buna etki eden faktörleri ve sermaye yapısı tercihlerinin hangi durumlarda ne yönde değiştiğini analiz etmiştir. Analizde çoklu regresyon tekniği kullanılmıştır. Analiz sonucunda işletmenin faaliyet karları ve net karları arttıkça borçlanma oranlarının düştüğü belirlenmiştir. Sektör içinde uzun yıllardır faaliyet gösteren işletmelerin diğerlerine oranla özsermayeyle finansman yolunu tercih ettikleri belirlenmiştir. Dönen varlıkların teoriye uygun olarak kısa vadeli borçla finanse edildiği görülmüştür. Ayrıca işletmelerin halka arz oranı arttıkça, daha ucuz ve sürekli bir finansman kaynağı sağladıklarından dolayı borçlanma oranlarının düştüğü belirlenmiştir(Kaya, 2004).

Acaravcı ve Doğukanlı (2004), yaptığı çalışmada, BİST’de, 1992–2002 yılları arasında faaliyet gösteren imalat sektörüne ait 66 firmanın sermaye yapısını etkileyen faktörleri; firmaya özgü değişkenler, finansal piyasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olarak belirlemişler ve bu değişkenleri panel veri analizi yöntemi ile analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, firmaların toplam varlıklarının büyüme oranları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı ve toplam kamu iç borç stoku / nominal gayri safi yurtiçi hasıla oranının sermaye yapısı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca karlılık ile sabit varlıkların toplam varlıklar içindeki payının sermaye yapısını negatif etkilediği sonucuna varılmıştır. Çalışmada elde edilen bulgular finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir (Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; 43-57).

Fıratoğlu (2005), yaptığı çalışmada, 1992-2000 yılları arasında BİST’de işlem gören 196 mali olmayan şirket üzerinde panel veri analizi yöntemiyle yapılan analizlerle, piyasa aksaklıklarının mevcut olduğu bir ortamda Türk şirketlerinin mali yapılarını belirleyen faktörler incelenmiş, ayrıca belli kriz dönemlerinde söz konusu faktörlerin etkilerinde meydana gelen değişiklikler tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz sonuçlarına göre şirketlerin finansmanda en belirgin şekilde iç finansman kaynakları tercih ettikleri belirlenmiştir. Bununla beraber, grup şirketlerinin genel olarak finansman tercihlerinde farklılık gösterdiği ve bu şirketlerin iç kaynaklarla finansmana daha az ağırlık verdiği sonucuna varılmıştır. Büyüme potansiyelinin borçlanmaya olan pozitif etkisi, grup şirketleri için daha kuvvetli olduğu görülmüştür. Ayrıca 1994 ve 1998 yıllarında yaşanan kriz dönemlerinde firmaların finansman yapılarını etkileyen faktörlerin toplu olarak değişiklik gösterdiği tespit edilmiş ve kriz dönemlerinde firmaların iç kaynaklarla finansmana yöneldikleri saptanmıştır(Fıratoğlu,2005).

Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006), yaptıkları çalışmada 1993-2002 yılları arasında hisse senetleri BİST’de işlem gören imalat sektörüne ait 123 firmanın sermaye yapısını etkileyen firmaya ait faktörleri analiz etmişlerdir. Analizde dinamik panel veri yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonunda firmalarda firma büyüklüğü ve toplam varlıklardaki büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki, tesis, arazi ve ekipmandaki büyüme fırsatları, karlılık, sabit varlıkların payı ve vergi kalkanına tabii borç dışı giderlerin kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir (Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu,2006; 125-139).

Erkan ve Aydemir (2006), yaptıkları çalışmada Türkiye’deki işletmelerin finansman tercihlerini belirlemek ve borç kullanımında etkili olan faktörleri tespit etmeye çalışmışlardır. Bu amaçla Türkiye’deki 38 ilde faaliyet gösteren 438 işletmeye anket yöntemi uygulamışlardır. Araştırma sonucunda işletmeler in finansman ihtiyaçlarını öncelikle işletme içi kaynaklardan sonra yabancı kaynaklarla ve en son hisse senedi çıkararak karşıladıkları belirlenmiştir. Yapılan çalışma sonuçlarının finansal hiyerarşi teorisine uyumlu olduğu görülmüştür. Çalışmada

ayrıca işletmelerin yabancı kaynak kullanımını işletme kazançlarının ve nakit akışlarının en fazla etkilediği belirlenmiştir. Ayrıca işletmelerin hissedarlarının finansman kararlarında fazla etkili olduğu tespit edilmiştir (Erkan ve Aydemir 2006;131-139).

Topal (2006), yaptığı çalışmada, 1997–2003 yılları arasında hisse senetleri BİST’de işlem gören imalat sektörüne ait işletmelerinin sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve karlılıklarını analiz etmiştir. Ayrıca ilgili imalat işletmelerinin sermaye yapılarında meydana gelen değişikliklerin karlılıkları üzerindeki etkileri test edilmiştir. Analiz sonunda özkaynakların işletmelerin toplam kaynaklar içerisinde en büyük paya sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca KOBİ’lerin finansmanında daha çok öz kaynak kullanıldığı belirlenmiştir. Analize katılan firmaların uzun vadeli ticari borçların çok düşük düzeyde olduğu belirlenmiştir. Özkaynaklar içerisinde en fazla payın yeniden değerlemeye ait olduğu ve işletmelerin yeterli düzeyde kar elde edemedikleri analiz sonrası ortaya çıkan bir diğer durumdur. Ayrıca işletmelerin finansal kaldıraç oranlarının artması aktif karlılık oranı ve brüt kar marjını çok fazla etkilememekte fakat öz kaynak karlılığını azalttığı tespit edilmiştir (Topal, 2006;45-70).

Akyüz, Akyüz, Serin ve Cindik (2006), yaptıkları çalışmada Türkiye’nin Karadeniz Bölgesi’nde 1999-2001 yılları arasında ormancılık sektöründe faaliyet gösteren mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelerin sahiplik yapıları ile sermaye ve borçlanma kararlarını anket yöntemi ile incelemişlerdir. Bu amaçla çalışan sayısı 250’den az olan işletmeleri mikro, küçük ve orta ölçekli işletme olarak kabul etmiş ve Karadeniz Bölgesi’nde bu kriterlere uyan 18 ilde bulunan 851 firmaya ulaşılmıştır. Çalışma sonucunda bu işletmelerin genelde aile tipi işletmeler olduğu tespit edilmiştir. Bu işletmelerin ilk yatırım ve devam eden faaliyetlerin finansmanında daha çok işletme içi kaynakları kullandığı belirlenmiştir. İşletmelerin iç kaynaklara yönelmesinde yabancı kaynakların maliyetinin yüksek olması ve bankaların kredi verirken uyguladıkları yüksek harç ve komisyonların etkili olduğu saptanmıştır. (Akyüz, Akyüz, Serin ve Cindik 2006;301-311).

Yılgör ve Yücel (2007), yaptıkları çalışmada Mersin ve Adana illerindeki imalat firmalarının sermaye yapısı tercihlerini etkileyen faktörlerin uygulamada nasıl şekillendiğini açıklamak ve firmaların bu konuda sergiledikleri davranışların hangi sermaye yapısı teorisi ile uyumlu olduğu tespit etmeye çalışmışlardır. Uygulamada anket yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda firmalarının Sermaye yapısı belirlenirken önce iç kaynakların kullanılması, hedef borçlanma oranlarının olmaması, finansal esnekliğin önemsenmesi ve borçla finansman konusunda tedbirli davranılması büyük oranda finansal hiyerarşi teorisine uyum sağlandığı sonucuna varılmıştır(Yılgör ve Yücel, 2007;111-124).

Kandır, Karadeniz ve Önal (2007), yaptıkları çalışmada2000-2004 yılları arasında Türkiye'nin en büyük 1000 sanayi işletmesinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri analize tabi tutmuşlardır. Çalışmada, regresyon analizleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak kaldıraç oranları, bağımsız değişken olarak satış ve ihracat hacimleri, aktif ve öz sermaye karlılıkları, BİST'de işlem görme durumu, kamu veya yabancı sermaye sahipliği, çalışan sayısı ve aktif devir hızları kullanılmıştır. Analiz sonunda, Türkiye'nin en büyük sanayi işletmelerinin sermaye yapısını belirleyen en önemli faktörlerin, satış hacimleri ve karlılık durumları olduğunu belirlenmiştir (Karadeniz, Kandır ve Önal 2007;195-206).

Büyüktortop (2007), yaptığı çalışmada Türkiye'de faaliyet gösteren çok uluslu işletmelerin sermaye yapılarını ve sermaye yapılarını etkileyen faktörleri analiz ederek, ulusal işletmeler ile çok uluslu işletmelerin sermaye yapıları arasındaki farkları tespit etmeye çalışmıştır. Analiz sonucunda; BİST'de işlem gören ulusal ve çok uluslu işletmelerin sermaye yapısı tercihlerini etkileyen faktörlerin birbirinden farklılık gösterdiğini tespit etmiştir. Ulusal işletmelerin borç oranı ile karlılık ve borç dışı vergi kalkanı ve işletme büyüklüğü arasında negatif yönlü ilişki olduğunu, çok uluslu işletmeler için borç oranı ile işletme büyüklüğü arasında pozitif ilişki olduğunu belirlemiştir. Türkiye'deki çok uluslu işletmelerin piyasa koşullarından dolayı kısa vadeli borçlandıklarını tespit etmiştir. İşletme riski ile borç oranı

arasındaki ilişkinin çok uluslu işletmeler için negatifken, ulusal işletmeler için pozitif olduğunu belirlenmiştir (Büyüktortop,2007).

Korkmaz, Albayrak ve Karataş (2007) yaptıkları çalışmada, sermaye yapısı politikasını belirlemek için KOBİ’lerde sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörleri belirlemeye çalışmışlardır. Araştırma sonucunda, KOBİ’lerin sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörlerin sırasıyla karlılık, işletme riski ve borç dışı vergi kalkanı göstergeleri olduğu tespit edilmiştir (Korkmaz, Albayrak ve Karataş, 2007; 79-96).

Başaran (2008) yaptığı çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri BİST’de işlem gören 16 adet otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmesinin, sermaye yapısı tercihlerini etkileyen işletmeye özgü faktörleri belirlemeye çalışmıştır. Bu amaçla finans literatüründe incelemeler yapılarak, işletmelerin sermaye yapılarını en iyi şekilde temsil ettiği düşünülen bağımlı ve bağımsız değişkenler belirlenmiştir. Bu değişkenlere ait hipotezler, panel veri modeli ile analize tabi tutulmuştur. Analiz sonucunda, otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı tercihlerinin en çok öz sermaye karlılığı ve borç dışı vergi kalkanı değişkenlerinden etkilendiğini tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarının finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğu görülmüştür (Başaran, 2008).

Korkmaz, Başaran ve Gökbulut (2009), yaptıkları çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri BİST’de işlem gören 16 adet otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmesinin sermaye yapısı tercihlerini etkileyen işletmeye özgü faktörleri belirlemeye çalışmışlardır. Çalışmada işletmeye özgü değişkenlerin sermaye yapısı tercihlerini ne şekilde etkilendiği belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda, otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı tercihlerinin en çok öz sermaye karlılığı ve borç dışı vergi kalkanı değişkenlerinden etkilendiğini tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarının finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğu görülmüştür (Korkmaz, Başaran ve Gökbulut, 2009; 29-60).

Yıldız, Yalama ve Sevil (2009), yaptıkları çalışmada 1998-2006 yılları arasında hisse senetleri BİST’de işlem gören imalat sektöründeki işletmelerde sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğini analiz etmişlerdir. Çalışmada 3 farklı model ve panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, sermaye yapısı ile karlılık arasındaki negatif yönlü ve sermaye yapısı ile büyüme arasındaki pozitif yönlü ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Analiz sonuçlarının finansal hiyerarşi teorisi ve dengeleme teorisi ile uyumlu çıktığı görülmüştür. Vergi ve borç dışı vergi kalkanı değişkeni tüm modellerde istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Analiz sonuçlarına göre Türkiye'deki firmaların sermaye yapılarını belirlerken optimum bir sermaye yapısı oluşturmaktan ziyade, belli bir sırayı takip ettikleri söylenebilir (Yıldız, Yalama ve Güven, 2009; 25-45).

3. BÖLÜM: SERMAYE YAPISI İLE KÂRLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİLERİ ANALİZİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Araştırmanın temel amacı Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul’da 1992-2011 yılları arasında kesintisiz faaliyet gösteren 104 firmanın (Ek-2’de sunulmuştur) bilanço ve gelir tabloları incelenmiştir. Çalışmada finans sektöründeki şirketler uygulama kapsamı dışında tutulmuştur.

Model tahmininde Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi-GEKK (Generalized Least Square-GLS) kullanılmıştır. Araştırmada havuzlanmış veri seti kullanıldığından yatay kesit verilerinde kaynaklanabilecek değişen varyans sorunu değişkenlerin kendi standart sapmalarına bölünerek ağırlıklandırılması yoluyla giderilmeye çalışılmıştır.

3.2. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE TEMEL HİPOTEZLERİ

Araştırma için üç temel hipotez şu şekilde oluşturulmuştur.

H1: Firmaların sermaye yapısı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.

H2: Firmaların sermaye yapısı satış kârlılığını etkilemektedir.

H3: Firmaların sermaye yapısı aktif kârlılığını etkilemektedir.

Ayrıca temel hipotezleri destekleyecek yan hipotezler şu şekilde belirlenmiştir. Buna göre birinci temel hipotezi destekleyen yan hipotezler;

- a) Toplam kaynak içerisinde kısa vadeli borçların oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- b) Toplam kaynak içerisinde uzun vadeli borçların oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.

- c) Toplam kaynak içerisinde özsermaye oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- d) Toplam yabancı kaynaklar içerisinde finansman giderlerinin oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- e) Özsermaye içerisinde ödenmiş sermayenin oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- f) Yeniden değerlendirme değer artışları özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- g) Toplam varlıkların finansmanında toplam yabancı kaynak oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- h) Toplam varlıkların finansmanında finansal yabancı kaynak oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- i) Toplam yabancı kaynaklar içerisinde finansal yabancı kaynak oranı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.
- j) Firma büyüklüğü özsermaye kârlılığını etkilemektedir.

İkinci temel hipotezi destekleyen yan hipotezler;

- a) Toplam kaynak içerisinde kısa vadeli borçların oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.
- b) Toplam kaynak içerisinde uzun vadeli borçların oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.
- c) Toplam kaynak içerisinde özsermaye oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.
- d) Toplam yabancı kaynaklar içerisinde finansman giderlerinin oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.
- e) Öz sermaye içerisinde ödenmiş sermayenin oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.
- f) Yeniden değerlendirme değer artışları satışların kârlılığını etkilemektedir.
- g) Toplam varlıkların finansmanında toplam yabancı kaynak oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.

- h) Toplam varlıkların finansmanında finansal yabancı kaynak oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.
- i) Toplam yabancı kaynaklar içerisinde finansal yabancı kaynak oranı satışların kârlılığını etkilemektedir.
- j) Firma büyüklüğü satışların kârlılığını etkilemektedir.

Üçüncü temel hipotezi destekleyen yan hipotezler;

- a) Toplam kaynak içerisinde kısa vadeli borçların oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- b) Toplam kaynak içerisinde uzun vadeli borçların oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- c) Toplam kaynak içerisinde özsermaye oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- d) Toplam yabancı kaynaklar içerisinde finansman giderlerinin oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- e) Özsermaye içerisinde ödenmiş sermayenin oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- f) Yeniden değerlendirme değer artışları aktif kârlılığını etkilemektedir.
- g) Toplam varlıkların finansmanında toplam yabancı kaynak oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- h) Toplam varlıkların finansmanında finansal yabancı kaynak oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- i) Toplam yabancı kaynaklar içerisinde finansal yabancı kaynak oranı aktif kârlılığını etkilemektedir.
- j) Firma büyüklüğü aktif kârlılığını etkilemektedir.

Yapılacak analiz için oluşturulan modellerde literatürde özsermaye, satış ve aktif kârlılıklarını en fazla etkilediği düşünülen değişkenler seçilmiştir. Modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler Tablo 3.1’de tabloda verilmiştir.

Tablo 3.1: Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Bağımsız Değişkenler	KVTB/TK	Kısa Vadeli Toplam Borç/Toplam Kaynak
	UVTB/TK	Uzun Vadeli Toplam Borç/Toplam Kaynak
	ÖK/TK	Özkaynak/Toplam Kaynak
	FING/TYK	Finansman Gideri/Toplam Yabancı Kaynak
	ÖS/ÖK	Ödenmiş Sermaye/Özkaynak
	YND/ÖK	Yeniden Değerleme/Özkaynak
	TYK/TV	Toplam Yabancı Kaynak/Toplam Varlık
	FYK/TV	Finansal Yabancı Kaynak/Toplam Varlık
	FYK/TYK	Finansal Yabancı Kaynak/Toplam Yabancı Kaynak
	FIRBUY	Firma Büyüklüğü
Bağımlı Değişkenler	NK/ÖK	Net Kar/Özkaynak (Özsermaye Kârlılığı)
	NK/SK	Net Kar/Satışlar (Satış Kârlılığı)
	NK/AK	Net Kar/Aktif Toplamı (Aktif Kârlılığı)

Araştırmada kullanılmak üzere oluşturulan modeller aşağıdaki gibidir.

Model 1: $NK/\ÖK_{it} = \beta_0 + \beta_1 KVTB/TK_{it} + \beta_2 UVTB/TK_{it} + \beta_3 \ÖK/TK_{it} + \beta_4 FING/TYK_{it} + \beta_5 \ÖS/\ÖK_{it} + \beta_6 YND/\ÖK_{it} + \beta_7 TYK/TV_{it} + \beta_8 FYK/TV_{it} + \beta_9 FYK/TYK_{it} + \beta_{10} FIRBUY_{it} + e_{it}$

Model 2: $NK/SK_{it} = \beta_0 + \beta_1 KVTB/TK_{it} + \beta_2 UVTB/TK_{it} + \beta_3 \ÖK/TK_{it} + \beta_4 FING/TYK_{it} + \beta_5 \ÖS/\ÖK_{it} + \beta_6 YND_{it} + \beta_7 TYK/TV_{it} + \beta_8 FYK/TV_{it} + \beta_9 FYK/TYK_{it} + \beta_{10} FIRBUY_{it} + e_{it}$

Model 3: $NK/AK_{it} = \beta_0 + \beta_1 KVTB/TK_{it} + \beta_2 UVTB/TK_{it} + \beta_3 \ÖK/TK_{it} + \beta_4 FING/TYK_{it} + \beta_5 \ÖS/\ÖK_{it} + \beta_6 YND_{it} + \beta_7 TYK/TV_{it} + \beta_8 FYK/TV_{it} + \beta_9 FYK/TYK_{it} + \beta_{10} FIRBUY_{it} + e_{it}$

3.3. BULGULAR

3.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler

İncelenen 1992-2011 dönemine ait değişkenlerin genel tanımlayıcı istatistikleri tablo 3.2’de gösterilmiştir.

Tablo 3.2: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistik Bilgiler

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
KVTB/TK	0.003867	0.290484	0.130318	0.061330
UVTB/TK	0.000925	0.480931	0.027709	0.106702
ÖK/TK	-0.301664	0.546311	0.448998	0.182016
FING/TYK	-0.158581	0.491137	0.081562	0.164149
ÖS/ÖK	-0.084587	1.062102	0.407428	0.240591
YND/ÖK	0.003251	0.987135	0.304318	0.256286
TYK/TV	0.236893	0.617458	0.476526	0.073631
FYK/TV	0.130297	0.513695	0.226318	0.107746
FYK/TYK	0.222392	7.982286	0.692309	1.716555
FIRBUY	-0.063486	8.093272	5.586621	2.012138
NK/ÖK	-0.094024	0.657653	0.141762	0.171548
NK/SK	-0.088497	0.359728	0.108024	0.131406
NK/AK	-0.024784	0.157904	0.055145	0.056439

3.3.2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Analizleri

Analizde kullanılan değişkenlere ait yıllar itibariyle (1992-2011) korelasyon matrisleri Ek 1’de sunulmuştur. Tablolarda da görüldüğü gibi değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunmaktadır.

3.3.3. Özkaynak Kârlılığına İlişkin Bulgular

Öz sermaye kârlılığı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için kurulan modele ilişkin 1992-2011 yılları arasındaki sonuçlar Tablo 3’de sunulmuştur. Modelin genel anlamda açıklayıcılık düzeyini veren R^2 değerlerine bakıldığında en düşük değerin 2000 yılına ait modelde %69 olarak gerçekleştiği, en yüksek değerin 2005 ve 2006 yıllarına ait modellerde %98,9 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgular yıllar itibariyle özsermaye kârlılığını test eden modelin genel anlamda açıklama düzeyinin yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 3.3: 1992-2011 Yılları Arası Model 1'in Regresyon Analiz Sonuçları

	Sabit	KVTB/TK	UVTB/TK	ÖK/TK	FING/TYK	ÖS/ÖK	YND/ÖK	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	R ²
1992	.064	-.034**	-.209**	-.033	-.360**	-.084*	-.103*	.139	.204	-.231*	.057**	,757
1993	.504**	-.280**	-.610	-.320**	-.071	-.185**	-.270**	.192	-.011	-.169	.039**	,745
1994	.858**	-.416**	-.396*	-.332**	-.025	-.447**	-.470**	.148	-.419	-.008	.007	,840
1995	.430**	-.213*	-.340**	-.350	.043	-.596**	-.503**	.190*	.132	-.145	.028**	,857
1996	.574**	-.095	.649	-.233	.022	-.616**	-.602**	.037	.235	-.223**	.015*	,849
1997	.743**	-.207	.352	-.169	-.003	-.497**	-.591**	.092	.056	-.202*	.005	,847
1998	.430**	-.313**	1.004**	-.227	.091	-.428**	-.461**	.179	-.132	-.078	.008	,796
1999	.346**	-.263*	-.256	-.302**	-.115	-.010	-.072**	.072	-.081	-.232**	.028**	,758
2000	.010	-.119	-.175	-.292	-.190	.004**	-.007**	.071	.083	-.167**	.028**	,690
2001	.149**	-.282**	-.437**	-.118	.005	.005**	-.021**	-.137	-.100	-.070	.028**	,744
2002	-.052	-.246*	-.250**	.001	-.104	.005	-.006**	.223**	-.202*	.019	.032**	,698
2003	-.485	-.250**	.559	.072	-.035	-.108**	.718	.044	.131	.009	.054	,827
2004	-.072	-.177**	5.508	.146	-.324	-.385**	.540	.311	-.321	.076	-.001**	,701
2005	.705	-.033**	2.627**	-.057	-.013	-.573**	-.050**	.102	-.322	.030	-.050	,989
2006	1.918	.816*	3.786**	.173	-1.829	-1.327**	.105**	-.574	.730	-.131	-.190**	,989
2007	.032	-.275*	-1.099	.550	-.298	-.328**	.002	.485**	-.992**	.288**	.004	,864
2008	-.881**	.698	.937	1.307**	.116	-.197**	-.481**	.476	1.560**	-.480**	.007	,756
2009	-.547**	-.105**	-.584	.356**	.002	-.049	-.036**	.276	.417**	-.202*	.048*	,790
2010	-.077	-.023**	2.897*	.322	.005	-.093**	-.026	.172	-.304**	.332**	.044**	,767
2011	.292*	.257**	2.497*	.272	.002	-.322**	-.180**	.180	-.229**	.220*	-.023**	,734

**, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

1992 yılı itibariyle KVTB/TK, UVTB/TK, FING/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, ÖS/ÖK, YND ve FYK/TYK değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1992 yılı değişkenlerin özkaynak karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %20.9 azalışa yol açacaktır. FING/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %36 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %23.1 azalışa yol açacaktır.

1993 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖK/TK, ÖS/ÖK, YND ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1993 yılı değişkenlerin Özkaynak karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %28 azalışa yol açacaktır. ÖK/TK oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %32 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %27 azalışa yol açacaktır.

1994 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖK/TK, ÖS/ÖK ve YND değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, UVTB/TK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1994 yılı değişkenlerin Özkaynak karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %41.6 azalışa yol açacaktır. UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %39.6 azalışa yol açacaktır. ÖK/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %33.2 azalışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %44.7 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %47 azalışa yol açacaktır.

1995 yılı itibariyle UVTB/TK, ÖS/ÖK, YND ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, KVTB/TK ve TYK/TV değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1995 yılı değişkenlerin özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te

gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %21.3 azalışa yol açacaktır. UVTB/TK oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %34 azalışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %59.6 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %50.3 azalışa yol açacaktır.

1996 yılı itibariyle ÖS/ÖK, YND ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FIRBUY değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1996 yılı değişkenlerin özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖS/ÖK oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %61.6 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %60.2 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %22.3 azalışa yol açacaktır.

1997 yılı itibariyle ÖS/ÖK ve YND değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FYK/TYK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1997 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %49.7 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış özkaynak kârlılığında %59.1 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %20.2 azalışa yol açacaktır.

1998 yılı itibariyle KVTB/TK, UVTB/TK, ÖS/ÖK ve YND değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1998 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %31.3 azalışa yol açacaktır. UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %100.4 artışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %42.8 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %46.1 azalışa yol açacaktır.

1999 yılı itibariyle ÖK/TK, YND, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, KVTB/TK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1999 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır:

KVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %26.3 azalışa yol açacaktır. ÖK/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %30.2 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %23.2 azalışa yol açacaktır.

2000 yılı itibariyle ÖS/ÖK, YND, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2000 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %16.7 azalışa yol açacaktır.

2001 yılı itibariyle KVTB/TK, UVTB/TK, ÖS/ÖK, YND ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2001 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %28.2 azalışa yol açacaktır. UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %43.7 azalışa yol açacaktır.

2002 yılı itibariyle UVTB/TK, YND, TYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, KVTB/TK ve FYK/TV değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2002 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %24.6 azalışa yol açacaktır. UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %25 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %22.3 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %20.2 azalışa yol açacaktır.

2003 yılı itibariyle KVTB/TK ve ÖS/ÖK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2003 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %25 azalışa yol açacaktır.

2004 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖS/ÖK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2004 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %38.5 azalışa yol açacaktır.

2005 yılı itibariyle KVTB/TK, UVTB/TK, ÖS/ÖK ve YND değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2005 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %262.7 artışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %57.3 azalışa yol açacaktır.

2006 yılı itibariyle UVTB/TK, ÖS/ÖK, YND ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, KVTB/TK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2006 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %81.6 artışa yol açacaktır. UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %378.6 artışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %132.7 azalışa yol açacaktır.

2007 yılı itibariyle ÖS/ÖK, TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, KVTB/TK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2007 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki

%1 artış Özkaynak kârlılığında %27.5 azalışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %32.8 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %48.5 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %99.2 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %28.8 artışa yol açacaktır.

2008 yılı itibariyle ÖK/TK, ÖS/ÖK, YND, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2000 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %130.7 artışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %48.1 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %156 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %48 azalışa yol açacaktır.

2009 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖK/TK, YND ve FYK/TV değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2009 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %35.6 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %41.7 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %20.2 azalışa yol açacaktır.

2010 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖS/ÖK, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, UVTB/TK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2010 yılı değişkenlerin Özkaynak kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %289.7 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %30.4 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %33.2 artışa yol açacaktır.

2011 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖS/ÖK, YND, FYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, UVTB/TK ve FYK/TV değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2011 yılı değişkenlerin Özkaynak karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo 3.3'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %25.7 artışa yol açacaktır. UVTB/TK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %249.7 artışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %32.2 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %22.9 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış Özkaynak kârlılığında %22 artışa yol açacaktır.

3.3.4. Satış Karlılığına İlişkin Bulgular

Satış karlılığı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için kurulan modele ilişkin 1992-2011 yılları arasındaki sonuçlar Tablo3.4 sunulmuştur. Modelin genel anlamda açıklayıcılık düzeyini veren R^2 değerlerine bakıldığında en düşük değer 2004 yılına ait modelde %31,8 olarak gerçekleştiği, en yüksek değer 2007 yılına ait modelde %62,2 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgular yıllar itibariyle satış karlılığını test eden modelin genel anlamda açıklama düzeyinin yeterli olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.4: 1992-2011 Yılları Arası Model 2'nin Regresyon Analiz Sonuçları

	Sabit	KVTB/TK	UVTB/TK	ÖK/TK	FING/TYK	ÖS/ÖK	YND/ÖK	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	R ²
1992	2.166**	.472	.733	2.421	.170	.365	-1.030**	-3.143**	5.402**	-3.179**	-.052	,479
1993	-1.329	.239	-.903	3.753**	-.329	.439	-1.030	-2.887*	7.387**	-4.185**	-.014	,417
1994	-3.398	2.694	2.471	6.657**	-.443	.011	-1.118	-3.771	12.947**	-6.136**	.016	,356
1995	2.291**	.750	-1.807	2.637	.350	.277	-.171	-4.551**	9.502**	-5.132**	.009	,409
1996	1.711**	.763	-.721	3.796	.183	.259	-.358	-3.814**	6.281**	-3.298**	.049	,472
1997	-1.222	.010	-1.123	2.381**	.084	.056	-.286	-1.007	3.852**	-2.160**	.055	,456
1998	1.533**	-.534	-.835	2.521	.086	-.677**	-.852**	-1.356**	2.231**	-1.242**	-.024	,486
1999	-.455	-2.137	-6.305	2.845*	-.194	.279	-.466	-2.211	5.743	-4.245**	.044	,433
2000	1.728**	.045	-2.045	3.745**	.778	.344	-.134	-3.368**	3.622**	-2.468**	.047	,379
2001	-1.307	.318	-.719	3.384**	.184*	.033	-.132	-2.645	2.420	-1.599	-.003	,454
2002	1.476**	.188	-.649	-2.897**	.409	.053	-.082	-3.079**	3.375**	-1.741**	.029	,358
2003	5.434**	.370	1.726	-6.344**	-.389	.073	3.043	-6.630**	.600	-.332	.096	,586
2004	-.448	.749	5.043	-.697*	-.717	-.089	2.342	-1.051**	.418**	-.311**	.136**	,318
2005	1.300	-.691	1.158	-.052	.569**	-.007	-.048	.402	-.724**	.161	-.144**	,498
2006	-.591	.033	-.238	.425**	.627**	.007*	.199	.146**	.151	-.050*	.047**	,594
2007	.199	.818**	-.168	1.032	.188**	-.041	-.111	-1.588**	2.135**	-.554**	.039	,622
2008	-.954**	.982*	1.200	1.041**	.342**	-.012	-.124	1.242**	.976*	-.101	.021	,359
2009	-5.905**	.288	-3.639	1.142*	-.198*	.462	-.713*	.852	1.632	-2.095*	.670**	,498
2010	-.529	-.695**	.175	1.913**	.037**	-.261**	.214	.521**	.193**	-.390	.153**	,409
2011	-.920**	.277	-6.929	1.008	.058**	-.274**	.190	.352**	-.084**	-.261**	.186**	,529

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

1992 yılı itibariyle YND, TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1992 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: YND oranındaki %1 artış satış kârlılığında %103 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %314.3 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %540.2 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %317.9 azalışa yol açacaktır.

1993 yılı itibariyle ÖK/TK, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, TYK/TV değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1993 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %375.3 artışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %288.7 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %738.7 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %418.5 azalışa yol açacaktır.

1994 yılı itibariyle ÖK/TK, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1994 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %665.7 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %1294.7 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %613.6 azalışa yol açacaktır.

1995 yılı itibariyle TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1995 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %455.1 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış

satış kârlılığında %950.2 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %513.2 azalışa yol açacaktır.

1996 yılı itibariyle, TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1996 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %381.4 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %628.1 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %329.8 azalışa yol açacaktır.

1997 yılı itibariyle ÖK/TK, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1997 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %238.1 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %385.2 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %216 azalışa yol açacaktır.

1998 yılı itibariyle ÖS/ÖK, YND, TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1998 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: OS/OK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %67.7 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış satış kârlılığında %85.2 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %135.6 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %223.1 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %124.2 azalışa yol açacaktır.

1999 yılı itibariyle FYK/TYK değişkeninin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, ÖK/TK, değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1999 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle

şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %284.5 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %424.5 azalışa yol açacaktır.

2000 yılı itibariyle ÖK/TK, TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2000 yılı değişkenlerin satışların kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %374.5 artışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %336.8 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %362.2 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %246.8 azalışa yol açacaktır.

2001 yılı itibariyle ÖK/TK değişkeninin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FING/TYK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2001 yılı değişkenlerin satışların kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %338.4 artışa yol açacaktır. FING/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %18.4 artışa yol açacaktır.

2002 yılı itibariyle ÖK/TK, TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2002 yılı değişkenlerin satışların kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %289.7 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %307.9 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %337.5 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %174.1 azalışa yol açacaktır.

2003 yılı itibariyle ÖK/TK ve TYK/TV değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2003 yılı değişkenlerin satışların kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1

artış satış kârlılığında %634.4 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %663 azalışa yol açacaktır.

2004 yılı itibariyle TYK/TV, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, ÖK/TK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2004 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %69.7 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %105.1 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %41.8 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %31.1 azalışa yol açacaktır.

2005 yılı itibariyle FING/TYK, FYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2005 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: FING/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %56.9 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %72.4 azalışa yol açacaktır.

2006 yılı itibariyle ÖK/TK, FING/TYK, TYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, ÖS/ÖK ve FYK/TYK, FIRBUY değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2006 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %42.5 artışa yol açacaktır. FING/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %62.7 artışa yol açacaktır.

2007 yılı itibariyle KVTB/TK, FING/TYK, TYK/TV, FYK/TV ve FYK/TYK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2007 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %81.8 artışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki

%1 artış satış kârlılığında %158.8 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %213.5 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %55.4 azalışa yol açacaktır.

2008 yılı itibariyle ÖK/TK, FING/TYK ve TYK/TV değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, KVTB/TK ve FYK/TV değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2008 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %98.2 artışa yol açacaktır. ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %104.1 artışa yol açacaktır. FING/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %34.2 artışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %124.2 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %97.6 artışa yol açacaktır.

2009 yılı itibariyle FIRBUY değişkeninin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, ÖK/TK, FING/TYK, YND ve FYK/TYK değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2009 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %114.2 artışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış satış kârlılığında %71.3 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %209.5 azalışa yol açacaktır. FIRBUY oranındaki %1 artış satış kârlılığında %67 artışa yol açacaktır.

2010 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖK/TK, FING/TYK, ÖS/ÖK, TYK/TV, FYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2010 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: KVTB/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %69.5 azalışa yol açacaktır. ÖK/TK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %191.3 artışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %26.1 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %52.1 artışa yol açacaktır.

2011 yılı itibariyle FING/TYK, ÖS/ÖK, TYK/TV, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2011 yılı değişkenlerin satışların karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.4'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: ÖS/ÖK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %27.4 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış satış kârlılığında %35.2 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış satış kârlılığında %26.1 azalışa yol açacaktır.

3.3.5. Aktif Karlılığına İlişkin Bulgular

Aktif karlılığı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için kurulan modele ilişkin sonuçlar Tablo 3.5'de sunulmuştur. Modelin genel anlamda açıklayıcılık düzeyini veren R^2 değerlerine bakıldığında en düşük değerin 2008 yılına ait modelde %71,6 olarak gerçekleştiği, en yüksek değerin 2007 yılına ait modelde %96,7 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgular yıllar itibariyle aktif karlılığını test eden modelin genel anlamda açıklama düzeyinin yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Yıllar itibarı ile değerlendirmeler yapılırken genel olarak %20 oranı ve daha büyük oranların etkileri belirtilmiştir.

Tablo 3.5: 1992-2011 Yılları Arası Model 3'ün Regresyon Analiz Sonuçları

	Sabit	KVTB/TK	UVTB/TK	ÖK/TK	FING/TYK	ÖS/ÖK	YND/ÖK	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	R ²
1992	.101*	-.009	-.140	.109	-.209**	-.009	.031	-.277**	.570**	-.352**	.044**	,820
1993	.010	-.126	-.335	.143**	-.031	-.065**	-.111**	-.339	.226	-.212**	.034**	,776
1994	.277**	-.217**	-.139	.103	.009	-.271**	-.245**	-.237	-.012	-.125	.011*	,889
1995	.309**	-.180**	-.152	.142	.077*	-.308**	-.234**	-.143**	.200	-.190**	.021**	,861
1996	.337**	-.091	.101	.122	-.025	-.265**	-.273**	-.210**	.272**	-.232**	.018**	,900
1997	.185**	-.178**	.099	.144**	-.046	-.216**	-.267**	-.053	.198	-.203**	.015**	,884
1998	.245**	-.271**	.621	.053	-.048	-.188**	-.216**	-.065	.101	-.132**	.014**	,854
1999	.080	-.211**	-.063	-.014	-.193**	-.057**	-.075**	.022	.249*	-.229**	.025**	,891
2000	-.013	-.100	-.260	.133	.279**	.007**	-.008	.029	-.788**	.270**	.020**	,875
2001	-.225**	.202*	-.287	.299**	-.039	-.001	.006	.002	-.428**	.296**	.019**	,963
2002	.048	.023	.368	.392**	.072**	.017*	-.022*	-.205**	.032	-.061	.023**	,881
2003	-.312	-.093	.175	-.012	-.089**	.018**	.019	-.100	.106	-.018	.040*	,854
2004	-.137	-.085	.683	.030	-.058	-.038**	.492	.063	-.074	.016	.015**	,804
2005	-.112	-.005	.404	.074	.078	-.003	.078	-.120	.102*	-.082**	.021**	,836
2006	-.119	.130	-.221	.105	.349**	.004**	.093	-.198	.159*	-.071**	.026**	,777
2007	.157*	.838**	.193	.260	.285**	-.018*	-.041	-1.344**	1.859**	-.511**	.033**	,967
2008	-.228**	.136	.303	.276**	-.011**	-.015	-.043	-2.147	.032	.005*	.009**	,716
2009	-.215**	-.055	-.340	.122**	.005**	.010	-.034**	-1.188	.172**	-.135**	.024**	,746
2010	-.049	-.073**	1.465	.115	.005	-.045**	.000	-1.099	-.108**	.036	.030**	,825
2011	.011	.010	.375	.107	.006*	-.031**	-.023	-.097	-.181**	-.031	.024**	,901

**, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

1992 yılı itibariyle FING/TYK, TYK/TV, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1992 yılı değişkenlerin aktif karlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. Bu etkilerin göze çarpanları özetle şunlardır: FING/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %20.9 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27.7 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %57 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %35.2 azalışa yol açacaktır.

1993 yılı itibariyle ÖK/TK, ÖS/ÖK, YND, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1993 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. ÖK/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %14.3 artışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %6.5 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %11.1 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %21.2 azalışa yol açacaktır. FIRBUY oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %3.4 artışa yol açacaktır.

1994 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖS/ÖK ve YND değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FIRBUY değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1994 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. KVTB/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %21.7 azalışa yol açacaktır. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27.1 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %24.5 azalışa yol açacaktır.

1995 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖS/ÖK, YND, TYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FING/TYK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1995 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %30.8

azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %23.4 azalışa yol açacaktır.

1996 yılı itibariyle ÖS/ÖK, YND, TYK/TV, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1996 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %26.5 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27.3 azalışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %21 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27.2 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %23.2 azalışa yol açacaktır.

1997 yılı itibariyle KVTB/TK, OK/TK, ÖS/ÖK, YND, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1997 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %21.6 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %26.7 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %20.3 azalışa yol açacaktır.

1998 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖS/ÖK, YND, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1998 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. KVTB/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27.1 azalışa yol açacaktır. YND oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %21.6 azalışa yol açacaktır.

1999 yılı itibariyle KVTB/TK, FING/TYK, ÖS/ÖK, YND, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FYK/TV değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 1999 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. KVTB/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %21.1 azalışa yol açacaktır. FING/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %19.3 azalışa

yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %24.9 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %22.9 azalışa yol açacaktır.

2000 yılı itibariyle FING/TYK, ÖS/ÖK, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2000 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. FING/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27.9 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %78.8 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27 artışa yol açacaktır.

2001 yılı itibariyle ÖK/TK, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, KVTB/TK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2001 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. KVTB/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %20.2 artışa yol açacaktır. ÖK/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %29.9 artışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %42.8 azalışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %29.6 artışa yol açacaktır.

2002 yılı itibariyle ÖK/TK, FING/TYK, TYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, ÖS/ÖK ve YND değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2002 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. ÖK/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %39.2 artışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %20.5 azalışa yol açacaktır.

2003 yılı itibariyle FING/TYK ve ÖS/ÖK değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FIRBUY değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2003 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. FING/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %8.9 azalışa yol açacaktır.

2004 yılı itibariyle ÖS/ÖK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2004 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. ÖS/ÖK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %3.8 azalışa yol açacaktır.

2005 yılı itibariyle FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FYK/TV değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2005 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %10.2 artışa yol açacaktır.

2006 yılı itibariyle FING/TYK, ÖS/ÖK, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FYK/TV değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2006 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. FING/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %34.9 artışa yol açacaktır.

2007 yılı itibariyle KVTB/TK, FING/TYK, TYK/TV, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, ÖS/ÖK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2007 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. KVTB/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %83.8 artışa yol açacaktır. FING/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %28.5 artışa yol açacaktır. TYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %134.4 azalışa yol açacaktır. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %185.9 artışa yol açacaktır. FYK/TYK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %51.1 azalışa yol açacaktır.

2008 yılı itibariyle ÖK/TK, FING/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu, FYK/TYK değişkeninin %5 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2008 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. ÖK/TK oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %27.6 artışa yol açacaktır.

2009 yılı itibariyle ÖK/TK, FING/TYK, YND, FYK/TV, FYK/TYK ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2009 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %17.2 artışa yol açacaktır.

2010 yılı itibariyle KVTB/TK, ÖS/ÖK, FYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2010 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %10.8 azalışa yol açacaktır.

2011 yılı itibariyle ÖS/ÖK, FYK/TV ve FIRBUY değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyine sahip olduğu görülmektedir. Bu anlamlılık düzeylerinde 2011 yılı değişkenlerin aktif kârlılığında yapmış oldukları etkiler Tablo3.5'te gösterilmiştir. FYK/TV oranındaki %1 artış aktif kârlılığında %18.1 azalışa yol açacaktır.

3.3.6. Kriz Yıllarının Değerlendirilmesi

1994 Yılı: Döviz krizinin yaşandığı 1994 yılı için anlamlı olan değişkenler incelendiğinde; Grafik3.1'ten de görüleceği üzere firmaların varlıklarını kısa vadeli borçlanma ve özkaynakları ile finansman yoluna gittikleri görülmektedir. Bu durum Aktif kârlılığında ve Özkaynak kârlılığında azalışa neden olmuştur(Tablo3.3 ve Tablo3.5). Bununla birlikte Grafik3.4'ten de görüleceği üzere öz kaynaklar içerisinde ödenmiş sermayenin oranında bir azalma yaşanmıştır. Toplam yabancı kaynak bileşenleri incelendiğinde Grafik3.2'ten de görüleceği üzere finansal yabancı kaynakların oranında azalma, satışların kârlılığını da olumsuz yönde etkilemiştir.

Toplam varlıkların finansmanında Grafik3.4'ten de görüleceği üzere finansal yabancı kaynak oranında bir azalma görülmektedir. Bu dönemde firmalar varlıklarının finansmanında daha çok öz kaynak kullanmayı tercih etmişlerdir. Firma büyüklükleri incelendiğinde Grafik3.5'den de görüleceği üzere çok fazla olmasa da

artış görülmektedir. 1994 yılında firmaların satışlarında ilk üçteyrekte belirgin düşüş gözlenmekle beraber son çeyrekte toparlanarak artışa geçmiştir. Bu durum firma büyüklüğünü az da olsa artış yönünde etkilemiştir.

Bu dönemde öz sermaye karlılığı, satışların karlılığı ve aktiflerin karlılıkları incelendiğinde Grafik3.6'den de görüleceği üzere her üç kârlılık oranında da 1994 yılından itibaren azalış görülmektedir.

2000 Yılı: Bankacılık krizinin yaşandığı 2000 yılı için anlamlı olan değişkenler incelendiğinde Grafik3.1 ve Grafik3.2'ten de görülebileceği gibi öz kaynakların toplam kaynaklara oranında, finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranında ve finansman giderlerin toplam yabancı kaynaklara oranında bir azalış görülmektedir. Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranında ki azalış Özkaynak ve satış kârlılıklarını artırırken aktif kârlılığını azaltacak yönde etki etmiştir(Tablo3.3, Tablo3.4).

Bu dönemde varlıkların finansmanında Grafik3.4'ten de görüleceği üzere kullanılan yabancı kaynak oranı fazla bir değişikli göstermemekle beraber küçükte olsa bir artış görülmektedir. Öz kaynaklar içerisinde ödenmiş sermayenin oranında Grafik3.4'ten de görüleceği üzere bir artış görülmektedir. Firma büyüklüğünde Grafik3.5'ten de görüleceği üzere bu dönemde bir artış yaşanmıştır.

Bu dönemde öz kaynakların karlılığı, satışların kârlılığı ve aktiflerin kârlılıkları incelendiğinde Grafik3.6'den de görüleceği üzere her üç karlılık oranında da azalışlar yaşandığı görülmektedir.

2001 Yılı: Bankacılık ve döviz krizinin yaşandığı 2001 yılı için anlamlı olan değişkenler incelendiğinde Grafik3.1'ten de görüleceği gibi özkaynakların toplam kaynaklara oranındaki artış, aktif ve satış kârlılıklarını olumlu yönde etkilemiştir(Tablo3.5 ve Tablo3.4). Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranında artış yaşandığı bu durumda aktif kârlılığını artırırken Özkaynak kârlılığını azaltacak yönde etki yaptığı tespit edilmiştir (Tablo3.4 ve Tablo3.3). Uzun vadeli borçların toplam kaynaklara oranında fazla bir değişiklik olmadığı görülmektedir. Toplam yabancı kaynaklar içerisinde Grafik3.2'ten de görüleceği

üzere 2001 yılında finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranında ve finansman giderlerinin toplam yabancı kaynaklara oranında bir artış olduğu izlenmektedir.

Öz kaynaklar içerisinde ödenmiş sermayenin oranında Grafik3.4'ten de görüleceği üzere bir artış görülmektedir. Firma büyüklüğünde Grafik3.5'ten de takip edilebileceği gibi ilk defa bu dönemde büyük düşüşler tespit edilmiştir.

Bu dönemde öz kaynakların kârlılığı, satışların kârlılığı ve aktiflerin kârlılıkları incelendiğinde Grafik3.6'dan da görüleceği üzere bu üç kârlılık oranında büyük azalışlar yaşandığı söylenebilir.

2008 Yılı: Küresel finansal krizin yaşandığı 2008 yılı için anlamlı değişkenler incelendiğinde, Grafik3.1'ten de görüleceği üzere özkaynakların toplam kaynaklara oranında ki azalış, özkaynak kârlılığı, satış kârlılığı ve aktif kârlılıklarında azalışa neden olacağı tespit edilmiştir. Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranında yaşanan azalış, satışların kârlılığını azaltacak yönde etki edeceği tespit edilmiştir. Uzun vadeli borçların toplam kaynaklara oranında da artış yaşandığı görülmektedir.

Öz kaynaklar içerisinde ödenmiş sermayenin oranında Grafik3.4'ten de görüleceği üzere bir azalış görülmektedir. Toplam varlıkların finansmanında Grafik3.4'ten de görüleceği üzere finansal yabancı kaynak oranında bir artış görülmektedir. Bu artışın özkaynak ve satış kârlılıklarında artışa yol açacağı tespit edilmiştir. Toplam yabancı kaynaklar içerisinde Grafik3.2'ten de görüleceği üzere finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranındaki artış özsermaye kârlılığını azaltacak yönde etki edeceği görülmektedir(Tablo3.3). Finansman giderlerinin toplam yabancı kaynaklara oranında bir artış olduğu görülmektedir. Firma büyüklüğünde Grafik3.5'ten de görüleceği üzere ilk defa bu dönemde büyük düşüşler görülmektedir.

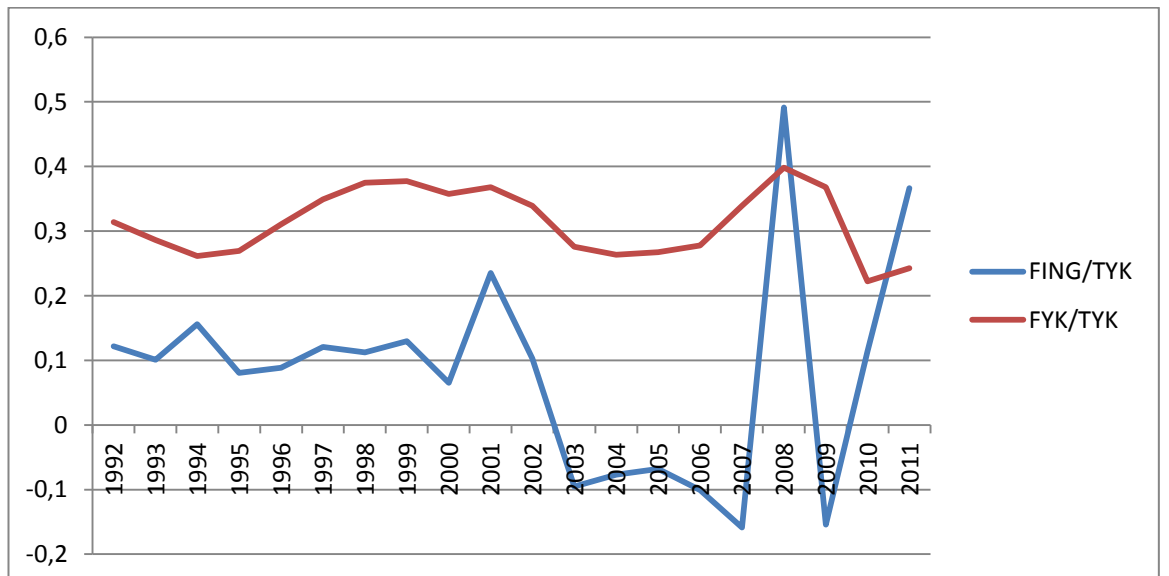
Bu dönemde öz kaynakların kârlılığı, satışların kârlılığı ve aktiflerin kârlılıkları incelendiğinde Grafik3.6'dan da görüleceği üzere bu üç kârlılık oranında büyük azalışlar yaşandığı görülmektedir.

Grafik 3.1: 1992-2011 Yılları Arası Kısa Vadeli Toplam Borçların, Uzun Vadeli Toplam Borçların ve Özsermaye'nin Toplam Kaynaklara Oranı



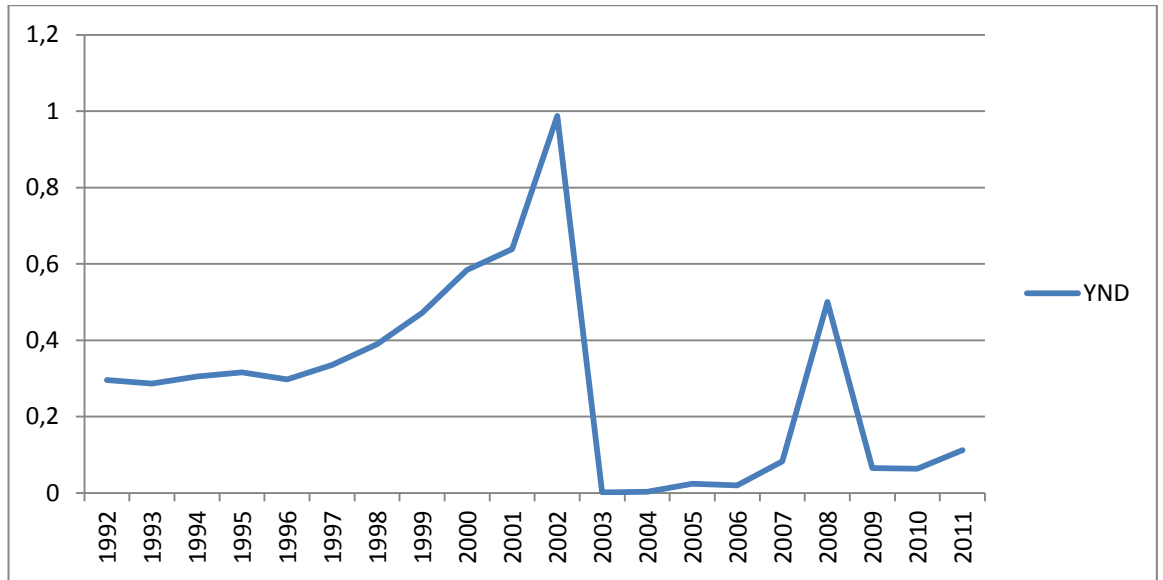
Grafik 3.1’de çalışmada kullanılan firmaların 1992 – 2011 yılları arası kısa vadeli toplam borçların, uzun vadeli toplam borçların ve özsermaye’nin toplam kaynaklara oranlarının toplu sonuçları görülmektedir. Uzun vadeli borçların toplam kaynaklara oranında 2008 yılına kadar bir değişiklik görülmemektedirken ilgili yılda toplam kaynaklara oranında ciddi bir artış yaşandığı gözlemlenmiştir.

Grafik 3.2: 1992-2011 Yılları Arası Finansman Giderlerinin ve Finansal Yabancı Kaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı



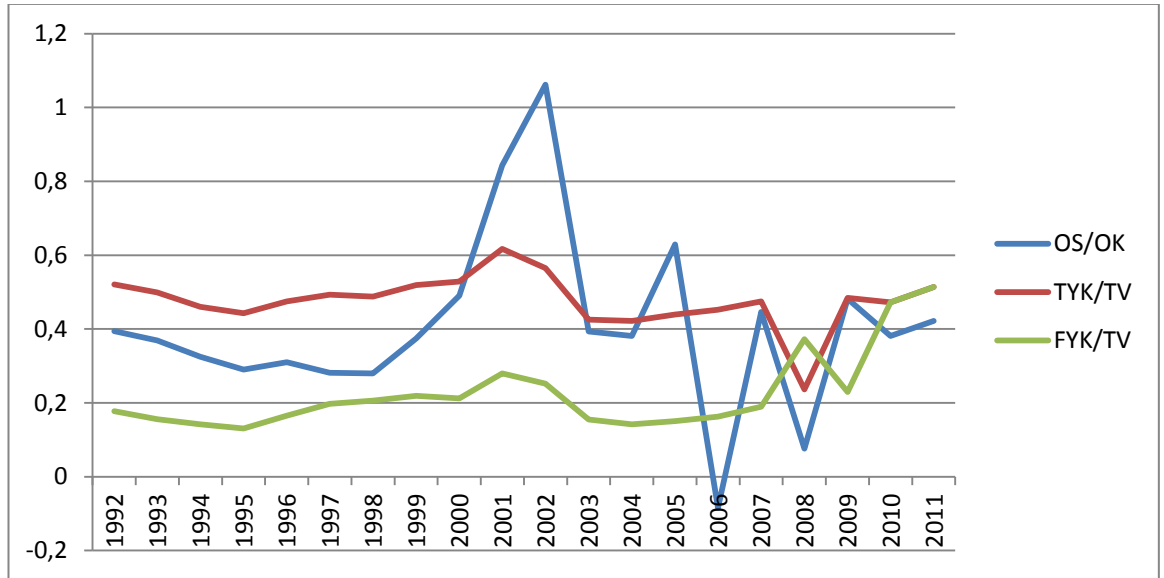
Grafik 3.2’de çalışmada kullanılan firmaların 1992 – 2011 yılları arası finansman giderlerinin ve finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklar içerisindeki oranlarının toplu sonuçları görülmektedir. Finansman giderlerinin toplam yabancı kaynak içerisinde oranı 1994,2001 ve 2008 yılların artış gösterirken 2003,2007 ve2009 yıllarında düşüş yaşadığı görülmektedir. Finansal yabancı kaynakları toplam yabancı kaynaklar içerisindeki oranı dalgalı bir seyir izlerken en yüksek seviyeye 2008 yılında ulaştığı izlenmektedir.

Grafik 3.3: 1992-2011 Yılları Arası Yeniden Değerlemenin Özkaynaklara Oranı

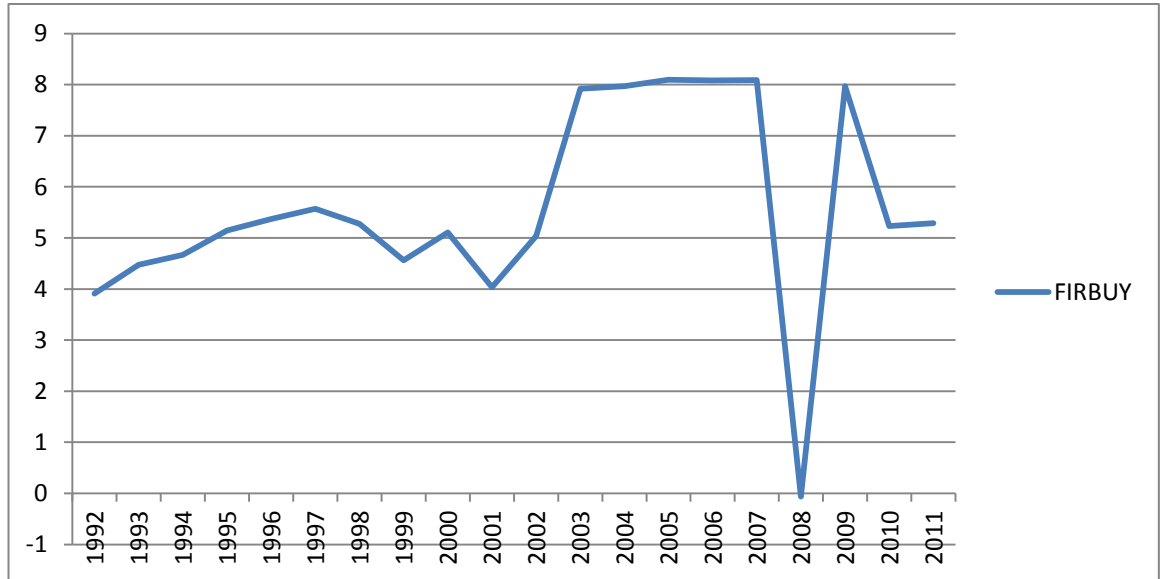


Grafik 3.3’de çalışmada kullanılan firmaların 1992 – 2011 yılları arası yeniden değerlemenin özkaynaklara oranının seyri gösterilmektedir. Yeniden değerlemenin özkaynaklar içerisindeki oranı 1996 yılından itibaren artış trendine girmiş ve 2002 yılında en üst seviyeye ulaştığı ve 2003 yılında da en düşük seviyeye gerilediği görülmektedir.

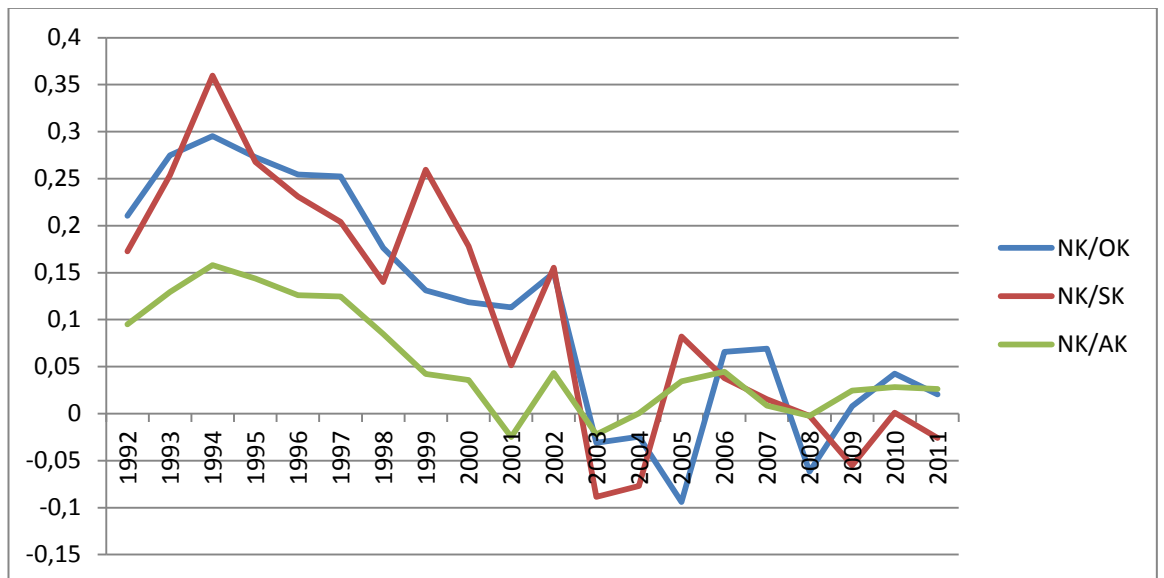
Grafik 3.4: 1992-2011 Yılları Arası Ödenmiş Sermayenin Özkaynaklara Oranı, Toplam Yabancı Kaynakların Ve Finansal Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı



Grafik 3.4’de çalışmada kullanılan firmaların 1992 – 2011 yılları arası ödenmiş sermayenin özkaynaklar içerisindeki oranı, toplam yabancı kaynakların toplam varlıklar içerisindeki oranı ve finansal yabancı kaynakların toplam varlıklar içerisindeki oranlarının sonuçları gösterilmektedir. Ödenmiş sermayenin özkaynaklar içerisindeki oranı yıllar itibarı ile inişli çıkışlı bir görüntü verirken, bu oran en yüksek değerine 2002 yılında ulaşırken en düşük değerine 2006 yılında ulaştığı görülmektedir. Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklar içerisindeki oranı 2001 yılında en üst seviyeye ulaştığı ve 2008 yılında en düşük seviyeye gerilediği görülmektedir. Bu oran bunların dışında genel olarak çok fazla dalgalanmamıştır. Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklar içerisindeki oranı 2004 yılında itibaren artış göstererek 2011 yılında en üst seviyeye çıktığı görülmektedir.

Grafik 3.5: 1992-2011 Yılları Arası Firma Büyüklükleri

Grafik 3.5’de çalışmada kullanılan firmaların 1992 – 2011 yılları arası firma büyüklüklerinin sonucu görülmektedir. Firma büyüklüğünde 2008 yılında aşırı düşüş yaşandığı görülmektedir. 2008 yılı küresel finansal krizin yaşandığı yıldır.

Grafik 3.6: 1992-2011 Yılları Arası Net Karın Özkaynaklara, Satışlara ve Aktiflere Oranı

Grafik 3.6’de çalışmada kullanılan firmaların 1992 – 2011 yılları arası özkaynakları, satışların ve aktiflerin karlılık sonuçları görülmektedir. Özkaynakların, satışların ve aktiflerin kârlılığında 1994 yılından itibaren devamlı bir azalış yaşandığı

görülmektedir. Öz kaynakların kârlılığında 2002 ve 2006 yıllarında bir artış yaşandığı görülmektedir. Satışların kârlılığında 1999, 2002 ve 2005 yıllarında artış yaşandığı ve 2003 yılında azalış olduğu görülmektedir. Aktiflerin kârlılığı 2002 ve 2006 yılındaki artışların dışında fazla bir değişiklik olmadığı görülmektedir. 2002 yılı özkaynakların, satışların ve aktif kârlılıklarının yükseldiği bir yıl olduğu görülmektedir. 2001 krizi Türkiye'nin yaşadığı en büyük krizdir. 1994 krizi ile azalışa geçen kârlılıkların 2002 yılında yükselişe geçmesi ilginç bir sonuçtur.

SONUÇ

Bu tez çalışmasında dünyada ve ülkemizde yaşanan ekonomik ve finansal krizlere yer verilmiştir. Özellikle ülkemiz 1994 döviz krizi; 2000 döviz ve bankacılık krizi; 2001 döviz ve bankacılık krizi ve 2008 küresel finansal krizlerin etkisinde kalmıştır. Bu krizlerden 1994, 2000 ve 2001 iç kaynaklı krizlerdir. 2008 yılı krizi ise dış kaynaklı olup ülkemiz de etkilenmiştir.

Günümüze kadar finans dünyasında tartışıla gelen sermaye yapısı ile ilgili geleneksel ve güncel yaklaşımlar hakkında bilgi verilmiştir. Firmaların sermaye yapısını oluşturan sermaye bileşenleri belirtilerek, optimal sermaye yapısının oluşturulmasında yapılacak analizlere değinilmiştir.

Bu çalışmada sermaye yapısını oluşturan unsurlarla var olan kârlık arasındaki ilişkinin boyutu kriz yılları da göz önünde bulundurularak ölçülmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda özkaynak kârlılığı, satışların kârlılığı ve aktif kârlılığı bağımlı değişken olarak alınmıştır. Bu bağımlı değişkenlerle diğer çalışmalar da göz önünde tutularak belirlenen on bağımsız değişkenin Borsa İstanbul'da 1992-2011 yılları arası kesintisiz faaliyet gösteren 104 firma (finans sektöründe faaliyette bulunanlar hariç) üzerinde analiz edilerek anlamlı ilişki olup olmadığı test edilmiştir.

Bu analiz için aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

H1: Firmaların sermaye yapısı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.

H2: Firmaların sermaye yapısı satış kârlılığını etkilemektedir.

H3: Firmaların sermaye yapısı aktif kârlılığını etkilemektedir.

Kurulan hipotezlerin genel anlamda kabul edilebilir olduğuna dair bulgular elde edilmiştir. Analiz neticesinde sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişki olduğunu ileri süren teorilere paralel sonuçlar elde edilmiştir. Analiz sonuçları, bağımsız değişkenlerin yıllar itibariyle bağımlı değişkenlerle olan ilişkisi göz önüne bulundurularak yapılmıştır.

Kısa vadeli borçların toplam kaynaklar içerisinde ki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en büyük düşüşlerin 1994, 1998, 2003 ve 2008 yıllarında yaşandığı görülmektedir. Bu yıllar 1994 yılı iç kaynaklı 1998 ve 2008 yılları ise dış kaynaklı kriz yıllarıdır. Kısa vadeli borçların oranında 1996, 1999, 2007 ve 2009 yıllarında artışlar görülmektedir. Kriz sonrası yıllarda firmaların kısa vadeli borçlanmaya gittikleri görülmektedir. Kriz sonrası yıllarda uzun vadeli finansman kaynakları sınırlı ve riski yüksek olduğu için kısa vadeli borçların oranı artmıştır.

Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranının anlamlı olduğu yıllarda 2006 ve 2011 yılları hariç incelenen dönemde öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Bu oranın oranı arttığında öz kaynakların kârlılığında azalış görülmektedir. Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2007 ve 2008 yılında satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Kısa vadeli borçların oranı arttığında satışların kârlılığında artış görülmektedir. Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2007 yılı hariç aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemiştir.

Uzun vadeli borçların toplam kaynaklar içerisinde ki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde 1994 yılında azda olsa bir artış ve 2008 yılında büyük bir artış görülmektedir. Diğer yıllarda uzun vadeli borçlarda fazla bir artış yaşanmamıştır. Uzun vadeli borçların oranı, anlamlı olduğu yıllarda 1992, 1994, 1995, 2001 ve 2002 yıllarında öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Uzun vadeli borçların oranı arttığında öz kaynakların kârlılığında azalış görülmektedir. Uzun vadeli borçların oranı, satışların kârlılığı ve aktiflerin kârlılığı ile ilgili anlamlı bir yıl görülmemiştir.

Öz kaynakların toplam kaynaklar içerisinde ki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde 1995 ve 2003 yıllarında artış görüldü, 2001 ve 2008 yıllarında azalış görüldüğü tespit edilmiştir. Toplam kaynaklar içerisinde öz kaynakların oranının artması iç kaynaklardan oluşan 1994 ve 2001 krizleri sonrasına denk gelmektedir. Kriz yıllarında yabancı kaynak bulmakta sıkıntı yaşayan firmaların öz kaynaklarına yöneldiği görülmektedir.

Öz kaynakların toplam kaynaklar oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2008 ve 2009 yılları hariç incelenen dönemde öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Öz kaynak oranı arttığında öz kaynakların kârlılığında azalış görülmektedir. Öz kaynakların oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2002 ve 2003 yılları hariç incelenen dönemde satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Öz kaynak oranı arttığında satışların kârlılığında artış görülmektedir. Öz kaynakların oranı, anlamlı olduğu yıllarda aktiflerin kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Varlıkların öz kaynakla finanse edilmesi aktiflerin kârlılığını artırdığı tespit edilmiştir.

Finansman giderlerinin toplam kaynaklar içerisinde ki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde 1998, 2001 ve 2008 yıllarında artış, 1994, 2003 ve 2010 yıllarında azalış görüldüğü tespit edilmiştir. Görüldüğü üzere iç kaynaklı 2001 krizi ve dış kaynaklı 1998 ve 2008 krizlerinde finansman giderleri artmıştır.

Finansman giderlerinin oranı anlamlı yıllarda öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Finansman giderleri arttığında az kaynakların kârlılığı azalmaktadır. Finansman giderleri anlamlı olduğu yıllarda 2009 yılı hariç satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Finansman giderleri anlamlı olduğu yıllarda 1992, 1999, 2003 ve 2008 yıllarında aktiflerin kârlılığını negatif, diğer yıllarda pozitif olarak etkilemiştir.

Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 1996, 2002, 2005, 2007 ve 2009 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 2003, 2006 ve 2008 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2000 ve 2001 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Ödenmiş sermayenin oranının artması öz kaynakların kârlılığını azaltmıştır. Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2006 yılı hariç satışların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2000 ve 2002, 2003 ve 2006 yılları hariç aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Ödenmiş sermayenin oranının artması aktiflerin kârlılığını azaltmıştır.

Yeniden değerleme tutarı öz kaynak içerisindeki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 2002 ve 2008 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 2003, 2009 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Yeniden değerleme tutarı öz kaynak içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2006 yılı öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Yeniden değerleme tutarı artıkça artması öz kaynakların kârlılığını azaltmıştır. Yeniden değerleme tutarı anlamlı yıllarda satışların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Yeniden değerleme tutarı artıkça artması satışların kârlılığını azaltmıştır. Yeniden değerleme tutarı anlamlı yıllarda aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Yeniden değerleme tutarı artıkça artması aktiflerin kârlılığını azaltmıştır.

Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 2001, 2007 ve 2009 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 1995, 2003 ve 2008 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda öz kaynakların kârlılığını pozitif olarak etkilemektedir. Varlıkların finansmanında yabancı kaynak kullanılmasındaki artış öz kaynakların kârlılığını artırmıştır. Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2006, 2008, 2010 ve 2011 yılları hariç diğer yıllarda satışların kârlılığını negatif olarak etkilemektedir. Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemektedir. Varlıkların finansmanında yabancı kaynak kullanılmasındaki artış aktiflerin kârlılığını azaltmıştır.

Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 2001, 2008 ve 2010 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 1995 ve 2003 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2008 ve 2009 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2005 ve 2011 yılları hariç satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Varlıkların finansmanında finansal yabancı kaynak kullanımının artması işletmenin satışlarının kârlılığını

artırmıştır. Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2000, 2001, 2010 ve 2011 yılları hariç aktiflerin kârlılığını pozitif etkilemiştir.

Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklar oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 1998, 2001 ve 2008 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 1994, 2003 ve 2010 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı anlamlı yıllarda 2007, 2010 ve 2011 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Toplam borç içerisinde finansal borçların artması öz kaynakların kârlılığını azaltmaktadır. Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı anlamlı yıllarda satışların kârlılığını negatif olarak etkilemektedir. Toplam borç içerisinde finansal borçların artması satışların kârlılığını azaltmaktadır. Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı anlamlı yıllarda 2000 ve 2001 yılları hariç aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemektedir.

Firma büyüklüğü ile ilgili yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 1997, 2003, 2007 ve 2009 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 2001, 2008 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir. 2001 ve 2008 finansal krizinde firma büyüklükleri büyüklüklerinde çok fazla azalışlar yaşandığı görülmektedir.

Firma büyüklüğü anlamlı yıllarda, 2004, 2006 ve 2011 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Firma büyüklüğü anlamlı yıllarda, 2005 yılı hariç satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Firma büyüklüğü anlamlı yıllarda, aktiflerin kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Analiz sonucunda genel anlamda sermaye yapısı bileşenleri olan öz kaynaklar ve borçlar dikkate alındığında analize konu olan firmaların daha çok finansman ihtiyaçlarını özellikle kriz yıllarında öz kaynaklarla karşıladıkları görülmüştür. Analize konu olan firmaların optimal bir sermaye yapısı belirlemediği ve finansal kaldıraçtan yararlanmak amacından ziyade şartlar gereği borçlanmaya gittiği tespit edilmiştir. Bu durum Net faaliyet geliri ve İflas maliyetleri yaklaşımlarını desteklemektedir

Varlıkların öz kaynakla finansmanı işletmenin satış kârlılığını ve aktiflerin kârlılığını artırdığını, öz kaynakların kârlılığını azalttığı tespit edilmiştir. Analizde

finansal hiyerarşi teorisine uygun sonuçlara ulaşılmıştır. Ayrıca Analize konu olan firmaların varlıklarının finansmanında yabancı kaynak kullanımının öz sermayenin kârlılığını artırması sonucuna ulaşılması Net gelir yaklaşımını da desteklemektedir.

Bu çalışmanın firmaların kârlarını maksimum yapacak sermaye yapılarını belirlemede ve benzer akademik çalışmalara ışık tutması beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- ADELMAN, I. (1999), "Financial Crises - Causes, Consequences and Remedies", Department of Agricultural and Resource Economics and Policy, Division of California at Berkeley, May, s. 8.
- AKDİŞ, Muhammet, Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler,<http://makdis.pamukkale.edu.tr>.
- AKGÜÇ, Öztin., (1998); Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın İstanbul,
- AKSOY; Ahmet; YALÇINER, Kürşat(2005); “İşletme Sermayesi Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara,
- AKTAN, C. ve C.Ş.HÜSEYİN (2002/1), “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri” Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl 7, Sayı 4
- AKYÜZ, K. C., İ. Akyüz, H. Serin, H. Cindik (2006), “The financing preferences and capital structure of micro, small and medium sized firm owners in forest products industry in Turkey,” Forest Policy and Economics, c.8.
- AKYÜZ, Yılmaz (1995), "Küreselleşme ve Kriz", İktisat İşletme Finans Dergisi, Mayıs.
- ALLEN, D. E. (1991), “The Determinants of Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager’s Perspective”, Australian Journal of Management, Volume: 16, Issue: 2,
- ALPUGAN, Oktay., Demir, Hulusi., Oktav, Mete., Üner, Nurel(1997); İşletme Ekonomisi Ve Yönetimi, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul.
- ALTINTAŞ, Halil (2004), “Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri”, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı 22, s.39-61.

APAK,Sudi, ATAÇ,Ayhan,(2009) Küresel Krizler, Kronolojik Değerlendirme ve Analiz,Avciol Basım Yayın.İstanbul

ARNOLD, Glen (1998), Corporate Financial Management, England: Financial Times Prentice Hall.

ATAMAN, Ümit,KİBAR,Halil,Hisse Senetlerinin Gerçek Değerlerinin Hesaplanması, Türkmen Kitabevi,İstanbul,1999

ATEŞ, Koray (2004), "Finansal Krizlerden Bankacılık Krizlerine Bir Değerlendirme", Piyasa Dergisi, Yaz, Sayı: 11, ss. 195- 215.

AYDIN, N., M. Çoşkun, H. Bakır, A. Ceylan, M. Başar (2004), *Finansal Yönetim*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını No. 1465.

AYDIN, Nurhan; “Finansal Yönetim”, Birlik Ofset, Eskişehir, 1999

AYDOĞUŞ İsmail, “Global Büyüme ve Kriz”, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt:2, Sayı:1, Temmuz 2000.

BAHÇECİ S. (1997), Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları : Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi, D.P.T Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, ANKARA.

BAHÇELİ, G. (2003), “Türk Firmalarının Sermaye Yapılarını Belirleyen Unsurlar”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

BARTON, S. ve P. Gordon (1988), “Corporate strategy and capital stucture,” Strategic Management Journal, c.9. S.6. ss.623-632.

BASKİN, J. B. (1989), “An empirical investigation of the pecking order hypothesis”, Financial Management, c.18,

BAŞARAN, Ü. (2008), “İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi”,

Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi,
Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak

BAŞKAYA, Zehra, Değer, Alper.(2003); Finans Matematiği, Hünkar Ofset, İstanbul

BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR Mehmet; “Finansal Yönetim”,
Eskişehir, 2001

BEATTIE, V., A. Goosacre ve S.J. Thomson (2006), “Corporate financing
decisions:UK survey evidence”, Journal of Business Finance & Accounting,
c. 33. S.9&10.

BERK, Niyazi, Finansal Yönetim. 7. bs. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2003.

BOLAK, Mehmet; “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, Beta
Yayınları, 4. baskı, İstanbul, Mart 2001

BOLAK,Mehmet(1998), İşletme Finansı, Birsen Yayınevi,İstanbul

BREALEY, Richard, MyerS, Stewart, (1984); Principles of Corporate Finance,
McGraw-Hill, Inc,US

BREALEY,Richard; Stewart, Myers; Alan, Marcu (1999); "İşletme
FinansınınTemelleri", Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice
Doğukanlı, Literatür Yayınları 2.Baskı, İstanbul.

BRİGHAM Eugene F, Michael C. Ehrhardt. Financial Management Theory and
Practice. Florida: Harcourt College Publishers, 2002.

BRİGHAM, E.F. ve J.F. Houston (2004), Fundamentals of Financial Management
(Concise 4th Edition), Mason Ohio: South-Western Educational Publication.

BRİGHAM, F. E. ve Gordon, M. J. (1968), “Leverage, Dividend Policy, and The
Cost of Capital”, The Journal of Finance, Volume. 23, Issue: 1

- BROUNEN, D., Jong, A. ve Koedijk, K. (2005), "Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence", *Journal of Banking and Finance*, Volume: 30, Issue: 5,
- BUSTELO, Pablo (2000), "Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for New Indicators", *Article in Emerging Markets Review (Elsevier)*, Volume 1, Number 3, s.229-51.
- BÜYÜKTORTOP, M., (2007), "Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB'de Bir Uygulama", *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- CANDAŞ, Serpil; DOĞUKANLI, Hatice; "Finansal Pazarlar", Beta basım, Geliştirilmiş üçüncü baskı, Adana, Eylül 2001
- CASTANÍAS, R. (1983), "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure", *The Journal of Financial Economics*, J. (2004), "Determinants of capital structure of chinese-listed companies," *Journal of Business Research*, c.57. S.12. ss.1341-1351.
- CELESUN, Merih, "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği", 2001, *Doğu-Batı*, Yıl: 4, Sayı: 12, Kasım, Aralık, Ocak 2001-02, 161-181.
- CEYLAN, Ali.,(2001) ; *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitapevi, Bursa,.
- CEYLAN, Ali, KORKMAZ, Turhan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitapevi, 2004
- COŞKUN, M. Nejat (2001), "Türkiye Ekonomisinde Krizlerin Reel Sektöre Etkileri", *Kriz ve IMF Politikaları*, Ed: Ömer Faruk Çolak, Alkım Yayınevi, İstanbul, ss. 225-238.
- CULP, L.Christopher; "The Modigliani-Miller Propositions", *In the Growth of Risk Management: A History*, London: Risk, 2003, s. 84.

- ÇALIŞKAN, Ömer Veysel (2003), "Uluslararası Finansal Krizler", Ekonomik Yaklaşım, Cilt: 14, Sayı: 44-46, Kış, Ankara, s. 226.
- ÇİNKO, Levent ve Rengin AK (2009), "Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizleri"nin Anatomisi" Finans Kulüp Dergisi, Yıl 23, Sayı 83, s.59- 83.
- ÇONKAR,Kemalettin, ULUSAN, Hikmet ,ÖZTÜRK,Mehmet,2010, Genel Muhasebe,SÖZKESEN Matbaacılık Tic.Ltd.Şti,Ankara
- DAGLI, Hüseyin, (2001); Finansal Yönetim, Derya Kitabevi, Trabzon
- DAMODARAN, Aswath (2001); "Corporate Finance: Theory and Practice", Wiley Series in Finance, Second Edition,USA.
- DELİCE ,Güven, "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif," Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı no 20: 57-81, (Ocak-Haziran 2003), s.58.
- DEMİR F., Karabıyık A., Ermişoğlu E., Küçük A. (2008), *ABD Mortgage Krizi*, BDDK, Ağustos 2008
- DEMİRGÜÇ-Kunt, Aslı, Vojislav Maksimovic (1996), "Stock Market Development Choices of Firms," The World Bank Economic Review, c.102,
- DERVİŞ Kemal, .Küresel İktisadi Kriz ve Dünya Bankası., İktisat İşletme ve Finans Dergisi, cill:14, Sayı:158, Mayıs, 1999.
- DİACOĞİANNİS, George P. (1994); "Financial management A Modelling Approach Using Spreadsheets", McGraw-Hill Book Company, England.
- DİE, Temel Ekonomik Göstergeler, DİE Yayınları, Mart 1997
- DOĞAN, Muammer.,(1998); İşletme Ekonomisi ve Yönetimi, Anadolu Matbaacılık, izmir.

- DORNBUSCH, Rudiger (2001), "A Primer on Emerging Market Crises", Paper Present at the NBER, Conference on Preventing Currency Crises in Emerging Markets, January, s. 3.
- DORUKKAYA Ş., YILMAZ H. (1999) “ Global Kriz, Türkiye Ekonomisine Etkileri ve 1999 Yılında Alınması Gereken Tedbirler”, Vergi Dünyası, 214, s.7-15.
- DURAND, David, (1959); “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment”, The American Economic Review, Vol.49, No.4.
- DURUKAN, M. B. (1997), “İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- DURUKAN, Mübeccel Banu (1998), "Makro Ekonomik Değişkenlerin Türk Firmalarının Finansal Yapısına Etkileri: Zaman Serisi Analizinden Kanıtlar 1975-1997," İktisat, İşletme ve Finans Dergisi (Haziran), ss.43-54.
- DURUKAN, Mübeccel Banu, (1997) Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995 , İMKB Dergisi 3.
- ECZACIBAŞI Bülent, Büyüme Yerine İstikrarı Seçelim Büyüme Arkadan Gelecektir, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:10, Sayı:111, Haziran, 1995.
- EDWARDS S.(1995), Crisis and Reform in Latin America From Despair to Hope , The World Bank , Washington D.C. U.S.A.
- EGE Yavuz, Güneydoğu Asya Krizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Muhtemel Etkileri., İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13, Sayı:144, Mart, 1998.

EİCHENGREEN Barry, .Predicting, Preventing and Managing International Financial Crises., 1998.

<http://financialservices.house.gov/banking/91498eic.htm>

EKİNCİ, Nazım, “Türkiye Ekonomisinde Gelişmenin Dinamikleri ve Kriz”, Toplum ve Bilim No: 77, 7-27.1998

Ekonomik Forum Dergisi, “19 Şubat Kara Çarşamba”, TOBB Yayını, Yıl.8, Sayı:3, 15 Mart, 2001.

Ekonomik Forum Dergisi, “19 Şubat Kara Çarşamba”, TOBB Yayını, Yıl.8, Sayı:3, 15 Mart, 2001.

Ekonomik Forum Dergisi, “19 Şubat Krizi Sonrası”, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001.

ERCAN. M. Kamil, Ban, Ünsal, (2005); Finansal Yönetim, Fersa Matbaacılık,

EREN, Aslan ve Süslü, Bora (2001), "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", Yeni Türkiye, Sayı: 41, Yıl: 7, Eylül-Ekim.

EREN, Ercan, Melike BİLDİRİCİ, S. Ümit FIRAT, “Türkiye’de 1998-1999 Krizinde Yönetici Davranışlarının İktisadi Analizi”, İktisat ve İşletme Dergisi, Yıl:15, Sayı:166, Ocak, 2000

EREN, Kasım .Doğu Asya Ekonomilerindeki Krizin Nedenleri ve Etkileri., İMKB Dergisi, cilt:3, Sayı:10, Nisan-Mayıs-Haziran, 1999.

EREZ, Yalım, 5 Nisan İstikrar Programı Hakkında Görüşler, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, 1994.

ERKAN, M. ve O. Aydemir (2006), “İşletmelerin finansman kararları ve yabancı kaynak kullanımı: Türkiye’de bir uygulama,” Marmara Üniversitesi Muhasebe- Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi, c.6. S.15. .Ankara

ERSUN, Cengiz, PALACIOGLU, Tezer, Meksika Ülke Etüdü, İTO Yayınları, Yayın No: 1994-64, İstanbul, 1999.

ESEN Oğuz, Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımlar, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Yayını, Cilt:9, Sayı:30, Sonbahar, 1998.

ESER Kadir- BELET Nuran Halise, .Yeni Bir Uluslararası Ekonomik Düzene Doğru Asya Krizinden Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Çıkarılabilecek Dersler., İktisat İşletme ve Finans Dergisi, cilt:15, Sayı:173, Yıl, 2000.

EVİRGİN, Duygu,(1994), Arjantin Krizinin Nedenleri - Sonuçları Ve Türkiye Karşılaştırması, Mevzuat Dergisi,yıl:7 sayı:77

FIRATOĞLU, B. (2005), “Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler”, SPK Araştırma Raporu, 18.11.2005 BF/1.

FISHER, Stanley (1988), "Real Balances, the Exchange Rate, and Indexation: Real Variables in Disinflation", Quarterly Journal of Economics, 103 (1), s. 115.

FISHER, Stanley (2001) “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, paper presented at the American Economic Association Meeting, New Orleans, January 6.

FİSCHER,(Stanley 2001) “The International Financial System: Crises and Reform” October 29-31, 2001

FLORES Enrique Buj, .Küresel İktisadi Kriz, Meksika Krizi, Krizle Mücadelede Meksika Deneyimi., İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Cilt 15, Sayı:169. Yıl: 2000

FRANK, M., Z., V. K. Goyal (2005), “Tradeoff and pecking order theories of debt”, Working Paper, University of British Columbia.

GEREK Sevgi,” Finansal Küreselleşme ve Türkiye”, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1095, Yıl.11, Sayı.125, Eskişehir, 1999.

GİTMAN, J. Lawrence (1994), Basic Managerial Finance (Third Edition), New York: Ffarper Collins Publishers

GRAHAM, J. R. ve Harvey, C. R. (2001), “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From The Field”, Journal of Financial Economics, Volume: 60, Issue: 2,

GÜLOĞLU Bülent; BEKÇİOĞLU, Selim,(2001), “İMKB’deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, Uluslar arası İktisat Kongresi, ODTÜ, 2001,

GÜLOĞLU, Bülent, A. Ender Altunoğlu, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim 2002

GÜNAL Mehmet, “Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky’nın Finansal İstikrarsızlık Hipotezi., İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:16, Sayı:180, Mart, 2001.

HARRIS, Milton, ,Artur ,RAVİV. 1990. ‘Capital Structure and the Informational Role of Debt’. The Journal of Finance ,Vol. 45, No:2

HARRİS, Milton ve Arthur, Raviv (1991), “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volume: 46, Issue: 1.

HATİBOĞLU, Zeyyat.,(1993); Temel İşletme Finansı, Yeni İktisat ve İşletme Yönetimi Dizisi No: 10, İstanbul,

HAUGEN, R. A. ve Senbet L. W. (1978); “The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure”, The Journal of Finance, Volume: 33, Issue: 2.

HENDERSON Callum (Çev:Meral GÖNENÇ), Asya Çöküyor, Alfa Basım Yayım Dağıtım, Ocak, 2000.

HİÇ, Mükerrerem, (2009) “KÜRESEL EKONOMİK KRİZ ve TÜRKİYE”, 1. Baskı, Haziran Beykent Üniversitesi Yayınları, No.62

<http://www.imkb.gov.tr/products/BondsMain/BondIssueLimit.aspx>

IMF (1998), World Economic Outlook.

IMF (1999),Word Economic Outlook

ISIK, Nihat, Tuba TÜNEN,(2010) “Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizindeki Rolü” Turgut Özal Uluslararası Ekonomi Ve Siyaset Kongresi-1 Küresel Krizler Ve Ekonomik Yönetişim Bildiriler Kitabı, 15-16 Nisan MALATYA

İŞİK , Sayım - Duman, Koray- Korkmaz ,Adil(2004), Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması, D.E.Ü. İ.İ.B.F.Dergisi, Cilt:19 , Sayı:1,

İÇERLİ, Mustafa Yılmaz (1995), Firmaların Sermaye Yapıları ve Sabit Sermaye Yatırım Politikalarının Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri, Türkiye örneği (1986-1992), Konya: Selçuk Üniv. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.

İMKB Araştırma Müdürlüğü, Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB’ ye Etkileri, İMKB Yayını , İstanbul, 1998

İNAN, E.Alpan, (2002),“Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi,” Bankacılar Dergisi. Sayı no 42: 57–74.

İNAN, E.Alpan, “Finansal Krizler, Serbest Kur ve Ekonomik Büyüme”, Bankacılık Dergisi, Sayı: 41, Haziran 2002

İstanbul Sanayi Odası Dergisi Ekonomide Zor Günler , Mart, yıl,1994

- İZMİRLİOĞLU A.(2000), Makroekonomik Program (2000-2002) ve Beş Aylık Uygulama Sonuçları , D.P.T, Ankara.
- JENSEN, Michael ve Meckling, William (1976), “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure”, The Journal of Financial Economics, Volume: 3, Issue: 4.
- KABAKÇI, Yurdagül,(2007) “Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi” Yayınlanmamış doktora tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir
- KAMINSKY, G. L. and C. M. REINHART (1998), “Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now”, The American Economic Review (May 1998),(çeviren M. Kemal Aydın)
- KAMINSKY, Graciela ve Carmen M. Reinhart, (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", American Economic Review, Vol: 89, No: 3, June, ss. 475-500.
- KANDIR, S., Y. B. Önal ve E. Karadeniz, (2007), Turizm Yatırım Projelerinin Yönetimi Değerlendirilmesi ve Finansmanı, Ankara: Detay Yayıncılık.
- KARABIÇAK Mevlüt(2000), .Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Dergisi, Cilt:5, Sayı:2, Isparta,
- KARABULUT, Gökhan (2002), Finansal Krizlerin Nedenleri, Der Yayınları, No 328, İstanbul.
- KARAÇOR, Zeynep (2006) , Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri , Selçuk Üniversitesi, sosyal bilimler dergisi sayı, 16,
- KARADENİZ, E. Kandır, S. Y. ve Önal B. Y. (2007), “Seçilmiş Paydaşların Swot Yöntemiyle Türk Turizm Yatırımlarını Değerlendirmesine Yönelik Bir Pilot Çalışma,” Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi, Cilt: 18, Sayı: 2,

- KARAN, Mehmet, Baha;(2001) “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, Ekim
- KARAOSMANOĞLU Atilla(1999), .Krizin Tarifindeki Kriz., İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:23, Mart,
- KARLUK R. S.(1999), Türkiye Ekonomisi : Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim, İstanbul.
- KAYA, Ö. (2004), “İMKB Firmalarının Sermaye Yapısı ve Buna Etki Eden Faktörler,” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gebze İleri Teknoloji Enstitüsü Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze.
- KAZGAN, Gülten(1994), Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye’nin Yeri, Altın Kitaplar Yayınevi, 1. Basım, Ağustos,
- KEYDER N.(2000), Para Teori Politika ve Uygulama, Ankara.
- KINDLEBERGER, C. P. (2007), Cinnet, Panik, Çöküş: Mali Krizler Tarihi, Çev., Halil Tunalı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- KISHALI Yunus, (2012), Şirketler Muhasebesi,Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş, İstanbul
- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (2001), "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Sayı 41, Eylül- Ekim, ss. 174-182.
- KOLLER, T., Goedhart, M. ve Wessels, D. (2005), Valuation, Measuring and Managing The Value of Companies, New Jersey: John Wiley and Sons, 4th Edition,
- KORKMAZ, T. Başaran, Ü. Gökbulut, R.İ. (2009), “ İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi” İktisat İşletme Ve Finans Dergisi, Cilt: 24, Sayı: 277,

- KORKMAZ, T., Albayrak, A. S. ve Karataş, A. (2007), “Hisse Senetleri İmkb’de İşlem Gören Kobi’lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi: 1997-2004 Dönemi”, İktisat/İşletme ve Finans Dergisi, Cilt: 22, Sayı: 253
- KRUGMAN, P. (1979), “A Model of Balance of Payment Crises”, Journal of Money, Volume 11, August, s.311-325.
- KRUGMAN, Paul ve Maurice Obstfeld (2001), International Economics Theory and Policy, Fifth Edition, s. 713.
- KÜBALI, Volkan(2000), 1994-1995 Meksika Krizi, Kamu Yönetimi Dünyası Dergisi / Yıl 1 / SAYI: 2 Ağustos
- LEE, Hei-YVai, James A. Gentry (1995), "An Empirical Study of the Corporate Choice Among Common Stock, Convertible Bonds and Straight Debt: A Cash Flow Interpretation," The Ouarterly Review of Economics and Finance, c.35, s.4.
- MALATYALI, Kamuran (2000),Türkiye’de Ekonomik Kriz Koşullarına Etki Eden Unsurlar Hakkında Bir Araştırma. İMKB Dergisi, Yıl:4, Sayı:15,
- MANAS, Terry S(1988), İntroduction to Corporate Finance, McGraw-Hill _nc Megginson, W.L., ve S.B. Smart (2006), Introduction To Corporate Finance, USA: Thomson South-Western.
- MARSHALL, David (1998), "Understanding the Asian Crises: Systemic Risk as CoordinationFailure", Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago 3Rd Quarter, s. 13.
- MAZGİRT İsmail- UYSAL Yaşar(1998), İMF ve Türkiye, İzmir Ticaret Odası Dergisi, Temmuz,.
- MISHKIN, F.S. (1996), “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective” Annual World Bank Conference on Development Economics, The World Bank, 29-62.

- MISHKIN, F.S. (2000). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries.
- MISHKIN, F.S. (2001). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. NBER Working Paper. 8087.
- MISHKIN, Frederic S, (1995), The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Harper Collins New York.
- MISHKIN, Frederic S. (1999a), "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues," , Journal of Economic Perspective, Vol 13(4), ss. 3- 20.
- MISHKIN, Frederic S. (1999b), "Lessons from the Asian Crisis", <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w7102.pdf>, ss. 1-25.
- MILLER, M., (1977), "Debt And Taxes", The Journal of Finance, Volume: 32, Issue: 2, s. 261-275.
- MODİGLİANİ, Franco, Merton H. Miller (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance, and The Theory of Investment," American Economic Review, c.48, ss.261-297.
- MODİGLİANİ, Franco, Merton H. Miller (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," Journal of Business, c.31, s.4, ss.411-433.
- MODİGLİANİ, Franco; Merton, Miller (1963); "The Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.", The American Economic Review, 53-3, June, Çeviren: Cengiz Erol; "Finans Teorisinin Temel Makaleleri", SPK Yayınları, Yayın No:124, 1. Baskı, Ankara.
- MORGİL, Orhan(1998), "Krizden Alınacak Dersler", İzmir Ticaret Odası Dergisi, Sayı:26, Nisan-Haziran,
- MYERS S.C. (2001), "Capital structure," Journal of Economic Perspectives, c.15. S.2.

NARİN, Müslüme, Aslı ÖZER, (2010),“Küresel Krizin Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye İmalat Sanayi” Turgut Özal Uluslararası Ekonomi Ve Siyaset Kongresi-1 Küresel Krizler Ve Ekonomik Yönetişim Bildiriler Kitabı, 15-16 Nisan MALATYA

OKKA, Osman, (2005); Finansal Yönetime Giriş, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

OKTAR Suat, DALYANCI Levent(2010), Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası krizler, Marmara Üniversitesi, İİBF dergisi,ciltXXIX sayı II, s1-22

ÖZBİLEN Ş.(1999), “Global ve Ulusal Ekonomilerde Reel Kriz Süreçlerinin Ortaya Çıkışı ve Gelişme Süreçleri ”, Yeni Türkiye,

ÖZDEMİR, Muharrem(1999), “Finansal Yönetim” Türkmen Yayınları: no:142, İstanbul, , s.322.

ÖZER, Mustafa (1999), Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No 1096, Eskişehir.

PAMUKÇU, Ali Bülent; (1999); Finans Yönetimi. Der Yayınları, İstanbul.

PARASIZ M. İlker, Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 2001.

PARASIZ, M. İlker (1999), Modern Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Ezgi Kitabevi, Bursa.

PARASIZ,İlker(2000), Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa

PAYA, M. Merih, (1994); Para Teorisi ve Para Politikası, Filiz Kitabevi İstanbul.

PAYA, Merih 5 Nisan Paketinin Bir Yılı, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:350, Mayıs, 1995.

- Perry, G. ve Serven, L. (Haziran 2003). The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?. World Bank Policy Research Working Paper No. 3081.
- PINAR, Cengiz M.,(1970); Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Bileşimi, Ege Üniversitesi Matbaası, İzmir. 132
- QIAN, Y, Y. Tian, T. S. Wirjanto (2007), “An empirical investigation into the capitalstructure determinants of publicly listed Chinese companies: a static analysis,” http://www.arts.uwaterloo.ca/~twirjant/sccs_0307.pdf.
- RADELET, S. and J. SACHS (2000), “The Onset of the East Asian Finacial Crisis” in Currency Crises, Edited by, Paul Krugman, The University of Chicago Press, Chicago and London, 105-153.
- RAJAN, Raghuram G. Luigi Zingales (1995), "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data," Journal of Finance (Dec), s.50
- ROSS, A. Stephen, W. Randolph YVesterfield, F. Jeffrey Jaffe (1990), Corporate Finance (SecondEdition), Boston: Irvvin McGraw-Hill.
- SABAL, Jaime (2002); “Financial Decisions in Emerging Markets”, Oxford University Press, England
- SACHS J., TORNELL A., VELASCO A.(1996), “ Financial Crises in Emerging Markets :The Lessons From 1995 ”, *NBER Working Paper*, No:5576.
- SACHS, Jeffrey (1998), "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets", Capital Flows and Financial Crises (Ed.), Miles Kahler, Cornell University Pres, Ithaca New York, ss. 243-262
- SAĞLAM Dündar (1998), .Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi., İktisat İşletme ve Finans Dergisi, cilt 13, Sayı:152.

- SARIKAMI,Cevat,CEYLAN,Ali,AYDIN,Nurhan,ÇOŞKUN,Metin,(2004) Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar,Anadolu Üniversitesi yayını,Eskişehir
- SAYILGAN, G.; Karabacak, H. ve Küçükkocaoğlu, G. (2006); “The Firm- Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data,” Investment Management and Financial Innovations, Volume: 3, Issue: 3, s. 125-139.
- SEYİDOĞLU, Halil (1999), Uluslararası İktisat, Geliştirilmiş 13. Baskı, İstanbul
- SHAPIRO,C. Alan(1998), “Multinational Finansal Management” Univercity of Sourther California, , s.407.
- SMİTH, W.Clifford(1999), "Raising Capital: Theory and Evidence","New Corporate Finance" içinde, Editör: Chew, Donald H, Mc Graw Hill Comp., 2.Baskı, Singapore, ,
- SOGORB Mira, F. ve López-Gracia, J. (2003), “Pecking Order Versus Trade-Off:An Empirical Approach To The Small And Medium Enterprise Capital Structure”, www.ivie.es/downloads/docs/03/wpec-09.pdf
- STIGLITZ, Joseph E. (1998), “Dünya Bankası ile Söyleşi”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13, Sayı:152, Kasım,
- SUSAM, Nazan, BAKKAL, Ufuk(2008), Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?, Maliye Dergisi , Sayı 155 ,Temmuz-Aralık
- ŞİMŞEK M. Şerif- AYDOĞAN Enver(2000), Kriz Ortamlarında Stratejik İnsan Kaynakları Yönetimi Stratejisi., Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:14, Sayı:1,
- T.C. Merkez Banka (2008), Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2008, www.tcmb.gov.tr
- T.C. Merkez Bankası (2008), Enflasyon Raporu, Ekim 2008 IV, www.tcmb.gov.tr

- TANER Berna, Akkaya G. Cenk (2004); Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler
- TAUB, Allan J. (1975), "Determinants of The Firm's Capital Structure," The Review of Economics and Statistics (Nov.), c.57,
- TİTMAN, Sheridan, Roberto VVessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice," The Journal of Finance (March), c.43, s.1,
- TOPAL, Y. (2006), "İMKB'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 27
- TURGUT, Ahmet(2007), TÜRLERİ, Nedenleri VE Göstergeleriyle Finansal Krizler, TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi Cilt: 20, Sayı: 4 - 5 Kasım 2006 / Şubat
- Türk Ticaret Kanunu 2012, Sivas Barosu
- TÜRKÖ, Metin R. (1999), "Finansal Yönetim", Alfa: yayın no:536. İşl. Muh. Fin. Dizi no: 66, Erzurum,
- TYLOR, Claggett E. (1991), "Capital Structure: Convergent and Pecking Order Evidence," Review of Financial Economics, c.1, s.1,
- USTA, Öcal. (2005); İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Yönetim Detay Yayıncılık, Ankara
- UYANIK, Atilla,(1997); Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi, Tisamat Matbası, Ankara
- UYGUR E.(2001) " 2000 Kasım ve 2001 Şubat Üzerine Değerlendirmeler " ,Mülkiye, 25(227), s. 37-71
- UYGUR, Ercan, Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni 2001/1, Ankara.

ÜRETEN, Aykan; ERCAN, Metin, Kamil(2000), “Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara,

ÜZÜMCÜOĞLU Özhan(1995), .Meksika Ekonomisinde Yaşanan Krizin Temelleri ve Seyri., İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:10, Sayı:109, Nisan,

VAN HORNE, James C. (1995); “Financial Management and Policy”, Tenth Edition, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, New Jersey.

VERGİLİEL TÜZ Melek(2001), Kriz ve İşletme Yönetimi, Alfa Yayınları,

WESTON, J. Fred (1963), “A Test of Cost of Capital Proposition”, The Southern Economic Journal, Volume: 30, Issue: 2.

WESTON, J. Fred. Brigham, F. Eugene. (1987); “Essentials of Managerial Finance”, Eighth Edition, The Dryden Press, New York.

WET, W. A. (2004); “The Rol of Asymmetric Information on Investments in Emerging Markets”, Economic Modelling, Vol.21, 621-630

World Bank WDI. World Development Indicators, 2007, (www. worldbank.org)

www.belgeler.com/blg/ijx/finansman-bonosu

YAY, Turan, Gülsüm Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz (2001), Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 47, İstanbul.

YENER, A. L. (2002), “Türk Firmalarının Sermaye Yapısı Etkileyen Faktörler: Beşyüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Görenler İçin Bir Analiz”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

YENTÜRK, Nurhan, “Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde İstikrar Uygulaması: 2000 İstikrar Paketinin İncelenmesi”, Körlerin Yürüyüşü, Türkiye

Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler, İstanbul Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, Aralık 2003, 57-73.

YENTÜRK, Nurhan, Çimenoglu Ahmet, “Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi”, Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler, İstanbul Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, Aralık 2003.

YILDIRAN, Mustafa(2009), “2007/08 Küresel Finans Krizi, Kredi Sıkışıklığı ve Banka Kredisi Kullanan İşletmelerin Algılamaları: Sivas İlinde Araştırma”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Yıl:10 Sayı, 43, Temmuz

YILDIZ, M. E., Yalama, A. ve Güven, S. (2009), “Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Panel Veri Analizi Kullanılarak İMKB-İmalat Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Uygulama”, İktisat/İşletme ve Finans Dergisi, Cilt: 24, Sayı: 278, s. 25-45.

YILGÖR, A. ve Yücel, E. (2007), “Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 35, s. 111-124.

EK 1: KORELASYON MATRİSLERİ**Tablo 1: 1992 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi**

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.088 .128	1.000 .											
OK/TK	-,391** .000	-,245** .001	1.000 .										
FING/TYK	,126* .029	.042 .292	-,347** .000	1.000 .									
OS/OK	-,070 .147	.070 .184	.032 .316	,124* .031	1.000 .								
YND	.006 .463	.001 .497	-,092 .084	,214** .001	-,045 .247	1.000 .							
TYK/TV	,391** .000	,245** .001	-1,000** .	,347** .000	-,032 .316	.092 .084	1.000 .						
FYK/TV	.072 .139	.082 .147	-,393** .000	,580** .000	,130* .026	,189** .002	,393** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-,072 .141	.024 .377	-,182** .003	,491** .000	,193** .002	,195** .002	,182** .003	,788** .000	1.000 .				
FIRBUY	-,091 .086	.003 .487	,282** .000	-,253** .000	-,225** .000	-,339** .000	-,282** .000	-,241** .000	-,173** .005	1.000 .			
NK/OK	.058 .191	-,014 .430	,140* .018	-,306** .000	-,334** .000	-,431** .000	-,140* .018	-,323** .000	-,319** .000	,545** .000	1.000 .		
NK/SK	-,214** .001	-,125 .053	,477** .000	-,378** .000	-,157** .009	-,345** .000	-,477** .000	-,331** .000	-,217** .001	,551** .000	,493** .000	1.000 .	
NK/AK	-,089 .090	-,131* .046	,399** .000	-,344** .000	-,271** .000	-,379** .000	-,399** .000	-,374** .000	-,304** .000	,586** .000	,737** .000	,650** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 2: 1993 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	-.021 .394	1.000 .											
OK/TK	-,441** .000	-,187** .007	1.000 .										
FING/TYK	,138* .019	.028 .357	-,363** .000	1.000 .									
OS/OK	-.062 .176	.068 .187	.018 .395	.096 .074	1.000 .								
YND	-.054 .210	-.009 .453	-.026 .346	,185** .003	-,138* .019	1.000 .							
TYK/TV	,441** .000	,187** .007	-1,000** .	,363** .000	-.018 .395	.026 .346	1.000 .						
FYK/TV	.074 .135	.051 .254	-,330** .000	,509** .000	,133* .023	,131* .025	,330** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-.042 .265	.022 .388	-,152* .011	,428** .000	,162** .007	,133* .023	,152* .011	,821** .000	1.000 .				
FIRBUY	.011 .432	.070 .181	,139* .018	-,164** .007	-,209** .001	-,325** .000	-,139* .018	-,122* .034	-.090 .089	1.000 .			
NK/OK	.091 .086	.028 .360	-.032 .318	-,155* .010	-,382** .000	-,367** .000	.032 .318	-,160** .008	-,199** .001	,393** .000	1.000 .		
NK/SK	-,204** .001	-.097 .103	,405** .000	-,269** .000	-,181** .003	-,318** .000	-,405** .000	-,186** .003	-,116* .041	,446** .000	,403** .000	1.000 .	
NK/AK	-.060 .182	-.123 .055	,276** .000	-,265** .000	-,294** .000	-,371** .000	-,276** .000	-,263** .000	-,241** .000	,443** .000	,692** .000	,613** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

**, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 3: 1994 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.030 .347	1.000 .											
OK/TK	-,469** .000	-,150* .025	1.000 .										
FING/TYK	,141* .017	.037 .316	-,337** .000	1.000 .									
OS/OK	-.030 .324	.100 .095	-.034 .304	,143* .017	1.000 .								
YND	.043 .260	-.043 .284	-.069 .151	,214** .001	-.073 .137	1.000 .							
TYK/TV	,469** .000	,150* .025	-1,000** .	,337** .000	.034 .304	.069 .151	1.000 .						
FYK/TV	,128* .028	.040 .301	-,445** .000	,564** .000	.081 .113	,219** .001	,445** .000	1.000 .					
FYK/TYK	.051 .221	.009 .451	-,318** .000	,534** .000	.061 .180	,240** .000	,318** .000	,872** .000	1.000 .				
FIRBUY	-,143* .016	.006 .469	,221** .000	-,163** .008	-,254** .000	-,277** .000	-,221** .000	-,194** .002	-,140* .018	1.000 .			
NK/OK	-.041 .271	-.035 .324	,114* .043	-,313** .000	-,364** .000	-,436** .000	-,114* .043	-,298** .000	-,290** .000	,469** .000	1.000 .		
NK/SK	-,317** .000	-.096 .103	,455** .000	-,385** .000	-,234** .000	-,357** .000	-,455** .000	-,381** .000	-,327** .000	,459** .000	,550** .000	1.000 .	
NK/AK	-,191** .002	-.099 .098	,352** .000	-,385** .000	-,331** .000	-,380** .000	-,352** .000	-,382** .000	-,343** .000	,488** .000	,755** .000	,717** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 4: 1995 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	,173 [*] .012	1.000 .											
OK/TK	-,352 ^{**} .000	-.120 .057	1.000 .										
FING/TYK	,251 ^{**} .000	.107 .080	-,373 ^{**} .000	1.000 .									
OS/OK	-.064 .169	-.022 .386	.023 .363	.029 .332	1.000 .								
YND	-.014 .417	.023 .384	.057 .194	,155 ^{**} .010	-,157 ^{**} .009	1.000 .							
TYK/TV	,352 ^{**} .000	.120 .057	-1,000 ^{**} .	,373 ^{**} .000	-.023 .363	-.057 .194	1.000 .						
FYK/TV	.056 .203	.095 .106	-,342 ^{**} .000	,557 ^{**} .000	.023 .364	,170 ^{**} .006	,342 ^{**} .000	1.000 .					
FYK/TYK	-.056 .203	.063 .205	-,154 [*] .011	,449 ^{**} .000	.021 .376	,195 ^{**} .002	,154 [*] .011	,811 ^{**} .000	1.000 .				
FIRBUY	-.017 .399	,242 ^{**} .001	.067 .158	-,139 [*] .018	-,152 [*] .011	-,153 [*] .011	-.067 .158	-,138 [*] .019	-,181 ^{**} .003	1.000 .			
NK/OK	.055 .204	.050 .257	-.078 .121	-,117 [*] .040	-,264 ^{**} .000	-,400 ^{**} .000	.078 .121	-,164 ^{**} .007	-,230 ^{**} .000	,396 ^{**} .000	1.000 .		
NK/SK	-,236 ^{**} .000	-.059 .219	,327 ^{**} .000	-,283 ^{**} .000	-,141 [*] .017	-,172 ^{**} .005	-,327 ^{**} .000	-,243 ^{**} .000	-,234 ^{**} .000	,424 ^{**} .000	,437 ^{**} .000	1.000 .	
NK/AK	-.085 .101	-.023 .381	,219 ^{**} .001	-,255 ^{**} .000	-,229 ^{**} .000	-,318 ^{**} .000	-,219 ^{**} .001	-,281 ^{**} .000	-,297 ^{**} .000	,443 ^{**} .000	,703 ^{**} .000	,624 ^{**} .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

**, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 5: 1996 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.081 .145	1.000 .											
OK/TK	-,435** .000	-.090 .120	1.000 .										
FING/TYK	,138* .019	.026 .365	-,289** .000	1.000 .									
OS/OK	.061 .179	-.033 .331	-.024 .356	.010 .437	1.000 .								
YND	-,137* .020	.006 .468	.101 .065	,186** .003	-,237** .000	1.000 .							
TYK/TV	,435** .000	.090 .120	-1,000** .	,289** .000	.024 .356	-,101 .065	1.000 .						
FYK/TV	.054 .211	.084 .136	-,399** .000	,400** .000	,127* .029	.043 .259	,399** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-,101 .065	.067 .190	-,208** .001	,329** .000	,143* .016	.099 .070	,208** .001	,808** .000	1.000 .				
FIRBUY	-,061 .178	,231** .001	.098 .070	-,109 .051	-,285** .000	-,058 .191	-,098 .070	-,128* .028	-,146* .014	1.000 .			
NK/OK	,118* .038	.047 .268	-,038 .284	-,157** .009	-,276** .000	-,326** .000	.038 .284	-,172** .005	-,267** .000	,387** .000	1.000 .		
NK/SK	-,168** .006	-,019 .404	,320** .000	-,320** .000	-,133* .023	-,202** .001	-,320** .000	-,220** .000	-,205** .001	,388** .000	,456** .000	1.000 .	
NK/AK	-,048 .235	.022 .386	,265** .000	-,262** .000	-,266** .000	-,231** .000	-,265** .000	-,321** .000	-,349** .000	,461** .000	,696** .000	,630** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 6: 1997 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.110 .073	1.000 .											
OK/TK	-,305** .000	-.082 .137	1.000 .										
FING/TYK	.058 .193	.007 .464	-,415** .000	1.000 .									
OS/OK	-.051 .223	-.048 .262	-.039 .279	.032 .316	1.000 .								
YND	-.104 .059	-.045 .276	-.046 .244	,194** .002	-,232** .000	1.000 .							
TYK/TV	,305** .000	.082 .137	-1,000** .	,415** .000	.039 .279	.046 .244	1.000 .						
FYK/TV	-.069 .151	.042 .290	-,465** .000	,533** .000	,140* .018	,123* .033	,465** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-,207** .001	.025 .370	-,296** .000	,444** .000	,154* .011	,142* .017	,296** .000	,829** .000	1.000 .				
FIRBUY	.050 .227	,238** .001	,211** .001	-,177** .004	-,237** .000	-,203** .001	-,211** .001	-,209** .001	-,186** .003	1.000 .			
NK/OK	,218** .001	.112 .068	.049 .230	-,209** .001	-,238** .000	-,411** .000	-.049 .230	-,267** .000	-,317** .000	,446** .000	1.000 .		
NK/SK	-.059 .187	-.012 .438	,427** .000	-,369** .000	-.091 .086	-,346** .000	-,427** .000	-,359** .000	-,279** .000	,431** .000	,515** .000	1.000 .	
NK/AK	.057 .197	.060 .213	,332** .000	-,371** .000	-,205** .001	-,358** .000	-,332** .000	-,417** .000	-,382** .000	,499** .000	,718** .000	,711** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 7: 1998 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000												
UVTB/TK	,185** .008	1.000											
OK/TK	-,367** .000	-,124 .052	1.000										
FING/TYK	.097 .073	.049 .259	-,441** .000	1.000									
OS/OK	-,044 .255	-,093 .111	-,016 .406	.034 .306	1.000								
YND	-,144* .015	-,004 .480	-,104 .060	,163** .007	-,201** .001	1.000							
TYK/TV	,367** .000	.124 .052	-,100** .000	,441** .000	.016 .406	.104 .060	1.000						
FYK/TV	-,011 .434	.026 .364	-,389** .000	,542** .000	,117* .040	,212** .001	,389** .000	1.000					
FYK/TYK	-,154* .011	-,056 .229	-,204** .001	,448** .000	,123* .032	,225** .000	,204** .001	,815** .000	1.000				
FIRBUY	.017 .401	,181** .009	,222** .000	-,195** .002	-,146** .014	-,299** .000	-,222** .000	-,253** .000	-,258** .000	1.000			
NK/OK	,119* .037	.043 .288	.099 .068	-,195** .002	-,194** .002	-,409** .000	-,099 .068	-,292** .000	-,325** .000	,538** .000	1.000		
NK/SK	-,094 .079	-,042 .290	,349** .000	-,313** .000	-,070 .145	-,364** .000	-,349** .000	-,346** .000	-,327** .000	,556** .000	,632** .000	1.000	
NK/AK	-,026 .350	.011 .442	,298** .000	-,308** .000	-,169** .006	-,388** .000	-,298** .000	-,378** .000	-,372** .000	,591** .000	,794** .000	,756** .000	1.000

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 8: 1999 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.113 .069	1.000 .											
OK/TK	-,382** .000	-,024 .374	1.000 .										
FING/TYK	,167** .006	-,110 .073	-,459** .000	1.000 .									
OS/OK	.027 .344	-,002 .491	-,127* .028	,126* .029	1.000 .								
YND	-,078 .120	-,063 .203	-,088 .092	.099 .068	-,235** .000	1.000 .							
TYK/TV	,382** .000	.024 .374	-1,000** .	,459** .000	,127* .028	.088 .092	1.000 .						
FYK/TV	-,023 .366	-,109 .077	-,463** .000	,560** .000	,195** .002	.106 .056	,463** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-,191** .002	-,155* .021	-,246** .000	,444** .000	,161** .008	,145* .015	,246** .000	,783** .000	1.000 .				
FIRBUY	-,048 .239	,176* .012	,332** .000	-,302** .000	-,175** .005	-,371** .000	-,332** .000	-,316** .000	-,251** .000	1.000 .			
NK/OK	.027 .344	.102 .095	,279** .000	-,336** .000	-,245** .000	-,395** .000	-,279** .000	-,375** .000	-,347** .000	,726** .000	1.000 .		
NK/SK	-,147* .014	.076 .159	,452** .000	-,403** .000	-,156** .010	-,381** .000	-,452** .000	-,392** .000	-,303** .000	,679** .000	,714** .000	1.000 .	
NK/AK	-,050 .227	.094 .107	,376** .000	-,393** .000	-,236** .000	-,376** .000	-,376** .000	-,413** .000	-,349** .000	,705** .000	,858** .000	,807** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

**, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 9: 2000 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.094 .109	1.000 .											
OK/TK	-,427** .000	-.070 .178	1.000 .										
FING/TYK	,175** .004	.079 .150	-,365** .000	1.000 .									
OS/OK	-.001 .497	.028 .354	-,116* .041	,111* .048	1.000 .								
YND	-.004 .476	-.107 .080	-,147* .014	.044 .253	-,154* .010	1.000 .							
TYK/TV	,427** .000	.070 .178	-1,000** .	,365** .000	,116* .041	,147* .014	1.000 .						
FYK/TV	.040 .276	.013 .432	-,443** .000	,466** .000	,148* .013	.083 .107	,443** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-,152* .011	-.045 .279	-,206** .001	,367** .000	,153* .011	.024 .362	,206** .001	,762** .000	1.000 .				
FIRBUY	-.076 .129	.121 .059	,285** .000	-,136* .022	-,247** .000	-,252** .000	-,285** .000	-,192** .002	-,110 .052	1.000 .			
NK/OK	-.027 .342	.058 .226	,227** .000	-,230** .000	-,309** .000	-,296** .000	-,227** .000	-,226** .000	-,193** .002	,627** .000	1.000 .		
NK/SK	-,262** .000	-.020 .396	,449** .000	-,286** .000	-,196** .002	-,298** .000	-,449** .000	-,246** .000	-,112* .047	,581** .000	,613** .000	1.000 .	
NK/AK	-,134* .022	.037 .314	,401** .000	-,302** .000	-,306** .000	-,281** .000	-,401** .000	-,326** .000	-,236** .000	,638** .000	,814** .000	,725** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 10: 2001 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.084 .136	1.000 .											
OK/TK	-,359** .000	-,096 .106	1.000 .										
FING/TYK	,243** .000	.042 .292	-,465** .000	1.000 .									
OS/OK	-,030 .324	-,053 .244	-,202** .001	,152* .011	1.000 .								
YND	.019 .388	-,177* .010	-,152* .011	,161** .008	,131* .024	1.000 .							
TYK/TV	,359** .000	.096 .106	-1,000** .	,465** .000	,202** .001	,152* .011	1.000 .						
FYK/TV	.085 .100	.019 .401	-,540** .000	,527** .000	,302** .000	,167** .006	,540** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-,075 .129	-,066 .194	-,326** .000	,410** .000	,283** .000	,138* .019	,326** .000	,786** .000	1.000 .				
FIRBUY	-,149* .016	.084 .149	,405** .000	-,312** .000	-,206** .002	-,382** .000	-,405** .000	-,386** .000	-,317** .000	1.000 .			
NK/OK	-,153* .014	.064 .213	,397** .000	-,334** .000	-,239** .000	-,416** .000	-,397** .000	-,402** .000	-,346** .000	,758** .000	1.000 .		
NK/SK	-,197** .002	.032 .338	,497** .000	-,403** .000	-,210** .001	-,365** .000	-,497** .000	-,428** .000	-,339** .000	,692** .000	,772** .000	1.000 .	
NK/AK	-,190** .002	.019 .404	,536** .000	-,409** .000	-,261** .000	-,361** .000	-,536** .000	-,471** .000	-,364** .000	,713** .000	,816** .000	,834** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 11: 2002 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.044 .283	1.000 .											
OK/TK	-,269** .000	-.086 .130	1.000 .										
FING/TYK	.044 .252	-.035 .325	-,449** .000	1.000 .									
OS/OK	-.098 .069	.036 .317	-,162** .008	,196** .002	1.000 .								
YND	.060 .184	.018 .408	-.068 .153	.094 .078	-.032 .314	1.000 .							
TYK/TV	,269** .000	.086 .130	-1,000** .	,449** .000	,162** .008	.068 .153	1.000 .						
FYK/TV	.032 .315	.029 .353	-,554** .000	,633** .000	,220** .000	.063 .173	,554** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-.081 .113	.016 .418	-,390** .000	,581** .000	,228** .000	.075 .130	,390** .000	,835** .000	1.000 .				
FIRBUY	-.101 .069	.125 .054	,271** .000	-,309** .000	-.109 .056	-,255** .000	-,271** .000	-,273** .000	-,236** .000	1.000 .			
NK/OK	-.059 .193	.086 .136	,218** .001	-,313** .000	-.102 .067	-,227** .000	-,218** .001	-,281** .000	-,267** .000	,661** .000	1.000 .		
NK/SK	-,215** .001	.037 .314	,485** .000	-,384** .000	-,126** .029	-,257** .000	-,485** .000	-,404** .000	-,323** .000	,620** .000	,644** .000	1.000 .	
NK/AK	-,142* .017	.035 .325	,458** .000	-,439** .000	-,161** .008	-,227** .000	-,458** .000	-,443** .000	-,378** .000	,610** .000	,738** .000	,783** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 12: 2003 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.087 .129	1.000 .											
OK/TK	-,359** .000	-.071 .179	1.000 .										
FING/TYK	-.005 .470	.081 .146	,174** .004	1.000 .									
OS/OK	.074 .134	.033 .334	-,194** .002	-,193** .002	1.000 .								
YND	,136* .046	-.048 .304	-.077 .171	-.088 .139	.085 .147	1.000 .							
TYK/TV	,356** .000	.068 .188	-,898** .000	-,193** .002	,219** .000	.079 .163	1.000 .						
FYK/TV	.084 .106	.037 .315	-,477** .000	-,330** .000	,142 .017	-,122 .067	,514** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-.061 .180	.011 .444	-,308** .000	-,323** .000	.062 .177	-,122 .067	,332** .000	,816** .000	1.000 .				
FIRBUY	.066 .161	.104 .088	-.093 .081	-,127* .028	-.011 .434	.066 .207	.036 .292	.034 .308	.040 .276	1.000 .			
NK/OK	-,187** .007	-.071 .210	.104 .086	-.054 .241	-.082 .141	.027 .386	-,156* .021	-.036 .321	.038 .310	,173* .012	1.000 .		
NK/SK	-,206** .003	-.052 .280	,151* .024	-.112 .071	-.017 .412	.031 .369	-,199** .005	-.092 .116	-.013 .431	,227** .001	,873** .000	1.000 .	
NK/AK	-,228** .001	-.053 .276	,147* .027	-.109 .076	-.015 .421	.031 .369	-,199** .005	-.084 .138	-.003 .485	,209** .003	,888** .000	,959** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.
 **, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 13: 2004 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.035 .322	1.000 .											
OK/TK	-,395** .000	-.065 .197	1.000 .										
FING/TYK	-.027 .340	-.048 .265	,179** .004	1.000 .									
OS/OK	.018 .392	.062 .210	-,188** .002	-,124* .031	1.000 .								
YND	-.011 .445	.140 .060	-.037 .319	-.102 .096	.087 .135	1.000 .							
TYK/TV	,413** .000	.081 .144	-,887** .000	-,174** .004	,191** .002	.043 .293	1.000 .						
FYK/TV	,131* .026	.053 .246	-,452** .000	-,419** .000	,190** .002	.069 .191	,436** .000	1.000 .					
FYK/TYK	.017 .398	.045 .277	-,289** .000	-,455** .000	,139* .019	.085 .141	,265** .000	,827** .000	1.000 .				
FIRBUY	,130* .025	,252** .000	-.081 .111	-.067 .156	-,121* .034	,171* .014	.069 .148	.056 .202	.060 .187	1.000 .			
NK/OK	.001 .494	.107 .093	.066 .174	-.081 .127	-,226** .001	,149 .037	-.061 .196	.033 .321	.063 .188	,330** .000	1.000 .		
NK/SK	-.042 .275	.125 .063	.107 .066	-.073 .151	-,171** .008	,170* .021	-.105 .069	-.018 .402	.029 .342	,361** .000	,849** .000	1.000 .	
NK/AK	-.044 .266	.115 .078	,126* .038	-.075 .144	-,172** .007	,172* .019	-,118* .047	-.025 .364	.019 .398	,347** .000	,894** .000	,909** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.
 **, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 15: 2006 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000												
UVTB/TK	,138 [*] .036	1.000											
OK/TK	-,356 ^{**} .000	-,163 [*] .016	1.000										
FING/TYK	-.075 .129	-.050 .256	,235 ^{**} .000	1.000									
OS/OK	-.032 .318	.042 .292	-.093 .081	-.064 .170	1.000								
YND	-.074 .164	.109 .107	.024 .374	.005 .473	-.031 .339	1.000							
TYK/TV	,375 ^{**} .000	,164 [*] .016	-,926 ^{**} .000	-,232 ^{**} .000	.094 .080	-.028 .358	1.000						
FYK/TV	,170 ^{**} .006	,150 [*] .026	-,544 ^{**} .000	-,379 ^{**} .000	.078 .123	-.004 .477	,544 ^{**} .000	1.000					
FYK/TYK	.054 .212	.122 .057	-,365 ^{**} .000	-,377 ^{**} .000	.038 .285	.001 .494	,352 ^{**} .000	,806 ^{**} .000	1.000				
FIRBUY	,126 [*] .029	,174 [*] .011	-,119 [*] .037	-.029 .332	-,131 [*] .024	,182 ^{**} .008	.104 .058	,117 [*] .040	,142 [*] .017	1.000			
NK/OK	-.020 .380	-.017 .410	,177 ^{**} .004	,209 ^{**} .001	-,237 ^{**} .000	,135 [*] .038	-,184 ^{**} .003	-,161 ^{**} .008	-,124 [*] .033	,120 [*] .035	1.000		
NK/SK	-,182 ^{**} .003	.005 .473	,433 ^{**} .000	,278 ^{**} .000	-,119 [*] .037	,144 [*] .028	-,434 ^{**} .000	-,306 ^{**} .000	-,193 ^{**} .002	,162 ^{**} .007	,613 ^{**} .000	1.000	
NK/AK	-,111 [*] .047	-.014 .427	,419 ^{**} .000	,275 ^{**} .000	-.094 .080	,149 [*] .024	-,421 ^{**} .000	-,337 ^{**} .000	-,232 ^{**} .000	,133 [*] .023	,728 ^{**} .000	,811 ^{**} .000	1.000

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.
^{**}, ^{*} sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 16: 2007 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000												
UVTB/TK	.003 .485	1.000											
OK/TK	-,409** .000	-.076 .164	1.000										
FING/TYK	.001 .494	.092 .119	-.094 .078	1.000									
OS/OK	-,139* .018	.045 .279	-.060 .184	.000 .499	1.000								
YND	-,122* .046	.061 .236	.061 .200	.009 .450	.100 .084	1.000							
TYK/TV	,409** .000	.076 .164	-1,000**	.094 .078	.060 .184	-.061 .200	1.000						
FYK/TV	,171** .005	.063 .207	-,601**	.072 .140	,134* .022	-.022 .382	,601** .000	1.000					
FYK/TYK	-.042 .265	.073 .175	-,339** .000	,124* .031	,182** .003	.049 .248	,339** .000	,737** .000	1.000				
FIRBUY	,126* .029	.057 .233	-.080 .114	.044 .252	-.098 .070	.113 .059	.080 .114	.078 .120	.106 .057	1.000			
NK/OK	.000 .499	-.094 .114	,190** .002	-.089 .091	-,152* .011	-.031 .335	-,190** .002	-,155** .010	-,154* .010	,194** .002	1.000		
NK/SK	-,198** .001	-.032 .339	,373** .000	-.009 .446	-,119* .037	.072 .158	-,373** .000	-,250** .000	-,111* .048	,185** .003	,598** .000	1.000	
NK/AK	-.098 .071	-.092 .117	,349** .000	-.023 .363	-,131* .024	.048 .255	-,349** .000	-,268** .000	-,138* .019	,192** .002	,739** .000	,800** .000	1.000

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.
 **, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 17: 2008 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.076 .167	1.000 .											
OK/TK	-,349** .000	-,135* .042	1.000 .										
FING/TYK	.054 .207	.008 .460	-,132* .024	1.000 .									
OS/OK	-.048 .237	-.007 .463	-.076 .125	-,139* .018	1.000 .								
YND	-.059 .205	.132 .060	.022 .378	-.019 .394	,181** .006	1.000 .							
TYK/TV	,349** .000	,135* .042	-1,000** .	,132* .024	.076 .125	-.022 .378	1.000 .						
FYK/TV	,147* .014	.045 .281	-,601** .000	.013 .420	.102 .063	.074 .152	,601** .000	1.000 .					
FYK/TYK	-.016 .402	.022 .388	-,355** .000	-.032 .316	.106 .056	.103 .078	,355** .000	,754** .000	1.000 .				
FIRBUY	,202** .001	,169* .016	-.087 .095	.018 .393	-,112* .047	-.003 .483	.087 .095	,118* .038	,136* .020	1.000 .			
NK/OK	-.018 .395	-.050 .263	,241** .000	-.004 .474	-,285** .000	-,151* .018	-,241** .000	-,211** .001	-,151* .012	.078 .119	1.000 .		
NK/SK	-,120* .036	-.054 .245	,399** .000	-.002 .490	-,171** .005	-.078 .140	-,399** .000	-,300** .000	-,181** .003	,124* .031	,671** .000	1.000 .	
NK/AK	-.083 .106	-.042 .293	,398** .000	-.004 .476	-,184** .003	-.078 .139	-,398** .000	-,331** .000	-,213** .001	,130* .025	,779** .000	,847** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.
 **, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 18: 2009 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	.104 .094	1.000 .											
OK/TK	-,401** .000	-,149* .029	1.000 .										
FING/TYK	.036 .296	-.039 .310	-,132* .024	1.000 .									
OS/OK	-.066 .159	.019 .404	-.026 .348	-.094 .079	1.000 .								
YND	-.082 .129	,154* .036	.055 .221	.061 .200	,141* .025	1.000 .							
TYK/TV	,401** .000	,149* .029	-1,000** .	,132* .024	.026 .348	-.055 .221	1.000 .						
FYK/TV	,167** .006	.073 .178	-,579** .000	.066 .161	.107 .054	-.003 .484	,579** .000	1.000 .					
FYK/TYK	.000 .499	.014 .432	-,337** .000	.032 .315	,123* .032	.021 .386	,337** .000	,757** .000	1.000 .				
FIRBUY	,169** .005	,179* .012	-.103 .060	.014 .418	-.065 .165	-.024 .371	.103 .060	,137* .020	,150* .012	1.000 .			
NK/OK	-.039 .280	.062 .217	,206** .001	-.070 .145	-.039 .279	.039 .296	-,206** .001	-,166** .006	-,126* .029	,221** .000	1.000 .		
NK/SK	-.080 .113	-.006 .472	,238** .000	-,119* .036	-,135* .021	-.051 .242	-,238** .000	-,232** .000	-,232** .000	.091 .085	,657** .000	1.000 .	
NK/AK	-.055 .204	.026 .373	,229** .000	-.092 .084	-.102 .063	-.016 .411	-,229** .000	-,210** .001	-,196** .002	,122* .033	,789** .000	,806** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.
 **, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 19: 2010 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000												
UVTB/TK	-.047 .277	1.000											
OK/TK	,.196** .002	-.050 .263	1.000										
FING/TYK	,.237** .000	.052 .257	,.467** .000	1.000									
OS/OK	-.029 .330	-.002 .487	.040 .273	.007 .456	1.000								
YND	-.015 .416	,.168* .025	.054 .229	.040 .289	.026 .362	1.000							
TYK/TV	-.196** .002	.050 .263	-1,000**	-.467** .000	-.040 .273	-.054 .229	1.000						
FYK/TV	-.196** .002	.050 .263	-1,000**	-.467** .000	-.040 .273	-.054 .229	1,000**	1.000					
FYK/TYK	-.344** .000	-.011 .445	-.582** .000	-.329** .000	-.024 .361	-.077 .145	.582** .000	.582** .000	1.000				
FIRBUY	.085 .100	.126 .056	-.162** .007	.037 .289	-.104 .060	.035 .317	.162** .007	.162** .007	.189** .002	1.000			
NK/OK	.023 .367	.072 .182	.094 .080	.136* .020	-.100 .066	-.056 .220	-.094 .080	-.094 .080	.027 .344	.187** .002	1.000		
NK/SK	.001 .494	.057 .233	.283** .000	.236** .000	-.130* .025	-.012 .433	-.283** .000	-.283** .000	-.177** .004	.109* .050	.656** .000	1.000	
NK/AK	.076 .133	.065 .212	.248** .000	.230** .000	-.102 .068	-.052 .243	-.248** .000	-.248** .000	-.120* .040	.177** .005	.808** .000	.808** .000	1.000

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.
 **, * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

Tablo 20: 2011 Yılı Değişkenler Arasındaki Korelasyon Matrisi

	KVTB/TK	UVTB/TK	OK/TK	FING/TYK	OS/OK	YND	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	NK/OK	NK/SK	NK/AK
KVTB/TK	1.000 .												
UVTB/TK	-.012 .437	1.000 .											
OK/TK	.131* .024	.023 .384	1.000 .										
FING/TYK	.213** .001	.086 .139	.586** .000	1.000 .									
OS/OK	-.073 .135	-.109 .084	-.005 .472	-.005 .470	1.000 .								
YND	.031 .332	.210** .007	.038 .302	.007 .462	.061 .199	1.000 .							
TYK/TV	-.131* .024	-.023 .384	-1,000** .	-.586** .000	.005 .472	-.038 .302	1.000 .						
FYK/TV	-.131* .024	-.023 .384	-1,000** .	-.586** .000	.005 .472	-.038 .302	1,000** .	1.000 .					
FYK/TYK	-.337** .000	-.035 .329	-.575** .000	-.488** .000	.012 .431	.001 .495	.575** .000	.575** .000	1.000 .				
FIRBUY	.101 .065	.161* .021	-.160** .008	-.083 .107	-.117* .039	-.005 .473	.160** .008	.160** .008	.191** .002	1.000 .			
NK/OK	.037 .289	.064 .208	.191** .002	.240** .000	-.292** .000	-.153* .017	-.191** .002	-.191** .002	-.128* .028	.032 .317	1.000 .		
NK/SK	.108 .052	.095 .115	.478** .000	.475** .000	-.080 .113	.007 .462	-.478** .000	-.478** .000	-.291** .000	.035 .302	.525** .000	1.000 .	
NK/AK	.132* .025	.078 .167	.459** .000	.473** .000	-.111* .050	-.038 .303	-.459** .000	-.459** .000	-.296** .000	.070 .150	.702** .000	.768** .000	1.000 .

Üstteki değerler korelasyon katsayılarını, alttaki değerler anlamlılık düzeylerini vermektedir.

**,* sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini belirtmektedir.

EK 2:ANALİZE TABİ TUTULAN FİRMALARIN ADLARI

ADANA	ECYAP	MRDIN
ADBGR	EDIP	MRSHL
AFYON	EGEEN	MUTLU
AKSA	EGGUB	NETAS
ALARK	EGPRO	NTTUR
ALCAR	EGSER	OLMKS
ALTIN	ENKAI	OTKAR
ANACM	EPLAS	PARSN
ARCLK	ERBOS	PETKM
ASELS	EREGL	PIMAS
ASLAN	FENIS	PINSU
AYCES	FMIZP	PKENT
AYGAZ	GEDIZ	PNSUT
BANVT	GENTS	PRKAB
BFREN	GOLTS	PTOFS
BOLUC	GOODY	SARKY
BOSSA	GUBRF	SISE
BRISA	HEKTS	SKTAS
BROVA	HURGZ	SNPAM
BRSAN	IHLAS	SONME
BTCIM	INTEM	TATKS
BUCIM	IZMDC	TBORG
BURCE	IZOCM	THYAO
CELHA	KARTN	TOASO
CEMTS	KENT	TRKCM
CIMSA	KLBMO	TRNSK
CMENT	KONYA	TUDDF
DARDL	KORDS	TUKAS
DENCM	KRTEK	UCAK
DERIM	KUTPO	UNYEC
DEVA	LUKSK	USAK
DITAS	MAALT	VESTL
DOGUB	MAKTK	VKING
DYOBY	MIGRS	YUNSA
ECILC	MIPAZ	