

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

(667 Sayılı KHK ile kapatılan Fatih Üniversitesi Mezuniyet Tezi)

TURİZM SEKTÖRÜNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER:
ULUSLARARASI BİR ANALİZ

Seyfullah KILINÇ

512113005

Tez Danışmanı:

Prof. Dr. Nizamettin BAYYURT

İSTANBUL-2016



FATİH ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

21.06.2016

Enstitünüz İşletme (Tezli – Türkçe) Anabilim Dalı 512113005 numaralı yüksek lisans öğrencisi SEYFULLAH KILINÇ'ın hazırlayarak enstitüye teslim ettiği "Firmaların Borçlarının Karlılık, Büyüme, Risk Üzerine Etkisi ve Optimum Borç Seviyesinin Tespiti: BİST 100'deki Firmalar için bir Araştırma" adlı tezi, tez jüri üyeleri huzurundaokyan.....(*) dakika ile savunulmuş ve sonuçta adayın tezi hakkında,

(Aşağıdaki seçeneklerden sadece birini çerçeve içine alınız)

☒ a) oy birliği / ~~oy çokluğu~~ ile KABUL kararı verilmiştir.

☐ Tezin başlığının değişmesine gerek bulunmamaktadır.

☒ Tezin başlığının aşağıdaki şekilde değiştirilmesine karar verilmiştir.

Tez Başlığı (İngilizce): Factor Affecting Capital Structure in Tourism Sector: An International Analysis

Tez Başlığı (Türkçe): Turizm Sektöründe Sermaye Yapısı Etkileyen Faktörleri Uluslararası Bir Analiz

b) oy birliği / oy çokluğu ile DÜZELTME kararı verilmiştir.

(DÜZELTME kararı verilirse öğrenci, 3 ay içinde tekrar tez savunması yapmalıdır)

c) oy birliği / oy çokluğu ile RED kararı verilmiştir.

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Nizamettin BAYYURT

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Ahmet AKIN

Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. Mehmet BASTI

* savunma süresi el ile yazılacaktır. (savunma süresi, en az 45 en çok 90 dakikadır.)

** oybirliği / oyçokluğu el ile yazılacaktır.

*** kabul / red ve düzeltme el ile yazılacaktır.

ETİK BEYANNAMESİ

Fatih Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada,

- Tez içindeki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda ilgili eserlere bilimsel normlara uygun atıfta bulunduğumu,
- Atıfta bulunduğum eserlerin tümünü kaynak olarak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı,
- Bu tezin herhangi bir bölümü bu üniversitede veya başka bir üniversitede başka bir tez çalışması olarak sunmadığımı,
- Tezin içerdiği yenilik ve sonuçların başka bir yerden alınmadığını beyan ederim.

İmza:

Seyfullah KILINÇ

Üniversite : Fatih Üniversitesi
Enstitüsü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : İşletme (Tezli – Türkçe)
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Nizamettin BAYYURT
Tez Tarihi : Haziran 2016

KISA ÖZET

TURİZM SEKTÖRÜNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER: ULUSLARARASI BİR ANALİZ

Seyfullah KILINÇ

Bu çalışma, en çok turist çeken on ülkenin turizm sektöründe faaliyet gösteren ve ülkelerindeki borsaya kote olmuş firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin belirlenmesinde, literatürde bu konuyla ilgili yapılan araştırmalar eşliğinde ortaya koymayı amaçlamıştır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sermaye ve sermayeyi oluşturan unsurlar açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci bölümde sermaye yapısı teorileri hakkında genel bilgiler verilerek konuyla ilgili literatür taraması yapılmıştır. Üçüncü bölümde çalışmanın konusu olan turizm ve turizm sektörüne ait bilgiler özetlenmeye çalışılmıştır. Dördüncü bölümde ise, söz konusu firmalara ilişkin firma büyüklüğü, varlık yapısı, büyüme, karlılık, firma riski, GSYİH ve enflasyon faktörlerinin sermaye yapıları ile ilişkileri panel veri analizi yöntemiyle araştırılmıştır.

Firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerden firma büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında anlamlı ve pozitif ilişki varken beklenen enflasyon, büyüme, GSYİH ve firma riski arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Varlık yapısı ve karlılık ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye yapısı, Turizm sektörü, Dengeleme Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Panel veri analizi

University : **Fatih University**
Institute : **Institute of Social Sciences**
Department : **Management**
Supervisor : **Prof. Dr. Nizamettin BAYYURT**
Degree Awarded and Date : **June 2016**

ABSTRACT

FACTOR AFFECTING CAPITAL STRUCTURE IN TOURISM SECTOR: AN INTERNATIONAL ANALYSIS

Seyfullah KILINÇ

This study aims to reveal the factors that affect the capital structures of the firms operating in tourism sector of the most visited countries by tourists within the context of related literature.

The study consists of four chapters. In the first chapter, capital and the elements forming capital were tried to be explained. In the second part, general information about the theories of capital structure was given and the relevant literature was searched. In the third chapter, the information about the tourism and tourism sector, which is the main subject of this work, has been summarized. In the fourth chapter, the relation between capital structure and firm size, asset structure, growth, profitability, firm risk, GDP and inflation factors is investigated by panel data analysis method.

While there is a significant and positive relationship between firm size and capital structure among factors affecting firms' capital structures, a significant and negative relationship is found between expected inflation, growth, GDP and firm risk. There is no meaningful result between asset structure & profitability and capital structure.

Key Words: Capital structure, the Tourism sector, Trade-Off theory, Packing Order theory, Panel data analysis

ÖNSÖZ

Bu tezin hazırlanmasında tüm bilgi birikim ve tecrübesi ile her konuda bana yol gösteren değerli hocam ve tez danışmanım Prof. Dr. Nizamettin BAYYURT'a teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu (TÜBİTAK), yüksek lisans eğitimim boyunca sağladığı finansal destekten dolayı teşekkür ederim.

Haziran, 2016

Seyfullah Kılınç



İÇİNDEKİLER

ETİK BEYANNAMESİ.....	iii
KISA ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
TABLOLAR LİSTESİ	x
KISALTMALAR.....	xi
GİRİŞ	1
BÖLÜM I: SERMAYE YAPISI.....	3
1.1. Öz Sermaye	4
1.1.1. Hisse senetleri	5
1.1.2. Oto-Finansman kaynakları	8
1.2. Yabancı Kaynaklar	10
1.2.1. Kısa vadeli yabancı kaynaklar	11
1.2.2. Uzun vadeli yabancı kaynaklar	17
1.3. Öz Kaynak ile Yabancı Kaynağı Ayıran Özellikler	20
BÖLÜM II: SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE LİTERATÜR TARAMASI	22
2.1. Sermaye Yapısı Teorileri.....	22
2.1.1. Klasik sermaye teorileri.....	22
2.1.2. Modern Sermaye Teorileri	25
2.2. Literatür Taraması.....	26
2.2.1. Dünya’da Sermaye Yapılarını Etkileyen Faktörleri İnceleyen Başlıca Çalışmalar	26
2.2.2. Türkiye’de Sermaye Yapılarını Etkileyen Faktörleri İnceleyen Çalışmalar	31
BÖLÜM III: GENEL OLARAK TURİZM SEKTÖR İŞLETMELERİNİN TANIMI VE ÖZELLİKLERİ.....	36
3.1. Genel Olarak Turizm Sektörü	36
3.1.1. Turizmin sınıflandırılması	39
3.2. Turizm Sektörünü Genel Özellikleri	40
3.3. Turizmin Ekonomiye Katkısı	41
3.3.1. Turizm sektörünün ödemeler Dengesi üzerine etkisi:	41
3.3.2. Gelir etkisi	41
3.3.3. İşgücü çarpanı etkisi	41

3.3.4.	İhracat ve gelir dağılımını düzenleyici etkisi.....	42
3.3.5.	İstihdam artışı ve yeni iş olanakları oluşturmaları	42
3.3.6.	Turizm sektörünün altyapı ve üstyapı yatırımlarına etkisi	42
3.4.	Turizm Sektöründe Yer Alan İşletmeler	42
BÖLÜM IV: TURİZM SEKTÖRÜNDE SERMAYE YAPISI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ.....		43
4.1.	Çalışmanın Amacı ve Yöntemi.....	43
4.2.	Araştırmanın Veri Seti ve Değişkenler.....	44
4.2.1.	Bağımlı değişken	45
4.2.2.	Bağımsız değişkenler	45
4.3.	Tanımlayıcı İstatistikler	48
4.4.	Araştırmanın Modeli ve Panel Veri Analizi.....	50
4.5.	Sabit Etkiler Modeline Ait Bulgular	51
4.6.	Rastsal Etkiler Modeline Ait Bulgular	51
4.7.	Hausman Testi Sonuçları.....	52
4.8.	Birim Kök Testi	52
4.9.	Modified Wald Testi ve Wooldridge Testi.....	54
4.10.	Driscoll Kraay Modeline Ait Bulgular	55
SONUÇ.....		56
KAYNAKLAR.....		58
ÖZGEÇMİŞ		63
EKLER.....		64

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1 Net Gelir Yaklaşımı.....	23
Şekil 2.2 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	24
Şekil 2.3 Geleneksel Yaklaşım	24
Şekil 3.1 Kullanılan Seyahat Yolları.....	39



TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 3.1 En Çok Turist Çeken Ülkeler (Milyon kişi).....	37
Tablo 3.2 En Çok Gelir Elde Eden Ülkeler (Milyar \$)	37
Tablo 3.3. En Çok Turizm Harcaması Yapan Ülkeler (Milyar \$)	38
Tablo 4.1 Araştırmada Kullanılan Değişkenler	48
Tablo 4.2 Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi.....	49
Tablo 4.3 Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu	49
Tablo 4.4 Sabit Etkiler Modeli	51
Tablo 4.5 Rastsal Etkiler Modeli.....	51
Tablo 4.6 Hausman Test Sonucu	52
Tablo 4.7 Birim Kök Testi.....	53
Tablo 4.8 Modified Wald Testi.....	54
Tablo 4.9 Wooldridge Test Sonucu	54
Tablo 4.10 Driscoll Kraay Modeli	55

KISALTMALAR

İSO	: İstanbul Sanayi Odası
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
BİST	: Borsa İstanbul
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla



GİRİŞ

Sermaye yapısı kavramı literatürde çokça çalışılmış ve üzerinde durulmuş bir konudur. Sermaye yapısını oluşturan birimlerin çeşitli birleşimleri oluşturularak firmanın piyasa değerini yükseltme adına çalışmalarda bulunulmuştur. Firma yöneticilerinin bu yapıyı oluşturmak için seçtikleri finansman seçeneklerle nasıl daha başarılı alabileceği, araştırmacılar tarafından ilgi çekici bir konu olup hala güncel araştırma konuları içinde yer almaktadır.

Firmaların kurulumu, faaliyetlerinin devamı ve yapacağı yatırımlar için sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Firmaların sermaye yapısı iki ana kısım olarak öz kaynaklar ve yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Öz sermaye, firma sahip ve ortaklarının firmaya yapmış oldukları yatırımları ifade ederken, yabancı kaynaklar ise firmanın dışarıdan sağladığı fon olarak bilinmektedir.

Firmaların temin ettikleri kaynakların maliyetini, kullandıkları kaynak borç ise faiz maliyeti, öz sermaye ise ortakların ve hisse sahiplerinin kar beklentileri sonucu oluşan maliyet şeklinde tanımlayabiliriz. Öz sermayenin maliyeti borçlanma maliyetinden daha yüksek olması nedeniyle firmalar, fon ihtiyaçlarını öncelikle borçlanarak karşılamaya çalışacaklardır.

Sanayi devrimi ile başlayan ve dünyayı ekonomik olarak etkileyen büyük buhrana kadar büyük ölçüde kar için strateji izleyen firmalar, bu olaydan sonra paydaşlara maksimum fayda sağlama adına politikalar izlemeye başlamıştır. İşletmelerin sermaye maliyetlerini en alt seviyelere çekerken firmanın piyasa değerini artırmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte sermaye yapısını etkileyen faktörler tespit edilmek amacıyla çalışmalar yapılmıştır. Sermaye yapısını açıklayan birçok teori geliştirilmiş, hangi teorinin sermaye yapısını daha iyi açıkladığını tespiti için çalışmalar yapılmıştır. Sermaye yapısını tam olarak açıklayan bir teori henüz ortaya atılmamıştır. Bunun en büyük nedeni, sermaye yapısını etkileyen faktörlerin sektörlere, bölgelere, ülkelere ve işletme türüne göre değişiklik göstermesidir.

Turizm sektörü dünyada hızlı bir şekilde büyüyen sektörler arasındadır. Büyüyen bu sektör, ülke ekonomisine katkıda bulunmakla beraber istihdamı artırmakta artırarak işsizlik oranını düşürmektedir. Darboğaz ve kiriz ortamında bulunan ülkeler için turizm sektörü bir çıkış yolu olarak görülmektedir. Turizm sektörü içinde faaliyet gösteren işletmeleri seyahat, konaklama, ulaştırma, yiyecek ve içecek, eğlence ve alışveriş işletmeleri olarak sıralayabiliriz.

Bu çalışmanın amacı; turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin belirlenmesidir. Türkiye’de turizm sektörüne yönelik çok az çalışma yapılmıştır. Çalışmada elde edilen bilgilerin finans literatürüne ve turizm sektörü yöneticilerine katkı sağlayacağı düşünülmüştür.

Çalışmanın ilk bölümünde sermaye ve sermayeyi oluşturan unsurlar ile sermaye yapısı teorileri açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci bölümde çalışmanın konusu olan turizm ve turizm sektörüne ait bilgiler özetlenmeye çalışılmıştır. Üçüncü bölümde sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar incelenerek özetlenmiştir. Dördüncü bölümde ise panel veri analizi uygulanmıştır. En çok turist çeken on ülkenin turizm sektöründe faaliyet gösteren 151 işletmenin 2000-2015 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Literatüre bağlı kalınarak bağımlı ve bağımsız değişkenler belirlenerek panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç arasında anlamlı ve pozitif ilişki varken büyüme, firma riski, GSYİH ve beklenen enflasyon arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur. Varlık yapısı ve karlılık ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

BÖLÜM I

SERMAYE YAPISI

Sermaye, firmaların ürün ve hizmet üretebilmeleri için tahsis edilen ve bilançonun aktif kısmında yer alan nakit, alacaklar, stoklar, haklar ve sabit varlıklardan oluşmaktadır. Sermaye yapısı ise ve firma varlıklarının finansmanında kullanılan uzun vadeli borçlar ile öz kaynaklarla ilgilidir (Shapiro, 1998).

Sermaye yapısı kavramı; dar anlamda, öz kaynak ile yabancı kaynak arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Firmalar borçlanma yoluyla sermayelerini oluşturdukları gibi, firmanın kendi imkanlarıyla oluşturulan, dağıtılmamış karlar, yedek akçeler ile sermaye artışı sağlanabilir. Ayrıca sermaye artışı yeni ortakların katılımıyla da gerçekleşebilir (Yener, 2002).

Sermaye yapısı kavramı; geniş anlamda ise, firmanın ortaklarının menkul kıymetleri, banka borçları, ticari borçları, özel plasman, vergi, sosyal sigorta ve emeklilik yükümlülükleri, yönetim ve işçilerin ertelenmiş tazminatları, iş ve ürün garantileri, özel plasman ve diğer yükümlülüklerini içerir (Masulis, 1988).

Öz kaynaklar, öz sermaye ve öz varlık olarak ta adlandırılabilir. Çünkü elde bulunan varlıklarla ilgili olması bu farklı isimlendirmeleri olanaklı hale getirmektedir.

Sermaye yapısı işletmenin finansmanı için kullanılan kısa vadeli borcun süreklilik gösteren kısmı, uzun vadeli borç ve öz sermayeden oluşmaktadır. Başka bir deyişle işletmenin bilançosunda yer alan pasif kısmı oluşturan kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar, imtiyazlı hisse senetleri ve öz kaynaktan oluşmaktadır. Dolayısıyla sermaye yapısı, finansal yapının parçası olup, işletmenin finansmanında kullanılan kaynakları ifade etmektedir (Moyer, McGuigan ve Kretlow, 2002).

Bilanço tarihi itibarıyla vadesi en çok bir yıl olan fon kaynaklarına kısa vadeli yabancı kaynak, vadesi bir yıl ile on yıl arasında olanlar orta vadeli yabancı kaynak ve on

yıldan daha fazla vadeye sahip olan fon kaynaklarına ise uzun vadeli yabancı kaynak denmekle birlikte bu kaynaklar, genelde kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak ifade edilmektedir. Vadesi en fazla bir yıla kadar olana kısa vadeli, vadesi bir yıldan uzun olana ise uzun vadeli yabancı kaynak olarak kabul edilmektedir(Şıklar,2004).

Firmanın sermaye yapısı, borç ve öz sermaye bileşiminden oluşmaktadır. Zaman içinde borç ve öz sermaye düzeyleri değişiklik gösterse de, firmalar bu bileşenleri hedef sermaye yapısına göre ayarlamaya çalışırlar. Sermaye yapısı için verilen kararlar, firma yöneticilerinin hedef sermaye yapısı seçimi, borcun vadesi ve finansman kaynak seçimi ile ilgilidir. (Ehrhardt ve Brigham, 2006).

Değişik faktörler, finans yöneticilerini en uygun sermaye yapısını belirleme konusunda etkilemektedir. Firmaların durumları birbirinden farklı olabileceğinden, finansla ilgili karar için önem verilecek etmenler; ekonominin durumu, içinde bulunduğu endüstri ve firmanın özellikleri, firma yöneticilerinin risk alma tercihlerine göre değişebilir (Akgüç, 2002).

Bilançonun pasif kısmını oluşturan sermaye yapısı bileşenleri, temelde yabancı kaynaklar ve öz sermaye olmak üzere iki ana başlıkta incelenmektedir.

1.1. Öz Sermaye

Öz sermaye, işletmenin toplam varlıkları ile toplam borçları arasındaki farktır. İşletmeler için gerekli olan varlıkların alımında yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar kullanılmaktadır. Öz kaynaklar, işletme sahip ve ortaklarının, o işletme içip yaptığı yatırımları ifade etmektedir. İşletmenin kuruluş aşamasında ortaya konan bu sermaye, sonraki yıllarda oluşan sermaye yedekleri ve kar yedekleri ve faaliyetler sonucu elde edilen kar veya oluşan zararlar; öz sermayeyi oluşturmaktadır (Kaygusuz, Aslan ve Kepçe, 2012).

Kuruluşunu tamamlayan firmalar, yeni ortaklar alarak ya da hisse senedi ihraç yoluyla öz kaynaklarını güçlendirebilirler. Firma faaliyetleri sonucu elde edilmiş karları, faaliyetlerinin finansmanına katarak öz sermayeye katkıda bulunmuş olur. Öz sermaye yeni kurulan şirketlerin ilk fon kaynağı olduğu gibi, öz sermayelerine dayanarak borçlanmaya gidebilirler. İşletmeler öz kaynakları olmaksızın sürekli borçlanarak kaynak temin edemezler. Öz sermaye firmalar için sürekli kaynak özelliğini taşımaktadır.(Akgüç, 2002)

Vadesi geldiğinde ödenmesi gereken yabancı kaynaklara karşılık, öz sermaye firmanın kurulma anından itibaren varlığını sürdüren ve firmanın hayatta kaldığı sürece var olan sınırsız süreli kaynak olup, firmanın duran varlık yatırımlarını finanse etmekte kullanılmaktadır (Özdem, 1997). Yabancı kaynakların varlığıyla ortaya çıkan riskin güvencesi niteliğinde öz kaynak kullanılmaktadır.

“Finansman hiyerarşisi modelini 1984 yılında yapmış olduğu çalışmada Myers ortaya atmıştır. Finansman hiyerarşisi (gagalama sırası – pecking order) modeline göre; firmaların uygulayabilecekleri uzun dönemli finansman tercihlerinde birinci sırada firmada yaratılan kaynaklar yer alır. Dış kaynaklarla finansman gerektiğinde, borç finansmanı karlı yatırımların gerçekleştirilebilmesine daha fazla olanak verdiği için öz sermaye finansmanından önce tercih edilir ve firma aşırı risk taşımayan tahvil ihracına yönelir. Düşük riskli borç kullanımını daha riskli tahvil ihracı ve melez menkul kıymetlerin ihracı izler. Firma en son çare olarak hisse senedi ihracına yönelir”(Aktum, 2003, s532-533).

1.1.1. Hisse senetleri

İşletmeler hisse senedi ihracıyla sermaye artırımına gidebilirler. Hisse senetleri işletmelerin sermayesini temsil eden ve satın alanla arasında ortaklık tesis eden kıymetli evrak niteliğine sahip menkul kıymettir. Hisse senedi sahibi firmanın yapmış olduğu kardan pay alır. Hisse senedi, sahibine rüçhan hakkı, yönetimde söz sahibi olma, yönetime seçilme, tasfiye gelirinden pay alma hakkı sağlamaktadır. Ayrıca hisse senedi sahipleri, hisse senedini ihraç eden firmanın kayıtlarını inceleme ve firma durumu ve faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkına sahiptir(Tükenmez, 1998).

Her şirket hisse senedi ihraç edemez. Hisse senedini anonim şirketler, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ve özel kanunla kurulan şirketler tarafından ihraç edilmektedir. Hisse senetleriyle ilgili özellikler Türk Ticaret Kanunu(TTK)'nın 399 ve devamındaki maddelerde belirtilmiştir (Shane, 2006). Hisse senedi çıkarabilen komandit şirketler, bunu halka arz yoluyla gerçekleştiremezler.(Blake, 1990)

İhraç edilen hisse senedi, firmanın sabit giderlerini artırmadığı için risk faktöründe artırıcı bir etkiye neden olmazlar. Fakat hisse senedinin vermiş olduğu yönetime söz sahibi olma hakkı verdiğinden firmaların yönetimin paylaşılması gibi sakıncalarını doğurmaktadır (Sarıkamış, 2000).

Hisse senetleri özelliklerine göre beş ayrı başlık altında incelenmektedir (Bolak, 2001).

Hamiline ve nam' a yazılı hisse senetleri: Aksi hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde asıl olan nama yazılı hisse senetleridir. Nama yazılı hisse senetlerinde, ortakların sayıları, tanınması ve takibinin yapılması, mülkiyetinin korunması, belgenin kaybolması durumunda genel kurul toplantısına katılabilmek, vergi kaybını önleme gibi avantajlarının yanında devirdeki güçlükler, gizliliği sağlayamama, halka açılmayı engelleme gibi dezavantajları da mevcuttur. Nama yazılı hisse senelerinin devir işlemleri ayrıntılar nedeniyle ciro ve teslim yoluyla pay defterine kaydedilmesi ile olur (Canbaş ve Doğukanlı, 1995).

Hamiline yazılı hisse senedi, senedin hamilinin hak sahibi sayılacağı anlaşılan senetlerdir. Bu hisse senetlerinin devir kolaylığı, sınai mülkiyetin yaygınlaşmasına katkıda bulunma, sahibinin gizliliğini sağlama, gerçek anonimliği sağlama gibi yararlarına karşı senedin kaybı veya çalınması durumunda, hak sahipliğinin ispatlanmasındaki güçlükler, yabancı ortakların katılımını kolaylaştırma, genel kurul toplantılarındaki katılımın azlığına neden olma, yönetimde güç boşluğu oluşturma, vergi kaçırma durumuna yatkınlık gibi sakıncalı durumlar meydana gelebilir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin devir işlemleri teslim ile gerçekleşmektedir (Özdemir, 1997).

Adi ve imtiyazlı hisse senetleri: En basit olarak tanımını, birtakım üstünlük ve haklar ihtiva etmeyen hisse senetlerine adi hisse senetleri ve sözleşmedeki ana hükümler ile hisse sahiplerine üstün haklar veriyorsa bu senetlere, imtiyazlı hisse senetleri adı verilir.

Adi hisse senetleri, genel kurulda eşit oy hakkı, firma karından ile şirketin tasfiyesi durumunda eşit pay hakkı sağlar. Ayrıca yönetime katılma, şirketin denetlenmesi, yöneticinin seçilmesi, işletme faaliyet alanlarını belirlenmesi, yeni hisse senedi ve tahvil ihracına karar verilmesi konularında söz sahibidir. Sermayenin önemli bir bölümünü oluştururlar.

İmtiyazlı hisse senetleri, bazı yönleriyle hisse senedine bazı yönleri ile tahvile benzeyen belgedir. Sabit geliriyle tahvile benzerken, söz sahipliği ve ortaklık konusunda ise hisse senetlerine benzemektedir. İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine istisnalar dışında kar paylarını zamanında ödenmektedir. Fonu hisse senediyle

sağlayıp yönetimi de elinde tutmak isteyen ortaklar, oydan mahrum imtiyazlı hisse senetlerini ihraç ederler. İşletmeler kar elde etmeseler bile genellikle imtiyazlı hisse sahiplerine ödeme yaparlar. Firmaların ödeme yapmadığı durumlarda pay sahipleri işletmenin iflasını isteyemezler.

Yatırımcılar açısından imtiyazlı hisse senetleri, tahvillerden daha fazla risk taşıdığından, kar payı oranları, tahvil faiz oranlarından yüksek olacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2010).

Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri: Bedelsiz hisse senetleri, emisyon primleri, yedek akçe, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, iştiraklerdeki değer artışlarının yaptığı sermaye artırımını karşılığı çıkarılan hisse senetlerinin bir ücret veya bedel almaksızın ortaklarına dağıtarak sermaye artırımına gidilmesidir. Bedelsiz hisse senedi alma hakkı süreyle kısıtlanamaz.

Taahhüt veya ödeme vasıtasıyla çıkarılan, bedelli artırma konusu olan hisse senetlerine, bedelli hisse senetleri denir. Şirketlerin kurulma veya sermaye artırımında, rüçhan hakkından dolayı eski ortaklara ya da halka arz yoluyla üçüncü şahıslar tarafından satın alınırlar. Bedelli sermaye artırımına katılım belirli bir süre ile sınırlandırılmaktadır (Okka, 2009a).

Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri: Bedelsiz hisse senetleri, emisyon primleri, yedek akçe, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, iştiraklerdeki değer artışlarının yaptığı sermaye artırımını karşılığı çıkarılan hisse senetlerinin bir ücret veya bedel almaksızın ortaklarına dağıtarak sermaye artırımına gidilmesidir. Bedelsiz hisse senedi alma hakkı süreyle kısıtlanamaz.

Taahhüt veya ödeme vasıtasıyla çıkarılan, bedelli artırma konusu olan hisse senetlerine, bedelli hisse senetleri denir. Şirketlerin kurulma veya sermaye artırımında, rüçhan halkından dolayı eski ortaklara ya da halka arz yoluyla üçüncü şahıslar tarafından satın alınırlar. Bedelli sermaye artırımına katılım belirli bir süre ile sınırlandırılmaktadır (Okka, 2009a).

Nakit karşılığı ve aynı sermaye karşılığı çıkarılan hisse senetleri: Firmaların kuruluşunda veya sermaye artırımlarında bedellerin nakit ödenen hisse senetlerine, nakit karşılığı arz edilen hisse senedi, nakit yerine başka sermayelerle ödenen senetlere, aynı sermaye karşılığı çıkarılan hisse senedi adı verilir. Sermaye piyasası kurumuna göre (SPK), halka arz edilen ya da ortak sayısından dolayı arz edilmiş

sayılan ortaklıklarda, ister kuruluş nedeniyle, isterse sermaye artırımına gitmek için, hisse senedinin tam ve nakit olarak ödenmesi şartı konulmuştur. (Bolak, 2001).

Primli ve primsiz hisse senetleri: Türk hukuk sistemi içerisinde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihraç edilemez. TTK 286. maddesine göre nominal değer altında bir bedelle de hisse senedi ihraç edilememektedir. Üzerinde yazılı değerle ihraç edile hisse senetlerine, primsiz hisse senedi, nominal değerden daha yüksek bir meblağla ihraç edilen hisse senetlerine ise primle hisse senedi denilmektedir. Primli hisse senedi ihracı ile oluşan emisyon primleri, sermayeye eklenerek karşılığında ise bedelsiz hisse dağıtılması ile, vergi ödemekten kurtulabilir (Ceylan, 2001).

1.1.2. Oto-Finansman kaynakları

Oto-finance, firmaların kendi içinde finansman veya fon sağlaması anlamına gelen, dönem sonunda kazanılan kârın bir kısmını muhafaza ederek oluşturulan finansman biçimidir. Başka bir ifadeyle oto-finance, firmanın yabancı kaynak kullanmaksızın kendi sahip olduğu kaynaklarla, işletmenin kendi gücüyle sermaye oluşturmasıdır (Özdemir, 1997).

Firmanın kendi sahip olduğu imkanlarla oluşturduğu fonlarla faaliyetlerinin finansmanını sağlamak olarak da tanımlanan oto-finance, açık ve gizli oto-finance olmak üzere iki kısma ayrılmaktadır.

Açık oto-finance, firmanın faaliyetleri sonucu kazandığı karın firma içinde tutulmasına denir.

Gizli oto-finance, karın tespitinden önce, firmanın faaliyetleri sonucu elde etmiş olduğu gelirin, işletme dışına çıkmasını önleyecek önlemler ile karın düşük gösterilmesiyle sağlanmaktadır. Bu yöntem ülkemiz şartlarında mali yapının sağlamlığı için önemli bir finansman kaynağı olmaktadır. Gizli oto-finance muhasebe standartlarının izin verdiği ölçüde, en iyi şekilde kullanılması, kriz ortamlarında firmaların kullandığı en cazip kaynaklardandır. (Gücenme, 2001, s.46).

Oto-finance yolu ile firma faaliyetleri için fon ve finansmanını sağlama, firmanın finansal özgürlüğünü artırdığı gibi kredi verenler için de emniyet görevini üstlenmektedir (Ceylan, 2001).

Oto-finance firma yöneticileri için en iyi kaynak oluşturma yoludur. Fon oluşturmak için alınan borç, zaman içinde faiz ödemesi zorunluluğu oluşturmakta, pay

senedi ihracı ise firmanın ortaklarına temettü dağıtımını gerektireceğinden, firmaya yükleyecek bir finansal yük olmayan oto-finansman en iyi finansman yoludur.

Firmaların oto-finansmanı yoğun olarak kullanmasının çeşitli sakıncaları vardır. Halka açıklığın az olduğu firmalarda oto-finansmanın etkin kullanımı, uzun süre hissedarlarına kar dağıtılamayacağından, firmaya yönelik düşünceleri olumsuz etkilemektedir. Bu hisse senetlerinin piyasa değerini düşmesine neden olabilmektedir. Oto-finansman kaynaklarını yedekler, amortismanlar ve karşılıklar olmak üzere üç ana başlık altında incelenebilmektedir.

Yedekler: Yedekler, mal ve ürünlerdeki ani düşüşler, ekonomik krizler, finansman bulmada sorun yaşamak gibi buna benzer önceden tahmin edilemeyen risklere karşı öz sermaye yapısını sağlamlaştırmak için, kardan belli kurallara uygun olarak firmada tutulmasını ifade eder. Yedekler, sermaye yedekleri ve kar yedekleri olmak üzere iki ayrılır (Akdoğan ve Tenker, 2006).

Sermaye yedekleri: Sermaye yedekleri, sermaye hareketlerinden doğan ve firmalara ayrılan tutarları kapsamaktadır. Sermaye yedekleri firmada oluşan kar niteliğinde olmayıp, firmanın faaliyetleri sırasında ortaya çıkan öz sermaye kalemlerinden biridir. Bu tip kalemlerle öz sermaye miktarı artırılıp, borç ve ek kaynak teminini kolaylaştırmaktadır (Çağdağ ve Ayanoglu, 2002).

Sermaye yedeklerinde yer alan kalemler ise;

- Hisse Senedi İhraç Primleri; yeni ihraç edilen hisse senedinin nominal değeri üzerindeki satışlardan elde ettiği kazançtır.
- Hisse Senedi İptal Karları; ortağın taahhüdünü yerine getirmemesi durumunda ortaklık payının iptali dolayısıyla firmanın geri kazandığı sermaye ödemesidir.
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları; enflasyonist ortamda işletmenin bilançosunda yer alan maddi duran varlıklar gerçek değerinden uzaklaşmaktadır. Bu varlıkların gerçek değerine yakın olması amacıyla, bu varlıkla veya bu varlığın amortisman gideriyle tekrar değerlemeye yapılarak, oluşan farkın öz sermaye niteliğinde olup oluşan değer artışını kapsar.
- İştirakler Yeniden Değerleme Artışları; maddi duran varlıklar gibi işletmenin iştirakleri ve bağlı ortaklıkları bünyesinde enflasyondan dolayı gerçek değerine yakın ifade etmek amacıyla yediden değerlendirilmesinde ortaya çıkan değer artışıdır.

Kar yedekleri: İşletmenin sermayesini sağlam tutmak, firmanın faaliyetlerinin sürekliliği ve gelişimini sağlamak amacıyla Türk Ticaret Kanunu(TTK), ana sözleşme ve ortaklar tarafından alınan kararlar doğrultusunda dağıtılmamış karlardır (Atabey, Parlakkaya ve Alagöz, 2012).

Kar yedeklerini kısaca ifade edersek;

- Yasal Yedekler; Kanun uyarınca ayrılmış yedekleri kapsar. Birinci tertip ile ikinci tip tertip bu grupta yer alır. Hisse senedi ihraç primleriyle hisse senedi iptal kararları, yasal yedek statüsünde olup ayrı başlıklarda incelenmektedir.
- Statü Yedekleri; İşletmenin kuruluş statüsündeki ana sözleşme hükümleri çerçevesinde ayrılan yedeklerdir.
- Olağanüstü yedekler; Türk Ticaret Kanunu (TTK), ilgili özel kanunlar ve ana sözleşme hükümlerine göre ayrılan yedeklerdir.

Amortismanlar: İşletmeler faaliyetlerinin sürdürebilmeleri için birtakım duran varlıklara ihtiyaç duyarlar (taşınmazlar, makine teçhizat vb.). VUK 313. maddesine göre amortisman tanımına göre bir yıldan daha fazla kullanılması varsayılan ve değerinin düşmesi söz konusu olan ve ekonomik değer taşıyan varlıkların, bir yıl içinde hesaplanan değer kayıplarının üretilen ürünlerin maliyetine ya da bu kayıpların o yılın giderine yazılması amortisman kalemini oluşturur (Aypek ve Ban, 2002).

Amortismanı duran varlık varlıklardaki oluşan değer kaybı olarak tanımlanmasının yanında firmanın bir duran varlığı alması için yapılan harcamanın, alınan bu duran varlıktan tahmin edile yararlanma süresine bölünmesi olarak da tanımlanabilmektedir (Kartal ve Atay, 2009).

Amortismanlar para kaynağı değildir. Amortismanlar gider olarak gösterildiğinden, vergi tasarrufu sağlamakta ve ödenecek olan vergi tutarını azaltıcı etki yapmaktadır. Kar elde etmiş firmalarda karı azaltarak, firmanın ortakları için ödeyeceği temettü miktarını azaltır. Bu da kalan miktarın sermayeye eklenmesiyle oto-financeman merkezi oluşturulmaktadır (Aksoy, 2008).

1.2. Yabancı Kaynaklar

Firmanın fon ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, firma dışındaki kişi veya kuruluşlardan belli bir süre kullanmak üzere faiz karşılığında geri ödenmek üzere

alınan kaynaklara yabancı kaynaklar veya borçlar denir. Küçük firmaların bir bölümünün aksine, büyük firmaların önemli bir kısmı sıkı veya bir biçimde borç oranına sahiptir (Graham, Harvey ve Viskanta, 2001).

Finans ve genel ekonomi literatüründe vade açısından üç bölüme ayrılan (kısa vadeli borçlar, orta vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar) yabancı borçlar, çoğu zaman kısa vadeli ve uzun vadeli olmak üzere iki bölüme ayrılmıştır.

Yabancı kaynakları süreleri bakımından; vadesi en fazla bir yıl olan borçlara kısa vadeli yabancı kaynak, vadesi bir yıldan fazla olan borçlara ise uzun vadeli yabancı kaynak olarak isimlendirilmektedir.

1.2.1. Kısa vadeli yabancı kaynaklar

Banka ve özel finans kurumlarından sağlanan kısa vadeli borçlar, firmanın bilançosunun hazırlandığı tarihten başlayan bir yıl içinde ödenmesi gereken yükümlülüktür. Kısa vadeli fonlarla firmalar genellikle alacak ve stoklar gibi dönen varlıkların finansmanı sağlandığı gibi günümüzde sabit varlıklar içinde gereken fon ihtiyacı karşılanmaktadır (Aydın, 1999).

Kısa vadeli yabancı borçların tedarik edilmesi uzun vadeli borçlara nazaran daha hızlıdır. Kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara göre maliyeti düşük olup riski yüksektir. Bunun yanında kaynak temini ve ödeme şartları açısından uzun vadeli yabancı kaynaklara göre daha esnektir.

Firmaların fon miktarlarını etkileyen birçok etken vardır. İşletmelerde varlıklarının büyük bir kısmını dönen varlıklar oluşturuyorsa, işletmenin ihtiyaç duyduğu kısa vadeli fon miktarı da artacaktır. Bunun yanında firmaların varlıklarının yapısı, mevsimsel değişimler, finansal kaynakların maliyetleri, ekonomik durumlar gibi etkenler kısa vadeli yabancı kaynakların miktarını belirlemektedir (Ceylan, 2001).

Ticari krediler (Satıcı kredileri): Firmalar genel olarak, hammadde malzeme, hizmet ve mal alışlarının büyük bir kısmını, ürünleri satın aldıkları firmalardan kredili olarak gerçekleştirmektedir. Özellikle firmaların stoklarının finansmanında kullanılan satıcı kredileri, bir nakit çıkışı olmaksızın belirli bir süre sonra ödenmesi gereken kredi türüdür. Firmalar için finans kaynağı olan ticari krediler, olanakları kısıtlı, sermaye yapısı yetersiz, likidite sorunu çeken, diğer finansman yolları aktif olarak

kullanamayan küçük boy firmalar ile yeni kurulan işletmeler için en önemli kısa vadeli kredi tipini oluşturmaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2008).

Satıcı kredileri kullanım bakımında yaygın olan türleri açık hesap ve borç senetleridir. Açık hesap; bir anlaşma sözleşmesi veya resmi bir belge olmadan tarafların güven esasına dayanan ve alınan ürün, mal veya hizmetin sadece satıcının defterine kayıt edilen ve alıcı tarafa yollanan faturalardan oluşmaktadır. Borç senetleri, satıcının satılan malların karşılığında, satın alan kişi veya kuruluşlardan alınan senet veya yasal bir belgedir. Finansman kaynağı olarak satıcı belgelerini üstünlüklerini şöyle sıralayabiliriz;

- Sağlanmasında kolaylık, elverişlilik
- Esneklik
- Formalite azlığı
- Maliyet
- Yenileme ve vadelerin uzatılması.

Ticari kredilerin sağlanmasındaki bu kolaylıklar, firmaların aşırı borçlanmaya sebep olabilir. Hızlı büyüyen şirketlerin varlıklarını temin etmeleri için kullanılan ticari krediler genelde yetersiz kalmaktadır. Böyle durumlarda satıcılar, riskin fazlaştığını görerek kredili satışları azaltır hatta durdurabilirler. Bu da ticari kredileri alan firmaları güç durumda bırakacaktır (Öztin, 2002).

Banka kredileri: Firmalar, sermaye ihtilaçlarını, dönen varlıklar ile özellikle stoklarını, müşterinden alacaklarını finanse etmek için gerekli olan fon kaynağını kısa vadeli banka kredileriyle karşılamaktadır. İşletmeler duran varlıklarını finansmanı için uzun süreli kaynak temininde yaşanan sıkıntı veya aksaklıklar nedeniyle, kısa süreli olarak bu varlıkları kısa vadeli kaynaklarla finanse etmektedirler. Bu durum firmalar için büyük sakıncalar oluşturmaktadır. Uzun vadeli kaynak temini için geçen sürede köprü kredisi olarak kısa vadeli krediler kullanılabilir.

Banka kredilerinden yararlanan işletmelerin özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz.

- Yeni kurulmuş veya nispeten genç firmalar
- Orta büyüklükteki (çaptaki) firmalar
- Fon ihtiyaçları mevsimlik olan firmalar
- Dışsatıma yönelmiş firmalar

- Dışsalımı yüksek boyutta olan firmalar
- Karlılığı düşük olan firmalar
- Karlılığı yüksek olan firmalar

Bankalar yerli paranın yanında yabancı para(döviz) olarak da kredi vermektedir. Firmalar çıkarlarına göre yabancı para ile de borçlanmaktadır. Ayrıca bankalar, kendilerinden fon çıkışı olmaksızın ödeme garantileri yoluyla da firmalara finansman olurlar. Başka bir deyişle, bankalar belirli bir riski göze alarak, poliçe kabulü, ticari senetlere avans verme, teminat mektubu gibi firmalara gayri nakti kredi verebilirler.

Bankalardan kredi istekleri reddedilen firmalar, diğer alternatif kaynaklarını kolay şekilde bulamayacağından büyüme hızını yavaşlatmak ya da faaliyet hacmini azaltmak zorunda kalabilirler.

Banka kredilerinden sakıncalı yönlerini;

- Banka kredilerinden ancak belirli özelliklere sahip firmaların yararlanabilmesi
- Banka kredileri için güvence istenmesi
- Banka kredilerinin bazı durumlarda maliyetinin yüksek olması
- Kredinin verilen sürede ödenmemesi durumunda bankanın katı ve zorlayıcı tasfiye yollarına başvurması olarak sıralayabiliriz (Akgüç, 2002).

Finansman bonoları: Para piyasası araçlarından olan finansman bonoları, büyük şirketler için kısa dönemli fon ihtiyacını sağlamaya yarayan, aracı veya doğrudan ihraç ettiği borç senetleridir. Sermaye piyasası kurumu tarafından finansman bonusu ihraç edebilecek kuruluşlar; anonim ortaklıklar, özelleştirme kapsamındaki kamu iktisadi teşebbüsleri ve mahalli idarelerdir (Canbaş ve Doğukanlı,1995).

Finansman bonolarının vadesi 60 ile 720 gün arasında olup ihraç eden firma tarafından belirlenmektedir. Finansman bonosunun vadesinin başlangıç tarihi, satışa sunulduğu gün olup iskonto hesabına göre satılmaktadır. Finansman bonosunun nominal değerinin içinde anapara ve faiz bulunmaktadır. Finansman bonusu hamiline yazılı olup, sahibi tarafından ikinci şahıslara devredilebilen menkul kıymetlerdir (İnam, 2007).

Finansman bonusu ihraç yoluyla fon sağlanmasının üstünlüklerini;

- Firma, alternatif finansmanlara göre daha ucuz fon sağlama aracıdır.

- Finansman bonosuyla sağlanacak fon, zaman kaybı ve formalitenin fazla olmamasından dolayı uzun işler gerektirmeden firmalarca temin edilebilir.
- Banka kredilerinin limit konusunda yasaların ve banka yöneticilerinin koyduğu değişik sınırlamalar vardır. Firmalar tarafından ihraç edilen finansman bonosunda ise bu tür sınırlamaların olmadığı veya daha esnek oluşundan dolayı firmalar, bankalardan alabilecekleri fon miktarından fazlasını sağlayabilirler.
- Finansman bonosunu ihraç eden firmalar, para piyasasında prestij ve saygınlığın yanında ismini yaygın bir şekilde duyurma fırsatını yakalamış olurlar.

şeklinde sıralayabiliriz.

Finansman bonosunu çıkarmanın üstünlüklerini yanında sakıncalı yönleri de bulunmaktadır. Bunları şöyle sıralayabiliriz,

- Finansman bonusu ihracıyla fon sağlama olanaklarından, sektöründe tanınmış, itibarlı, kredibilitesi yüksek ve büyük şirketler yararlanabilmektedir.
- Kısa vadeli olan bu bonoların alıcıları sınırlı ve piyasası dardır.
- Bonoları çıkaran şirket, süresi geldiğinde ödeme yapmak zorundadır. Bankalardan alınan krediler gibi süresi ve belirlenen koşullarda değişiklik yapmak olanaksızdır.

Finansman bonusu ihraç eden işletmelerde birtakım niteliklerin bulunması gerekmektedir. Bunlar;

- Hukuki yapı olarak anonim ortaklık yapısına sahip olan firmalar tarafından çıkarılır. Ancak bankalar anonim ortaklık statüsünde bulunmalarına rağmen finansman bonusu çıkaramazlar.
- Ortaklık esas sözleşmesinde finansman bonusu çıkarma konusunda yetki veren hükümlerin var olması gerekmektedir.
- SPK tarafından belirlenen asgari öz sermaye miktarını bulundurması gerekmektedir.
- SPK kaydına alınması gerekmektedir.

Finansman bonusu türleri, bonolara verilen teminat bakımından ülkemizde beş tür olarak belirlenmiştir. Bu türleri;”

- A tipi: Garanti kaydı gerektirmeyen finansman bonoları,
- B tipi: Banka kredileriyle desteklenmiş, destek kredili finansman bonoları,
- C tipi: Banka garantisi taşıyan finansman bonoları,
- E tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları,
- F tipi: Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil sıfatı ile ödeme vaadini taşıyan finansman bonolarıdır” (Akgüç,2002,s549).

Faktöring: Dünyada yaygın bir biçimde kullanılmaya 1970’li yıllarda başlayan faktöring, ülkemize kavram olarak 1980’li yıllarda gelmiştir. Kelime manası bakımından faktöring, verilen üçüncü kuruluşlara satılan, alacaklarını nakde dönüşümünü sağlayan kısa vadeli finansman şeklinde tanımlanır (Fithch, 2000).

Faktöring, üretim yapan veya ticaretle ilgilenen işletmelerin mal ve hizmet satışları sonucu oluşmuş veya oluşacak kısa vadeli alacaklarının faktör diye adlandırılan finansal kurum ve kuruluşlar tarafından satın alınarak; alacaklarının vadesinde tahsil görevinin üstlenilmesi, vadesinden önce bedelin belirli bir oranının peşin ödenmesi, alacaklarının tahsil edilememe riskinin üstlenilmesi ve alacak kaydının gerçekleştirilmesi gibi işlemler olarak tanımlanmaktadır (Özdemir, 1997).

Faktöring işletmesinin üç temel fonksiyonu vardır. Bunlar:

- Teminat fonksiyonu,
- Hizmet fonksiyonu,
- Finansman sağlama fonksiyonudur.

Satışlılardan doğan alacakların güvence altına alınması, vadesi geldiğinde ödemenin gerçekleşmemesi durumunda, faktöring şirketinin tüm kaybı üstlenerek alacaklı olan firmanın karşılaşacağı riski ortadan kaldırır.

Kredili mal veya hizmet alan firma hakkında bilgi toplanması, muhasebe defterinin tutulması, tahsilatın üstlenilmesi, gerek duyulduğunda yasal takip yollarına başvurulması, danışmanlık hizmetleri gibi hizmetlerde faktöring şirketlerinin hizmet fonksiyonunu oluşturmaktadır.

Faktöring şirketleri genellikle fatura tutarının %80’ini peşin olarak ön ödeme yapmakta, satış tutarından geriye kalan %20’lik kısmını emniyet olarak tutmakta, vadesi geldiğinde ise tahsil edilen bu kısımdan çeşitli giderler düşüldükten sonra alacaklı firmaya tahsil edilmektedir. Ön ödeme ile sağlanan finansman imkanıyla

firmanın alacakları nakde dönüşmüş olmaktadır. Böylece firmanın gereksinim duyduğu fon, yabancı kaynak yerine kendi dönen varlıklar kısmında yer alan alacaklarından teminini sağlamış olacaktır (Erdoğan, 1993).

Faktöring işleminin başlıca yararları şunlardır:

- Kredili satış yapan işletmelerde, kayıt tutma, izleme, tahsilat gibi bürokratik işlerden kurtardığından, onların asıl faaliyetlerini yerine getirme üzerinde yoğunlaşmalarını sağlamaktadır.
- Esnek finansman kaynağı olan faktöring, firmanın faaliyet hacminin artmasıyla, firmaya kendiliğinden oluşan finansman kaynağı olmaktadır.
- Alacakları için vadesini beklemek yerine, bu yöntemle sağlanan fon ile hammadde malzeme alımı ve üretimde kullanma imkanı vermektedir.
- Faktöring kuruluşları, müşterinin kredi değerliliğinin saptanmasında firmaya katkıda bulunur.
- Siparişlerin uygun olmaması (malın bozuk, hatalı) gibi durumlar dışında, alacaklarının ödenmeme riskini faktöring firmaları üstlenmiş olur.
- Bu yöntemle işletmeler nakit akış planlarını gerçeğe daha yakın olarak hazırlayabilirler.

Faktöring işleminin başlıca sakıncaları ise şunlardır:

- Faktöring kurumunun oluşabilecek riskleri üstlendiği için diğer senet iskontosu ve senet karşılığı avans gibi fon sağlama yöntemlerinden daha maliyetli duruma gelmektedir.
- Bu yöntemle alacak haklarını devredilmesi, bazı işletmeler tarafından tehlike göstergesi olarak yorumlanıp kredili mal satışı durdurmalarına neden olabilir.
- Faktöring işlemiyle alacaklarının satışı bazı sektörlerde uygulama imkanı olmayabilir(Akgüç, 2002).

Diğer kısa vadeli borçlar: Bazı firmaların kaynak yapısında önemli yer tutabilen diğer kısa vadeli finansman kaynaklarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- a) Ödenecek giderler,
- b) Ödenecek vergi, resim harç ve sigorta primler,
- c) Müşteriden alınan avanslar,
- d) Alınan depozito ve teminatlar,

- e) Geri satın alma anlaşmaları (repo)
- f) Teşvik fonlarından devlete verilen işletme kredileri,
- g) Ana kurum veya bağlı kuruluşlardan kısa süreli borçlar,
- h) Özel finans kurumlarından sağlanan borçlar (Akgüç, 2002).

1.2.2. Uzun vadeli yabancı kaynaklar

Uzun vadeli yabancı kaynaklar, vadesi bir yıldan fazla olan ve genelde işletmelerin duran varlıklarını finanse etmek ve uzun dönem yatırımlar için kullanılan borçlardır (Pamukçu, 1999).

Bilançonun pasif kısmında yer alan uzun vadeli yabancı kaynakları;

- Bankadan temin edilen uzun vadeli krediler,
- Firmaların tahvil ihracıyla sağladığı uzun vadeli krediler,
- Özel finans kurumlarından ipotek karşılığı sağlanan krediler,
- Diğer uzun vadeli krediler şeklinde sıralayabiliriz (Akgüç, 2002).

Bankadan temin edilen uzun vadeli krediler: Firmalar uzun vadeli banka kredilerini, ticaret bankaları, kalkınma ve yatırım bankalarından temin ederler. Uzun vadeli borcun en belirgin özelliği, borcun belli bir periyod içerisinde bir yıldan aşkın sürede ödemesi ve özel şartlarının yanında formal sözleşmeye dayandırılmasıdır. Uzun vadeli borçlar, kısa vadeli borçlara oranla maliyetleri daha yüksek olmaktadır. Uzun vadeli krediler genel olarak, firmaların duran varlıklarını finanse etmek, sermayesini artırmak, borçlarını ödemek amacıyla alınır (Doğan, 1998).

Bankalar, kredibilitesi yüksek ve belirlenen şartları yerine getiren firmalara kaynak kullanım noktasında kolaylık sağlarlar. Sektöründe yer edinmiş firmaların yeni kurulan firmalara göre banka kredisi temini daha kolay olmaktadır. Bunun nedeni yeni kurulan firmaların bankacılık sistemi açısından güvenilir bulunmamasıdır (Aksoy ve Yalçın, 2008).

Firmaların tahvil ihracıyla sağladığı uzun vadeli krediler: Firmanın ortakları, fon sağlamak amacıyla yeni ortaklar edinmek yerine, borçlanarak fon sağlamaya çalışırlar. Firmanın tahvil ihracı, borçlanma alternatiflerinden biridir. Tahvil anonim şirketlerle kamu kuruluşlarının ihraç edebileceği uzun vadeli borç senedir. Ülkemizde de 1970’den itibaren büyük şirketler tarafından ihracına başlamıştır, giderek önem kazanmıştır (Ercan ve Ban, 2005).

Tahvil uzun vadeli menkul kıymettir. Tahvilin vadesi bitene kadar dönemlik faizle birlikte, vadenin bitişiyle anapara ödemesi gerektirmektedir. Bu faiz ödemelerine kupon adı verilmektedir (Brealey, Myers ve Marcus, 2007).

Türk Ticaret Kanunu'na göre tahvil “ Anonim şirketlerin borç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve itibari aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri” şeklinde tanımlanmıştır (Akgüç, 2002).

Firmaların enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde fon sağlamak amacıyla tahvil ihraç etmesi, bu dönemde paranın satın alma gücünün azalacağından firmanın bu işlemde karlı çıkmasını sağlayacaktır. Sermaye Piyasası Kurulu, tahvilin vadesinin 2 yıldan fazla olması şeklinde düzenleme yapmıştır. Tahvilin vade başlangıç süresi, satış için verilen sürenin son günü olarak belirlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasa Kuruluna göre ihraç edilecek olan tahvilin limitlerini artırma izni Bakanlar Kuruluna verilmiştir. (Ceylan, 2001).

Tahvil ihracı, halka açık veya özel ihraç şeklinde yapılmaktadır. Halka açık ihraçta, tahvil için gereken tutarı ödeyen herkes satın alabilir. Bu satın alınan tahvil menkul kıymet piyasasında alınıp satılabilir. Özel ihraçla tahvili bankalar ve sigorta şirketleri veya yatırım kurumları alabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz,2010).

TTK'ye (T.T.K mad. 425-427) göre anonim şirketler tarafından ihraç edilen tahvillerin belirli bilgileri içermesi gerekmektedir. Bunlar,”

1. İşletme unvanı, merkezi, süresi ve ticaret sicil numarası,
2. Sermaye tutarı,
3. Ana sözleşme tarihi; ana sözleşmede değişiklikler yapılmışsa, bunların tarihleri ile tescil ve ilan edildikleri tarihler,
4. Şirketin onaylanmış bilanço'ya göre durumu,
5. Şirketin daha önce çıkardığı veya çıkarılacak tahvillerin nominal değeri, itfa şekli, faiz oranı, vadesi, nama veya hamiline yazılı olduğu,
6. Tahvil çıkarılmasına dair genel kurul kararının tescil ve ilan tarihi,
7. Şirketi temsile yetkili en az iki imza,
8. Şirketin ihraç ettiği tahvilden dolayı, menkul ve gayrimenkullerinin rehin edilmiş veya teminat gösterilmiş olup olmadığı.

Bu bilgiler izah name şeklinde hazırlandıktan sonra Ticaret Mahkemesi tarafından tasdik edilip Ticaret Sicili 'ne tescil ettirip tahvil metnine yazılır (Ceylan, Korkmaz, 2010).

Değişik ölçütler ve özelliklere göre tahviller çeşitlere ayrılmaktadır. Tahvil türleri (Ceylan ve Korkmaz, 2010);

- Güvenceli Tahviller,
- Güvencesiz Tahviller,
- Kara İştirakli Tahviller,
- Ödenim Fonlu Tahviller,
- Primli ve İskontolu Tahviller,
- İkramiyeli Tahviller,
- Endeksli Tahviller,
- Faizi Tahvil Olarak Ödenebilen Tahviller,
- Riskli Tahviller,
- Sıfır Faiz Kuponlu Faizler,
- Belediye Tahvilleri ve Sigortası,
- Ebedi Tahvildir.

Özel finans kurumlarından ipotek karşılığı sağlanan krediler: Sigortacılık sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerde, özellikle hayat sigorta şirketlerinin bireysel birikimleri toplamaktadır. Bu durum bu tip şirketleri başvurulacak birer kaynak haline getirmektedir. Sigorta şirketleri topladıkları fonları değerlendirmek amacıyla ipotek karşılığı uzun vadeli kredi vermektedir. Ancak bu sigortacılık sistemi ülkemizde çok gelişmediği için, sigorta şirketlerinden uzun vadeli fon sağlanması kısıtlı hale gelmiştir (Akgüç, 2002).

Diğer uzun vadeli krediler: Yukarıdaki kaynak türlerinin dışında kalan, taşınmaz rehiniyle güvence altında alınmış senet çıkarma, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı, kar ve zarar ortaklık belgeleri çıkarımı, uzatılmış veya taksitlendirilmiş vergi borçları veya SGK ödemeleri gibi kalemlerde uzun vadeli yabancı kaynaklar içinde yer almaktadır (Okka, 2009a).

1.3. Öz Kaynak ile Yabancı Kaynağı Ayıran Özellikler

Firmanın finansmanı borç veya öz sermaye ile karşılanmaktadır. Kredi ve ödünç olan borç ile firmanın veya ortaklarından sağlanan öz sermaye arasında farklılık ve ayırıcı nitelikler vardır. Bunları 4 başlık altında toplayabiliriz (Akgüç, 2002).

- i. Süre,
- ii. Firma geliri üzerindeki talep hakkı,
- iii. Firmanın varlıkları üzerindeki talep hakkı,
- iv. Yönetime katılma hakkı, denetim hakkı,

Süre: Yabancı kaynaklar vadesi geldiğinde ödenmek ve yükümlülükleri yerine getirilmek zorundadır. Öz sermaye ise bir kaynak sürekli niteliği taşımakta, işletme sahip veya ortakları haklarını üçüncü bir kişiyle devretmediği sürece veya firmanın tasfiye durumu dışında sürekli kaynak niteliğini devam ettirir (Akgüç, 2002).

Firma geliri üzerindeki talep hakkı: Borç verenler, firma geliri üzerinde, firma sahip veya ortaklarına göre öncelikli haklara sahiptir. Firmalar, aldıkları kredi ve borçlarını sahiplerine ödeyip yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra firmanın pay alma hakkına öncelik tanınmış, imtiyazlı pay sahiplerine ödeme yaparlar. Sonrasında kalan kar dağıtılabilir. İşletmeler faaliyetleri sonucunda kar elde etsin veya etmesin, aldıkları borçlara karşılık faiz ödemek zorundadırlar. Başka bir ifadeyle firmanın yabancı kaynak kullanarak fon sağlaması, firmaya sabit veya değişken oranda bir faiz yükü getirmektedir. Firmaya borç verenler, vadeleri geldiğinde firma tarafında bir ödeme yapılmazsa, yasal yollara başvurabilirler. Firma ortaklarının ise kar payı dağıtılmadığı için böyle bir hakkı bulunmamaktadır (Akgüç, 2002).

Firmanın varlıkları üzerindeki talep hakkı: Firma varlıkları üzerindeki talep hakkı, genelde firmanın tasfiyesi durumunda geçerlidir. Tasfiye durumunda, öncelikle borç verenlerin borçları ödenmektedir. Ödeme yapıldıktan sonra kalan miktar, firma üzerinde hak sahibi olanlar arasında paylaştırılır. Kredi alırken varlıklarının bir kısmını güvence olarak gösteren işletme, yükümlülüğünü yerine getirmek için vermiş olduğu teminat paraya çevrilerek ödeme yapılır. İşletme ortaklarının işletme için yaptıkları yatırımın bir güvencesi, teminatı yoktur (Akgüç, 2002).

Yönetime katılma hakkı, denetim hakkı: Firma yönetimi öz sermayeyi tedarik eden sahip veya ortaklara aittir. Kredi ve borç verenlerin firma yönetimine doğrudan

müdahale hakkı bulunmamaktadır. Borç sözleşmesinde özel olarak konan maddelerle, borç verenler yönetimin bazı kısımlarına karışabilir ve bazı sınırlamalarda bulunabilirler. Bunun dışında yönetme hakkı sadece firma hissedarlarının ve ortaklarındandır (Akgüç, 2002).



BÖLÜM II

SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE LİTERATÜR TARAMASI

2.1.Sermaye Yapısı Teorileri

Sermaye yapısı teorileri, klasik sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Klasik sermaye yapısı teorileri, net gelir yaklaşımı, net faaliyet gelir yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani- Miller Yaklaşımı'dır. Modern sermaye yapısı teorilerinin başlıca ikisi Dengeleme Teorisi (*Trade-off Theory*) ve Finansal Hiyerarşi Teorisi (*Pecking Order Theory*) başlıkları altında ele alınabilir.

2.1.1. Klasik sermaye teorileri

Sermaye yapısı, firmaların borçlarının ve öz kaynaklarının oluşturduğu yapıdır. Sermaye yapısı teorilerinin amacı, sermaye yapısını oluşturan borç ve öz sermaye oranlarının optimal olarak seçimini sağlayarak, firmanın piyasa değerini maksimize etmektir. Optimal sermaye yapısı olarak da bilinen bu iki kaynak türünün birleşimi, sermaye maliyetinin minimum olmasını sağlamaktadır. Sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısıyla birebir ilişkili olup, optimal sermaye yapısını bulmayı ve sermaye maliyetini en aza indirmeyi hedeflemektedir (Özdemir,1997).

Klasik sermaye teorileri belirli temel varsayımlara dayanmaktadır. Bu temel varsayımlar(Özdemir, 1997):

- Hesaplamalara vergi dahil edilmez,
- Oluşan işlemlerin bir maliyeti yoktur,
- İşletmede faaliyetler sonucu oluşan karın tamamı pay sahiplerine dağıtılmaktadır,
- İşletmede oluşan faaliyet riski değişmemektedir.

Net gelir yaklaşımı: Net gelir yaklaşımı teorisi, firmaların sermaye yapılarının, firma değerini etkileyeceğini ileri sürmektedir. Firmaların oluşturdukları sermaye yapısındaki borcun payı diğer sermaye yapısı unsurlarına göre arttıkça, ağırlıklı

ortalama sermaye maliyetinin azalacağını ileri sürer. Borç, öz sermayeye göre yatırımcılar açısından daha az riskli olduğundan maliyeti daha azdır ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azalmasını sağlamaktadır. Bu teoriye göre firma değerini artırmak için borçlanmayı maksimuma çıkarmak gerekmektedir (Özdemir,1997).

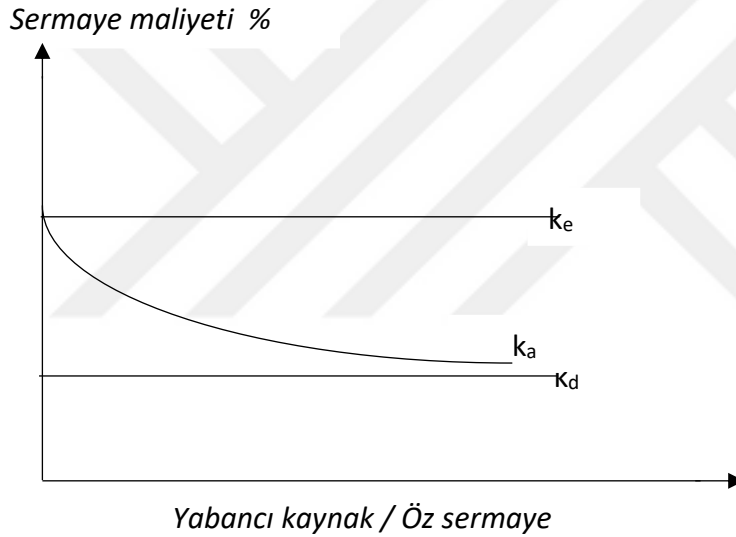
Net gelir yaklaşımı teorisine göre, sermaye yapısının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine etkisi aşağıdaki şekilde gösterilmiştir (Akgüç, 2002):

(k_a): Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

(k_e): Öz sermaye maliyeti;

(k_d): Borç maliyeti;

Şekil 0.1 Net Gelir Yaklaşımı



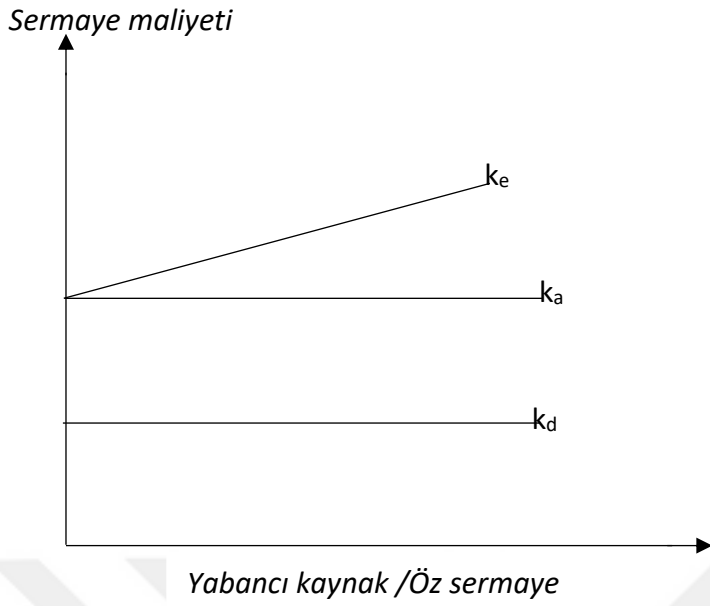
Kaynak: (Akgüç, 2002)

Şekil 1.1 de görüldüğü gibi borçlanma oranındaki artış ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltmış, öz sermaye ve borçlanma maliyetinde bir değişikliğe neden olmamıştır.

Net faaliyet geliri yaklaşımı: Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, sermaye yapısı firmanın değerini ve ortalama sermaye maliyetini etkilemez. Bu yaklaşıma göre firma için optimal sermaye yapısı mevcut değildir. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre işletme değerini faaliyet gelirleri ve işletme riski etkilemektedir (Akgüç, 2002).

Bu yaklaşıma 'borç/öz kaynak' oranı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Şekil 0.2 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

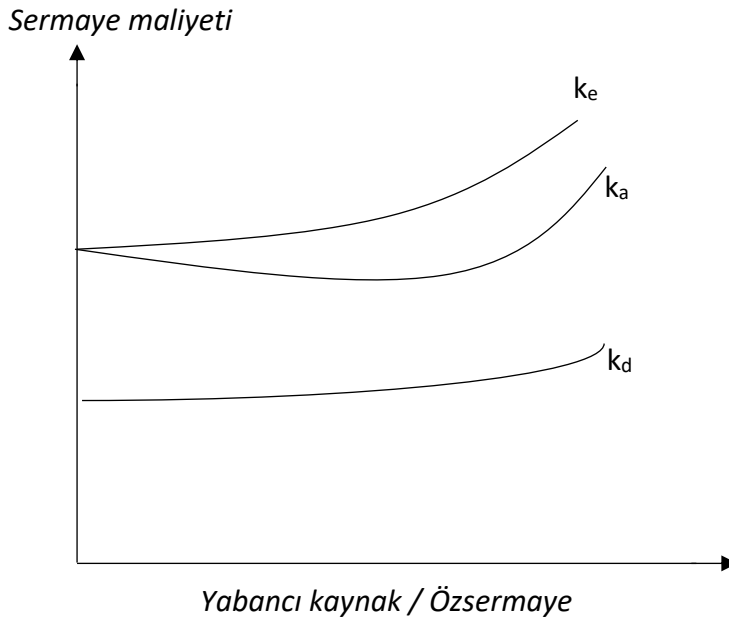


Kaynak: (Akgüç, 2002)

Geleneksel yaklaşım: Geleneksel yaklaşıma göre sermaye yapısı bileşenlerinden borcun artması bir noktaya kadar firma değerini artırmakta, devamında ise azaltıcı etki oluşturmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu noktada, firma sermaye düzeyi optimum noktasında olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005).

Bu yaklaşıma göre borçlanma nedeniyle oluşan finansal riskten dolayı öz kaynak maliyeti artmaktadır. Başlangıçta firmadaki borçluluk oranının artmasıyla öz kaynak maliyeti yavaş biçimde artarken, firmanın borçluluk oranı aşırı borçluluk oranını geçtiğinde ise öz kaynak maliyetinde aşırı bir artış meydana gelir (Akgüç, 2002).

Şekil 0.3 Geleneksel Yaklaşım



Kaynak: (Akgüç, 2002)

Modigliani – Miller Yaklaşımı: Net faaliyet yaklaşımında olduğu gibi sermaye yapısının sermaye maliyetine etkide bulunmadığı, sermayenin nasıl finanse edileceğinin önemsiz olduğunu savunmaktadır. Bu teorinin belirli varsayımlar altında geçerli olacağı belirtilmiştir. Bu varsayımlar:

- Sermaye piyasasında tam rekabet vardır,
- Vergi yükümlülüğü yoktur,
- İflas maliyeti yoktur,
- Yatırımcılar ve firmalar aynı oranda borçlanabilmektedirler (Özdemir, 1997).

Bu varsayımlar altında Modigliani ve Miller şu üç sonuca ulaşmışlardır: Firmanın sermaye maliyeti sermaye yapısından bağımsızdır, firmanın borçlanma yoluyla sermaye artırımına gitmesi finansal riski artıracığından öz sermaye maliyetini artırır, yatırımlar için minimum karlılık oranı finansmandan bağımsızdır (Özdemir,1997).

2.1.2. Modern Sermaye Teorileri

Modern sermaye teorileri, klasik sermaye teorilerindeki kısıtlı ve sabit varsayımları genişleterek gerçekliğe yaklaşmaktadır. Modern sermaye teorilerini Dengeleme Teorileri ve Finansal Hiyerarşi Teorileri başlıkları halinde inceleyeceğiz.

Dengeleme teorisi (Trade-Off): Dengeleme teorisine göre, firmaların sermaye yapılarına ilişkin kararları, borçlanmanın maliyeti ve getirisi arasındaki denge noktası göz önünde bulundurularak alınmalıdır. İşletme borçlanma sonucu ortaya çıkan faiz giderlerinin ödenmesi sonucu oluşan vergi tasarrufu, finansal borçlanmanın yöneticileri disipline sokması, serbest nakit akışı sorununun azalması gibi avantajlara sahipken, yüksek borçlanma nedeniyle ortaya çıkacak finansal problemler, işletme sahipleri ve işletmeye kredi sağlayanlar arasında oluşacak temsil maliyeti gibi dezavantajlara sahiptir (Frank ve Goyal, 2009).

Dengeleme kuramına göre optimum borç oranları işletmeler arasında farklılık göstermektedir. Mali yapısı güçlü, maddi duran varlıkları ve karı tasarruf etmeye yeterli olan firmaların borçlanma miktarları yüksek olmalıdır. Diğer yandan mali

yapısı yeterince güçlü olmayan firmaların finansmanı daha çok öz sermayeyle yapılmalıdır(Brealey, Myers ve Marcus, 2007).

Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory): Firma yönetimi ve piyasa arasında bilgi asimetrisinin olması nedeniyle, firmalar ihtiyaç duydukları fonlar için sermaye yapısı bileşenleri arasından seçim yaparlar. Firmalar öncelikle içsel fonlardan yararlanır. İçsel fonların yetersiz kaldığı durumlarda an az riskli olan dış kaynak seçilir. Son tercih ise firmanın hisse senedi çıkarmasıdır. Teoriye göre bu hiyerarşinin nedeni, borç almada sınırlamalar, dışa bağımlılığı minimuma indirme ve piyasaya olumsuz sinyal göndermeme isteğidir Bu teoriye göre hedef sermaye yapısı yoktur (Frank ve Goyal, 2009).

2.2. Literatür Taraması

İşletmelerin sermaye yapılarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerin tespiti için yapılmış birçok araştırma ve çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar, firmaların sermaye yapısı belirlemedeki kararlarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi, sermaye yapısı ile finansal performans arasındaki ilişki ve sermaye yapısı kuramlarını firmaların sermaye yapılarını açıklayabilme yeteneklerini ortaya koyması üzerine yoğunlaşmıştır. Bu bölümde sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar; Türkiye’de yapılmış çalışmalar ve dünyada yapılmış çalışmalar olmak üzere iki başlık altında incelenecektir.

2.2.1. Dünya’da Sermaye Yapılarını Etkileyen Faktörleri İnceleyen Başlıca Çalışmalar

Sermaye yapısı ile ilgili dünyada yapılan çalışmaları şu şekilde sıralamak mümkündür. Modigliani ve Miller’in (1958) yapmış oldukları çalışma, sermaye yapısı ile ilgili çalışmaların temelini oluşturmaktadır. Modigliani ve Miller’in 84 elektrik ve petrol firmasının finansal verilerini kullanarak 1958 yılında yapmış olduğu çalışma sonucunda, firmanın ortalama sermaye maliyeti ile piyasa değerinin, sermaye yapısından bağımsız olduğu tespit edilmiştir.

Bu çalışmadan beş yıl sonra Modigliani ve Miller’in (1963) yapmış oldukları çalışmada, faaliyet gösteren 63 elektrik firmasının 3 yıllık verileri kullanılarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyen sermaye yapısı, firma büyüklüğü ve

büyüme oranı hesaba katılarak regresyon analizi uygulanmıştır. Vergi unsuru göz önüne alınarak yapılan çalışmada, firmaların borçlanması sonucu oluşan vergi kalkanını kullanarak, firmanın piyasa değeri artacağı söylenmiştir. Vergi kalkanı nedeniyle şirketler borçlanmayı tercih ederek optimal sermaye yapısına ulaşmayı hedefleyeceklerdir.

Toy, Stonehill, Remmers, Weight ve Beekhuizen (1974), sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerinde yatay-kesit regresyon analizi uygulamıştır. Fransa, Hollanda, Norveç ve ABD ülkelerindeki elektronik, kâğıt, kimya ve gıda sektöründeki 816 işletmenin 1966-1972 yılları arasındaki finansal verileri kullanılarak yapılan çalışmada bağımlı değişken olarak, toplam borcun defter değerinin toplam varlıkların defter değerine oranı alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise karlılık, büyüme ve gelirdeki değişimdir. Japonya, Norveç ve ABD için karlılığın borç oranı üzerinde negatif bir etkisi olup, büyüme ve gelirdeki değişimin borç üzerinde pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Hollanda için karlılık değişkeni önemli olup, borç oranına negatif etki uyguladığı görülmüştür. Analiz sonucunda Fransa için anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır.

Taub (1975), firmanın sermaye yapısını etkileyen faktörlerin tespiti için ABD şirketlerine ait 1951 yılından başlayarak 20 yıllık veri ile ampirik bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada bağımlı değişken olarak borç/öz sermaye oranı alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise firmanın beklenen getirisi ile faiz oranı arasındaki fark, firma kazanç belirsizliği, firma büyüklüğü, vergi oranı ve firma yaşıdır. Analiz sonucunda firma kazanç belirsizliği, vergi oranındaki artış ve firma yaşının borç/öz sermaye oranı üzerine negatif etkisi olup, firma büyüklüğünün pozitif etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Ferri ve Jones (1979), yaptıkları çalışmada ABD’de imalat sektöründeki 233 firmanın 1969-1976 yılları arasındaki finansal veriyi kullanarak Howard Harris algoritması yöntemini kullanmıştır. Bağımlı değişken olarak toplam borç/ toplam aktif oranı alınmıştır. Bağımsız değişkenler: firma büyüklüğü, işletme riski değişkeni, sektör ve faaliyet kaldırıcısıdır. Yapılan çalışma sonucunda, sermaye yapısının sektörlere göre farklılık göstermesinin yanı sıra, finansal kaldırıcının firma büyüklüğü ile pozitif, faaliyet kaldırıcısı ile negatif bir ilişkisi olduğu saptanmıştır. İşletme riski değişkeni oranının etkilenmediği ortaya konmuştur.

Castanias (1983), çalışmasında ABD’de faaliyet gösteren 36 firmanın 1940-1970 ve 1972-1977 yılları arasındaki finansal verileri kullanarak sermaye yapısının tespitinde ilintisizlik teorisi ile iflas maliyetini analiz etmiştir. Wallis analizi, Pearson ve Kandall korelasyon testi kullanılarak yapılan çalışmada, iflas maliyet teorisini destekleyen bulgulara rastlanmış olup, sermaye yapısı ilintisizlik teorisi hakkında destekleyici bir sonuca ulaşamamıştır.

Bradley, Jarrel ve Kim (1984), tarafından yapılan çalışmada ABD’de faaliyet gösteren 25 farklı sektördeki 851 firmanın 1962-1981 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Optimum sermaye yapısının incelendiği bu çalışmada varyans ve regresyon analizleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak uzun vadeli borcun, uzun vadeli borçla öz sermaye toplamına oranı alınmıştır. Bağımsız değişkenler olarak sektör kukla değişkeni ile borç dışı vergi tasarrufu kullanılmıştır. Sektör ve borç dışı vergi tasarrufu ile kaldıraç arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olup, işletme riski ve AR-GE harcamaları arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuştur.

Titman ve Wessels (1988), çalışmasında optimal sermaye yapısı teorilerinden bir kısmının geçerliliğini ve açıklama gücünü test etmek amacıyla ABD’de imalat sektöründe faaliyet gösteren 469 firmanın 1974-1982 yılları arasındaki verilerini kullanmıştır. Çalışmasında bağımlı değişken olarak uzun vadeli borcun öz sermayenin pazar değerine oranı, kısa vadeli borcun öz sermaye pazar değerine oranı, dönüştürülebilir borcun öz sermayenin pazar değerine oranı, uzun vadeli borcun öz sermayenin defter değerine oranı, kısa vadeli borcun öz sermaye defter değerine oranı, dönüştürülebilir borcun öz sermayenin defter değerine oranını kullanmıştır. Bağımsız değişken olarak varlık yapısı, borç dışı vergi tasarrufu, büyüme, büyüklük, tek tip ürün, sektör, gelir değişimi ve karlılık seçilmiştir. Analiz sonucunda kısa ve uzun vadeli borç oranlarının tahmin katsayı teorisi ile uyumlu olup istatistiksel olarak anlamlı olması saptanmıştır.

Allen (1991), sermaye yapısını etkileyen faktörlerin tespiti için yapmış olduğu çalışmada, Avustralya’da faaliyet gösteren 48 işletmenin yöneticileriyle yaptığı görüşmeler sonucu elde ettiği bilgilere dayanarak yaptığı değerlendirmede firmaların borçluluk düzeyleri ile karlılık oranları arasında negatif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Bu sonuç ise firmaların sermaye yapısı teorilerinden, finansal hiyerarşi teorisinin geçerliliğini ortaya koymuştur.

Hatfield, Cheng ve Davidson (1994), tarafından yapılan çalışmada firmaların borçlanma haberlerinin hisse senedi getirilerine etkisi araştırılmıştır. ABD borsasında işlem gören kaldıraç oranı endüstri ortalamasının altında kalan 77 işletme ve ortalama üzerinde olan 106 işletmenin 1982-1986 yılları arasındaki verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada; kaldıraç oranının sektör ortalamasının altında ve üzerinde olmasının bir pozitif veya negatif etki oluşturmadığı gözlemlenmiş olup borç oranının firma değeri arasındaki bu ilişki, Modigliani ve Miller'in 1958 yılındaki çalışmasında ortaya koyum olduğu ilintisizlik teorisiyle benzerlik göstermektedir.

Plesko (2000), çalışmasında ABD firmalarından 1111 tanesinin 1979-1998 yılları arasındaki verilerini kullanmıştır. Finansal kaldıraç olarak kısa vadeli borcun kullanıldığı çalışmada, vergi tasarruflarının finansman kararlarını etkileyen faktörlerden biri olduğu tespit edilmiştir.

Bevan ve Danbolt (2001) tarafından İngiltere'de faaliyet gösteren 1054 işletmenin 1991-1997 yılları arasındaki verileri kullanılarak yapılan çalışmada, sermaye yapısını etkileyen faktörler belirlenmeye çalışılmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada küçük ölçekli işletmelerin daha fazla uzun ve kısa vadeli yabancı borç kullandıkları görülmüştür. Maddi duran varlıkların kısa vadeli yabancı borçları pozitif olarak etkilediği gözlemlenmiştir. Karlılıkla uzun vadeli borç arasında negatif ilişki olup, büyüme fırsatı ile borç düzeyi arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Chen ve Jiang (2001) tarafından sermaye yapısını etkileyen faktörlerin tespiti için yapılan çalışmada, Hollanda'da faaliyet gösteren 118 firmanın 1993-1995, 1994-1996 ve 1995-1997 yılları arasındaki verileri kullanılarak 3 ayrı dönem olarak incelenmiştir. Bağımlı değişken olarak sermaye yapısı oranları alınırken, bağımsız değişkenler ise duran varlıklar, borç dışı vergi tasarrufu, yatırım fırsatları, büyüklük, iflas olasılığı, karlılık ve tek tip ürün seçilmiştir. Çalışma sonucunda Maddi duran varlıklar ile uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında pozitif etki bulunurken, kısa vadeli yabancı kaynaklar arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca firma karlılığı ve büyüme faktörleri ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişki gözlemlenmiştir.

De Miguel ve Pindado (2001), tarafından sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin tespiti için yapılan çalışmada, İspanya borsasında işlem gören finans sektörü dışındaki 133 firmanın 1990-1997 yılları arasındaki verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analiz için bağımlı değişken olarak, uzun vadeli borcun Pazar

değerinin devamlı sermayenin pazara değerine oranı alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise borç dışı vergi kalkanı, finansal sıkıntı maliyeti, yatırım ve nakit akışıdır. Araştırma sonucunda yapılan yatırımların finansal kaldıracı pozitif etkilediği; finansal sıkıntı maliyetleri, borç dışı vergi kalkanı ile nakit akışını negatif olarak etkilediği görülmüştür.

Hatzinikolaou, Katsimbris ve Noulas (2002), Dow Jones sektör endeksinde bulunan 30 firmanın 1978-1997 yılları arasındaki verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, enflasyon belirsizliğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bağımlı değişken olarak borcun öz sermayeye oranı alınırken bağımsız değişkenler olarak duran varlıkların toplam varlıklara oranı, beklenen faiz oranı ve enflasyon belirsizliği seçilmiştir. Çalışma sonucunda, bağımsız değişkenler ile finansal kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Mira ve Gracia (2003) tarafından yapılan çalışmada İspanyada işlem gören küçük ve orta ölçekli 6482 firmanın, 1994-1998 yılları arasındaki finansal veriler kullanılarak, finansal politikalar belirlenmeye çalışılmıştır. Dinamik panel veri analizi ve genelleştirilmiş moment metodu kullanılarak yapılan analizlerde, çalışma kapsamındaki firmaların dengeleme teorisine uydukları gözlemlenmiştir.

Chen ve Hammes (2004), yaptıkları çalışmada firmanın finansal kaldıracını etkileyen unsurların tespiti için Kanada, Danimarka, Almanya, İtalya, İsveç, İngiltere ve ABD ülkelerindeki borsaya kota edilmiş, finans sektörü dışındaki firmaların 1990-1996 yılları arasındaki verileri panel veri metodu kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda işletmenin sabit varlıkları, büyüklük ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunurken, karlılık ve firmanın piyasa değerinin defter değerine oranı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Feidakis ve Rovolis (2007) tarafından yapılan çalışmada Avrupa Birliği ülkeleri olan Almanya, Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İtalya, İsveç, Portekiz ve Yunanistan'da borsada işlem gören inşaat firmaları kullanılarak sermaye yapısını etkileyen faktörler tespit edilmeye çalışılmıştır. 66 firmanın 1996-2004 yılları arasındaki verileri ile en küçük kare metodu ve sabit etki tahmin modeli kullanılarak yapılan analiz sonucunda finansal kaldıraç ile firma büyüklüğü ve büyüme arasında pozitif ilişki gözlenirken, karlılık, varlık devir hızı, risk ve hisse senedi performansı arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Kouki (2012) çalışmasında Fransa borsasına kote alan 244 firmanın 1997- 2007 yılları arasındaki finansal verilerini kullanarak yaptığı analiz sonucunda, finansal kaldıraç ile büyüklük, varlık yapısı, büyüme, karlılık, BDVK, risk arasında negatif ilişki bulunmuştur.

2.2.2. Türkiye’de Sermaye Yapılarını Etkileyen Faktörleri İnceleyen Çalışmalar

Çalışmanın bu bölümünde ülkemizde de çokça ilgi gören, Türkiye’de faaliyet gösteren firmalar üzerinde sermaye yapısına etki eden faktörlerin analizi ile ilgili çalışmalar incelenmiştir.

Acaravcı (2004) çalışmasında gelişmekte olan ülkelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi için, İMKB’de işlem gören imalat sektöründeki 66 firmanın 1992-2002 yılları arası verileri ile panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda büyüme, bankacılık sektör gelişmişliği enflasyon ve kurumlar vergisi oranı finansal kaldıraç ile pozitif yönlü etki bulunmuştur. Sermaye yapısı ile karlılık ve varlık oranı arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Hiyerarşi Teorisi’ni desteklemektedir.

Korkmaz, Albayrak ve Karataş (2007) tarafından yapılan çalışmada İMKB’de imalat sektöründe işlem gören Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) ait 37 firmanın 1997-2004 yılları arasındaki verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörlerin firma karlılığı, firma riski, borç dışı vergi kalkanı olduğu belirlenmiştir.

Tortop (2007), çokuluslu firmalar ile ulusal firmaların sermaye yapıları arasındaki farklılıkları belirlemek için yaptığı çalışmada, İMKB’ye kote edilmiş firmaların 1992-2003 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Çoklu regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada çok uluslu firmalar ile ulusal firmaların sermaye yapıları arasında farklılıklar tespit edilmiştir. Firma büyüklüğü ile finansal kaldıraç arasında çokuluslu firmalar için pozitif ilişki varken, ulusal firmalar için bu ilişki negatif olmaktadır. İşletme riski ile finansal kaldıraç arasında negatif olan ilişki çokuluslu firmalar için geçerli olup ulusal firmalarda pozitif yöndedir. Çokuluslu ve ulusal firmalar için fon kaynağı temini için kullandıkları borçlanma araçları benzerlik göstermektedir. Her iki tip firmalar içinde kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri gözlemlenmiştir.

Yılıgör ve Yücel (2007), işletmelerin sermaye yapıları ile ilgili hangi kararların alındığı ve bu kararları etkileyen faktörler incelenmiştir. Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sektöründeki 382 firma ile anket yapılmıştır. Bu firmaların büyük bir kısmını Kobiler oluşturmaktadır. Çalışma sonucu olarak firmaların fon kaynak seçiminde öncelik iç fon kaynakları olduğu tespit edilmiştir. Bu firmaların iç fon yetersizliği durumunda genellikle kısa vadeli borçlanma araçları kullanmakta, orta ve uzun vadeli fon kaynak tercihi daha azdır. İşletmeler borçlanma oranları sektör borçlanma altında kalsa veya genel ekonomik göstergeler borçlanmanın avantajlı olduğunu gösterse de işletmeler dış borç kullanmak istememektedir. Araştırma konusu olan Mersin ve Adana'da faaliyet gösteren imalat sektöründeki firmaların sermaye yapısı oluşumları büyük ölçüde Finansal Hiyerarşi Teorisi ile benzerlik göstermektedir.

Başaran (2008), İMKB'ye kote edilmiş otomotiv ve otomotiv yan sanayi firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi yapılmıştır. 16 firmanın 1994-2006 yılları arasındaki verileri kullanılarak yapılan analizde panel veri yöntemi kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler finansal kaldıraç oranları alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise likidite oranı, nakit akış oranı, firma riski, net çalışma sermaye oranı, karlılık, borç dışı vergi kalkanı, büyüme fırsatları, varlık yapısı ve vergi oranıdır. Analizler sonucu araştırmaya konu olan firmaların sermaye yapı kararlarının en fazla karlılık ve borç dışı vergi kalkanı faktörlerinden etkilendiği görülmüştür. Elde edilen sonuçlar finansal hiyerarşi teoremini desteklemektedir.

Demirhan (2009), sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin incelendiği çalışmada İMKB'de hizmet sektöründe işlem gören 20 işletmenin 2003-2006 yılları arasındaki verileri alınarak panel veri yöntemi kullanılarak test etmiştir. Bu sektördeki sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü en önemli faktörlerin karlılık, firma büyüklüğü, likidite olduğu gözlemlenmiş olup, borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları, firma riski borçlanma maliyeti ve verginin ise sermaye yapısını etkilemediği tespit edilmiştir. Analizler sonucu hizmet sektöründeki işletmelerinin sermaye yapılarını açıklamakta Finansal Hiyerarşi Teorisi uygunluk gösterir.

Karadeniz (2008), Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin tespiti için yaptığı çalışmada İMKB'de işlem gören turizm sektörü firmaların 1990-2006 yılları arasındaki verileri kullanılarak yapılan araştırmada

dinamik panel veri analizi ve sabit etki tahmin modeli kullanılmıştır. Çalışmaya konu olan işletmelerin sermaye yapı davranışlarını finansal hiyerarşi teorisi daha iyi açıklamaktadır.

Terim ve Kayalı (2009) tarafından sermaye yapısını etkileyen faktörler ve işletmelerin sermaye yapılarına dair karar alma davranışları incelenmiştir. Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren, hisseleri borsada işlem gören 134 firmanın 2000-2007 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Açıklanan olarak kaldıraç oranları alınmış olup açıklayan faktörler olarak net duran varlıklar, firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı, karlılık ve büyüme fırsatları seçilmiştir. Regresyon analizi uygulanan çalışmada net duran varlıklar, karlılık ve büyüme fırsatları ile kaldıraç arasında güçlü ve anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Ata ve Ağ’ın firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini tespit etmek amacı ile yaptığı çalışmada İMKB’de kayıtlı metal ile metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe yer alan 42 işletmenin 2003-2007 yılları arasındaki verileri panel veri analiz metodu kullanılarak analiz edilmiştir. Bağımlı değişken olarak toplam borcun toplam varlıklara oranı ile bağımsız değişken olarak büyüklük, büyüme oranı, faiz karşılama oranı ve likidite oranı kullanılmıştır. Analiz sonucunda büyüklük haricindeki tüm faktörlerin sermaye yapısı ile negatif bir ilişki bulunmuştur. Borç oranı ile büyüklük arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır (Ata ve Ağ, 2010).

Okuyan ve Taşcı (2010) tarafından yapılan araştırmada firmaların borçlanma davranışlarının açıklanmasında sermaye yapısı teorisinden hangisinin daha başarılı olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından belirlenen Türkiye’deki en büyük 1000 sanayi işletmesinin 1993-2007 yılları arasındaki verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucu olarak borçlanma ile firmanın yarattığı brüt katma değer arasında pozitif bir ilişkinin olduğu anlaşılmıştır. Firma büyüklüğü ve karlılığının, borç kullanma seviyesini etkilediği görülmüştür. Bu bulgular sonucunda Türkiye’deki sanayi işletmelerinin sermaye yapılarını açıklamakta Finansal Hiyerarşi Kuramının daha başarılı olduğu anlaşılmıştır.

Sayılgan ve Uysal (2011), sermaye yapısını belirleyen faktörler için yapılan çalışmada, veri olarak 1996-2008 yılları arası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’ndan hazırlanan sektör bilançoları oluşturmaktadır. Panel veri analizin kullanıldığı çalışmada, kaldıraç oranı olarak toplam borçların toplam varlıklara oranı

kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak büyüklük, varlık yapısı, karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı, iflas riski seçilmiştir. Çalışma sonucunda kaldıraç ile borç dışı vergi kalkanı arasında negatif ilişki bulunmuştur. Büyüme fırsatları, varlık yapısı, karlılık ve büyüme ile sermaye yapısı arasında pozitif bir etki tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlar ışığında sermaye yapısı seçimleri Dengeleme Teorisi ile uyumludur.

Yıldırım (2011), Türkiye ve Portekiz borsasında kote edilmiş sanayi sektöründe işlem gören firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler araştırmıştır. Toplam 88 firmanın 2005-2009 dönemindeki verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Çalışmanın bağımlı değişken olarak finansal kaldıraçlar alınırken bağımsız değişkenleri karlılık, büyüklük, büyüme fırsatları, maddi duran varlıklar, borç dışı vergi kalkanı ve firma riski seçilmiştir. Analizler sonucu borçlanma oranı ile maddi duran varlıklar, borç dışı vergi kalkanı, büyüme fırsatları ve karlılık faktörleri arasında Türkiye ve Portekiz için aynı ve pozitif ilişki bulunmuştur. Büyüklük ve firma riski ile sermaye yapısı arasında iki ülke içinde anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir. Araştırmaya konu olan firmaların sermaye yapıları dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerini desteklemektedir.

Gülşen ve Ülkütaş (2012), sermaye yapısını belirlemede firmalar hangi teoriye uygun hareket ettiği araştırmıştır. İMKB sanayi endeksi içerisinde bulunan 143 işletmenin 1990 yılından başlamak üzere 15 yıllık verileri regresyon metoduyla analiz edilmiştir. Finansal kaldıraç ile firma büyüklüğü ve karlılık arasında negatif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Önceki yıllardaki kar payı ödemeleri ile kaldıraç arasında anlamlı bir sonuç bulunamamıştır. Sonuç olarak sanayi işletmelerinin sermaye yapılarını açıklamakta Finansal Hiyerarşi Teorisi diğer varsayımlara göre daha uygunluk göstermiştir.

İrk (2012), İMKB’de işlem gören firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktör araştırılmıştır. İmalat sektöründe faaliyet gösteren 123 firmanın 2000-2010 yılları arasındaki verileri panel veri analiz yöntemi uygulanmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak finansal kaldıraç seçilmiş, bağımsız değişkenler olarak da borç dışı vergi kalkanı, büyüklük, karlılık, büyüme, vergi düzeyi ve varlık yapısı oranları alınmıştır. Analizle sonucu borç dışı vergi kalkanı, büyüme ve büyüklük finansal kaldıraç pozitif yönlü etkilerken, varlık yapısı ile negatif ilişki tespit edilmiştir.

Finansal kaldıraç ile vergi değişkeni arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu sonuçlar ışığında İMKB’de işlem gören imalat firmalarının sermaye yapılarını en iyi açıklayan yaklaşım Finansal Hiyerarşi Teorisi’dir.

Sarioğlu, Kurun ve Güzeldere (2013), sermaye yapısını etkileyen faktörlerin sektörler arası farklılıklarını araştırmıştır. İMKB’de işlem gören çimento ve otomotiv sektöründen 15’er firma ile bilişim sektöründen 12 firmanın 2007-2011 yılları arası verileri panel veri analizi metoduyla analiz etmişlerdir. Bağımlı değişken olarak finansal kaldıraçlar seçilirken bağımsız değişken olarak karlılık, büyüklük, varlık yapısı, likidite, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı alınmıştır. Analiz sonucunda bilişim sektöründe büyüklük ve varlık yapısı ile sermaye yapısı arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Çimento ve bilişim sektörü için firma büyüklüğünün toplam borçların toplam aktiflere oranını pozitif olarak etkilemiştir.

Hassan (2015) BİST’te işlem gören gıda sektöründeki işletmelerin sermaye yapılarının karlılıkları üzerindeki etkileri araştırmıştır. 19 firmanın 2008-2013 yılları arasındaki verileri panel veri metodu kullanarak analiz etmiştir. Karlılık oranları olarak öz sermaye getirisi (ROE) ve varlık getirisi (ROA) alınmıştır. Sermaye yapısı olarak kısa vadeli, uzun vadeli ve toplam borcun toplam varlıklara oranları alınmıştır. Analiz sonucunda varlık getiri ile finansal kaldıraç arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Öz sermaye getirisi ile uzun ve kısa vadeli borç ile anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir. Toplam borç ile öz sermaye getirisi arasında ise pozitif ilişki bulunmuştur. Çalışmada ortaya konan sonucun Finansal Hiyerarşi Yaklaşımı ile uyum gösterdiği görülür.

BÖLÜM III

GENEL OLARAK TURİZM SEKTÖR İŞLETMELERİNİN TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

Bu bölümde turizm kavramı, turizm sektörü ile turizm sektörünün özellikleri hakkında genel bilgiler verilmiştir.

3.1.Genel Olarak Turizm Sektörü

Turizm kavramı para kazanma amacı olmaksızın, dinlenmek, eğlenmek, tanımak, görmek gibi amaçlarla yapılan ve gidilen yerde devamlı kalmamak şartıyla, ikamet ettikleri yerin dışına yaptıkları yolculuk ve konaklamadan oluşan faaliyetler bütünüdür (Ürger, 1992).

Sanayinin gelişmesi, kişi başı milli gelirin artması, refah seviyesinin yükselmesi, insanların boş vakitlerinin artması sonucunda turizm günümüzün sosyo-ekonomik bir olayı haline gelmiştir (Ongan ve diğ. 2010).

1900'lü yıllardan itibaren uluslararası turizmde ve tüm dünyada hızlı gelişmeler başlamıştır. Birinci dünya savaşı, büyük buhran ve ikinci dünya savaşları sırasında turizm hareketleri oldukça yavaşlamıştır. 1950'li yıllarda bilgi ve teknolojiye ileriye, havayolu ulaşımının gelişmesi ve havayolu yolculuk hizmetinin maliyetinin azalması büyük kitleler tarafından erişilebilir olması, seyahat etme standartlarının ve güvenliğinin artması neticesinde turizm sektöründe hızlı büyüme ve genişleme sürecini başlatmıştır (Jenkins, 1997). Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'nün açıklamasına göre hızla büyüyen turizm sektörü, istihdama katkısı, hizmet ulaştırdığı insan sayısı, oluşturduğu gelir ve katma değerle en büyük sektörler arasına girmiştir (Harrison 2004).

Krizlere ve bazı olumsuz olaylara rağmen turizm sektörü neredeyse kesintisiz büyüme göstermektedir. 1950 yılında uluslararası turist sayısı 25 milyon iken 1980 yılında 278 milyona, 1995 yılında 527 milyona 2014 yılında büyük bir artışla 1133 milyona ulaşmıştır. 2030 yılında ise uluslararası turist sayısının 1,8 milyar olacağı tahmin edilmektedir. 2013-2014 yılları itibarıyla en çok turist çeken 10 ülke aşağıdaki tabloda gösterilmektedir (UNWTO, 2015).

Tablo 3.1 En Çok Turist Çeken Ülkeler (Milyon kişi)

Ülkeler	Uluslararası Gelen Turist Sayısı (2013)	Uluslararası Gelen Turist Sayısı (2014)	2013'ün 2012'ye göre değişim oranı (%)	2014'ün 2013'ye göre değişim oranı (%)
1 Fransa	83,6	83,7	2,0	0,1
2 ABD	70,0	74,8	5,0	6,8
3 İspanya	60,7	65,0	5,6	7,1
4 Çin Halk Cumhuriyeti	55,7	55,6	-3,5	-0,1
5 İtalya	47,7	48,6	2,9	1,8
6 Türkiye	37,8	39,8	5,9	5,3
7 Almanya	31,5	33,0	3,7	4,6
8 İngiltere	31,1	32,6	6,1	5,0
9 Rusya	28,4	29,8	10,2	5,3
10 Meksika	24,2	29,1	3,2	20,5

Kaynak: www2.unwto.org/en

Yukarıdaki tabloya göre, 2014 yılı itibariyle en fazla turist çeken ülke 83,7 milyon kişiyle birinci sıradaki Fransa ve altıncı sırada ise 39,8 milyon kişi ile Türkiye yer almaktadır.

Seyahat ettikleri ülkelerde turistler genellikle barınma, beslenme, ulaşım eğlence ve alışverişe para harcamaktadırlar. Dünya çapında turizmden elde edilen gelir 1950'li yıllarda 2 milyar dolar seviyesinde iken 1980 yılında 104 milyar dolar seviyesine ve 2014 yılında 1245 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 2014 yıllar itibariyle en gelir elde eden 10 ülke aşağıdaki tabloda gösterilmektedir (UNWTO, 2015).

Tablo 3.2 En Çok Gelir Elde Eden Ülkeler (Milyar \$)

Ülkeler	Uluslararası Turizm Gelirleri (2013)	Uluslararası Turizm Gelirleri (2014)	2013'ün 2012'ye göre değişim oranı (%)	2014'ün 2013'ye göre değişim oranı (%)
1 ABD	172,9	177,2	7,0	2,5
2 İspanya	62,6	65,2	7,6	4,2
3 Çin Halk Cumhuriyeti	51,7	56,9	3,3	10,2
4 Fransa	56,7	55,4	5,6	-2,3
5 İtalya	43,9	45,5	6,6	3,7
6 İngiltere	41,0	45,3	12,1	10,3
7 Almanya	41,3	43,3	8,2	5,0
8 Tayland	41,8	38,4	23,4	-8,0
9 Avustralya	31,2	32,0	-0,5	1,8
10 Türkiye	27,9	29,5	4,1	3,7

Kaynak: www2.unwto.org/en

Hem giriş yapan turist sayısı hem de turizm faaliyetleri neticesinde gelir bakımından ilk iki sırayı İspanya ve Amerika Birleşik Devletleri almaktadır. ABD ülkesine gelen turist sayısı bakımından ikinci olsa da elde ettiği gelir bakımından birinci sıradadır. Bunun nedenleri diğer ülkelere göre turistlerin daha fazla harcama yapması, diğer ülkelere göre seyahat süresinin uzun olmasıdır. En çok turist çeken ülkeler sıralamasında altıncı olan Türkiye, turizmden elde ettiği gelir sıralamasında onuncu sırada yer almaktadır. Amerika, İspanya, Fransa gibi yaşam standartlarının yüksek olduğu ülkelere göre Türkiye'nin turist başına ettiği gelirin düşük olması normaldir.

Ülkeler gelişmişlik durumlarına göre turizm sektörüne yatırımlar gerçekleştirmektedir. 2014 yılları itibarıyla turizm sektörüne en fazla yatırım yapan ülkelerin sıralaması aşağıdaki tabloda verilmiştir (UNWTO, 2015).

Tablo 3.3. En Çok Turizm Harcaması Yapan Ülkeler (Milyar \$)

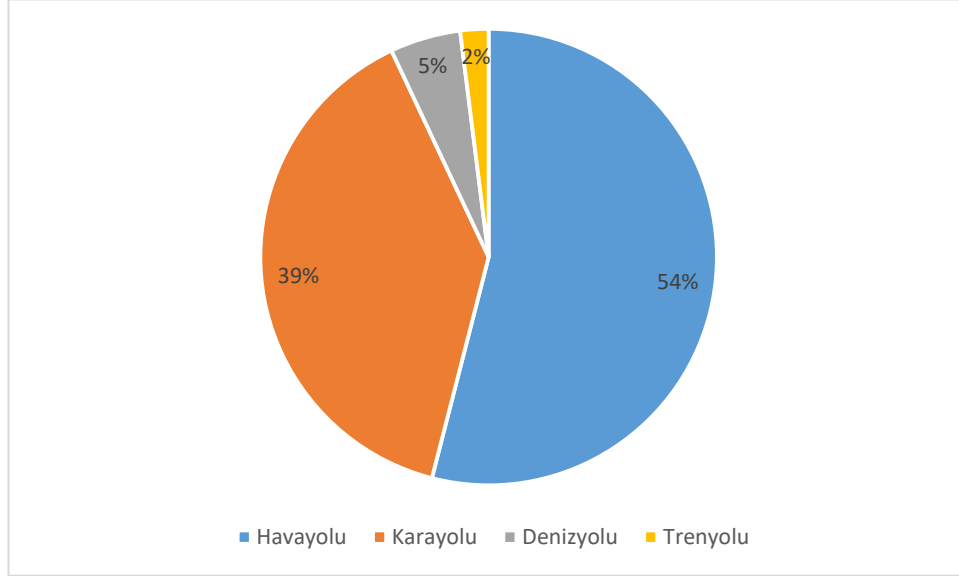
Ülkeler	Uluslararası Turizm Harcamaları (2013)	Uluslararası Turizm Harcamaları (2014)	2013'ün 2012'ye göre değişim oranı (%)	2014'ün 2013'ye göre değişim oranı (%)
1 Çin Halk Cumhuriyeti	128,6	164,9	23,8	27,1
2 ABD	104,1	110,8	3,8	6,4
3 Almanya	91,4	92,2	5,7	0,9
4 İngiltere	52,7	57,6	3,5	3,8
5 Rusya	53,5	50,4	28,9	13,7
6 Fransa	42,9	47,8	3,9	11,3
7 Kanada	36,2	33,8	3,2	3,3
8 İtalya	27,0	28,8	-1,0	6,9
9 Avustralya	28,6	26,3	9,4	-1,7
10 Brezilya	25,0	25,6	24,1	11,7

Kaynak: www2.unwto.org/en

2014 yılı itibarıyla turizme en fazla harcama yapan ülke Çin Halk Cumhuriyeti olmuştur. Yatırımlar sonucu ülkeye gelen turist sayısında kısmi bir azalma olsa da, turizmden elde edilen gelir büyük oranlarda artmıştır. Turizme yapılan harcamalarda Türkiye dünyada ilk ona girememiştir.

Teknolojideki ilerleme neticesinde gelişen ulaşım imkanları insanların seyahatlarını konforlu ve güvenilir hale getirmiştir. Bu gelişmeler turizm sektörünü de olumlu yönde etkilemiştir. Her yıl seyahat eden turist sayısı giderek artmıştır. Bu yolculuklar genellikle havayolu, karayolu, demiryolu ve denizyolu vasıtasıyla yapılmaktadır. 2014 yılı itibarıyla dünyada seyahat eden turistlerin kullandıkları ulaşım yolları grafiği aşağıda verilmiştir.

Şekil 0.1 Kullanılan Seyahat Yolları



Kaynak: www2.unwto.org/en

3.1.1. Turizmin sınıflandırılması

Turizm çeşitlerini bireylerin turizm olayına katılmasına sebep olan motifler olarak ayrılabilir. Bu nedenle turizm çeşitleri, turizm fonksiyonuna göre biçimlenmektedir. Turizm katılım amacına göre sınıflandırıldığında; sağlık turizmi, kültür turizmi, spor turizmi, inanç turizmi, kırsal turizm, kış turizmi ve deniz turizmi olarak bölümlere ayrıldığı görülmektedir (Oktayer, Susam, Çak, 2007).

Sağlık turizmi: Sağlık turizmi en sade tanımıyla tedavi olmak için yapılan seyahattir. Tıp'ın ve sağlık imkanlarının diğer ülkelere göre ön planda olan ülkelere daha iyi şartlarda sağlık ve tedavi hizmeti almak isteyen insanların yaptıkları seyahatler olarak özetleyebiliriz. Bunun yanında şifalı sular olarak bilinen termal kaplıcalarda sağlık turizmin merkezlerini oluşturmaktadır (Öztaş, Karabulut, 2002).

Kültür turizmi: Ülkelerin doğal ve tarihsel kültürünü, bölgesel ve yöresel düzenlenen kültürel etkinlikleri, sanat eserlerini, tarihi eserleri görmek, değişik kültürleri tanımak ve bilgi edinmek amacıyla yaptıkları seyahatler bütününe kültür turizmi denmektedir (Olçay, 2003).

Spor turizmi: Spor turizmi insanların eğlenmenin yanı sıra çeşitli spor dallarıyla ilgilenen kişilerin, spor karşılaşmalarının, olimpiyat ve benzer olaylara katılmak veya bu etkinlikleri izlemek amacıyla yaptıkları seyahatlerdir (Uluslan, Batman, 2010).

İnanç turizmi: İnanç turizmini kutsal yerlerin o dini kabul etmiş veya görmek isteyen insanların ziyaret etmesi olarak tanımlayabiliriz. Din olarak önemli olan camiler, kiliseler ve bazı tarihi eserleri inanç turizm için önemli mekanlar olarak sayılmaktadır (Kozak, Akdoğan, Kozak, 2010)

Kırsal turizm: Denizin olmadığı, kentsel yerleşim yerlerinin dışında yer olan kırsal yerleşim yerlerindeki doğal ortamda dinlenmek, o bölgeye özgü yerlerin gezilmesi, yöreye özgü etkinliklere katılma ve izlemek amacıyla gerçekleştirilen turizm çeşitlidir (Kiper, 2006).

Kış turizmi: Genellikle yükseltisi fazla dağlık bölgelerdeki karlı ortamlarda, kayak sporu başta olmak üzere kış sporlarının uygulamada ağırlık verilen merkezlere yapılan faaliyetler bütünüdür. Mevsim olarak genelde kış aylarında yoğunlaşan turizm etkinliğidir (Altan 2006).

Deniz turizmi: Deniz turizmi; denize kıyısı bulunan bölgelerde özellikle plaj, kum ve güneş bakımından zengin olan yöreye, deniz ve kıyısından yararlanmak için yapılan gezi ve bu amaca yönelik seyahatlerdir (Kiper, 2006).

3.2. Turizm Sektörünü Genel Özellikleri

Hizmet sektörünün alt dallarından olan turizm sektörü, diğer hizmet sektörü dallarından ayrılan kendine has özelliklere sahiptir. Bu özellikleri;

- Diğer sektörlerle oranla insan gücüne olan ihtiyacı daha fazladır.
- Mal ve hizmet üretiminin bir arada bulunduran turizm sektörü, gerek diğer sektör işletmeleri gerek kendi işletme içindeki bölümler arasında güçlü bir işbirliği vardır.
- Turizm sektörü, diğer sektörlerle göre ülke çapında veya dünya çapında oluşan ekonomik, siyasi gibi faktörlerden daha fazla etkilenmektedir.
- Günümüzde hızla değişen teknoloji, fikir ve taleplere en hızlı biçimde uyum göstermesi gerekmektedir.
- Turizm, kesintisiz çalışmayı gerektiren bir sektördür.
- Turizm, üretim sektörü gibi standardizasyonun olmadığı bir sektördür.
- Turizm sektörü diğer hizmet sektörlerinde olduğu gibi ürünün ve hizmetin üretildiği yerde tüketildiği ve stoklamanın yapılamadığı alanlardan biridir.

- Turizm sektörü için ortaya konan sermayeden daha fazla gelir elde etme olanağı varken, işletmenin kurulması için gereken sermaye yatırımları ise diğer sektörlere oranla daha fazla olmaktadır şeklinde sıralayabiliriz (Sezgin, 2001).

3.3. Turizmin Ekonomiye Katkısı

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde turizm sektörü ekonomilerine olumlu katkılar sağlamaktadır. Turizm sektörünün bu özelliği ekonomik yönünü ön plana taşımaktadır. Ülkelerin içinde girdikleri krizler ve ekonomik engellerin geçilmesinde turizm, ekonomik olma özelliği ile bu süreçleri aşılmasında önemli rol oynar. Turizmin ekonomiye katkılarını; ödemeler dengesi üzerinde etkisi, gelir etkisi, yurtiçinde ithalat etkisi, işgücü çarpanı etkisi, ihracat ve gelir dağılımını düzenleyici etkisi, istihdam artışı şeklinde sıralayabiliriz (Kızılgöl, Erbaykal, 2008).

3.3.1. Turizm sektörünün ödemeler Dengesi üzerine etkisi:

Turizm faaliyetleri sonucunda oluşan döviz hareketleri ülke ekonomisi için olumlu katkısı, ödemeler dengesi üzerindeki etkisi ile ölçülmektedir. Turistlerin gittikleri ülkelerdeki yaptıkları harcamalar sonucunda o ülke açısından ödemeler dengesinde olumlu etki oluşacaktır. Döviz sıkıntısı çeken ülkeler için turizm sektörü önemli gelir kaynağı oluşturmaktadır. Ülkelerin turizmi ulusal seviyede teşvik etmelerinin nedenleri arasında, turizmin ödemeler dengesine yaptığı katkıdır (Kar, Zorkirişçi, Yıldırım, 2004).

3.3.2. Gelir etkisi

Turizm sektörü, diğer sektörlerle yakın ilişki içerisindedir. Turistlerin gezdikleri ülkelerdeki yaptıkları harcamalar direkt gelir etkisi oluşturmaktadır. Bununla beraber turizm talebini karşılamak için yapılan yatırımlar, turizm işletmelerinin ve bu işletmeleri besleyen diğer sektör işletmelerinin de faaliyetleri sonucu gelir artımına katkısı bulunmaktadır (Opuş 2001).

3.3.3. İşgücü çarpanı etkisi

Turizm gelirlerini artması, turizm sektörünün kapasitesinin artmasına ve işgücüne duyulan ihtiyacın büyümesine neden olur. Turizm sektörüne bağlı diğer sektörlerinde istihdamını artırır. Bir ülkede turizmin gelişmesi çarpan mekanizması olan bu sistemin işlemesine ve ülkede işsizlik oranının düşmesine katkıda bulunur.

3.3.4. İhracat ve gelir dağılımını düzenleyici etkisi

Gelişmişlik seviyesi farklı ülkelerin ekonomik dengesizliğin azalmasına ve ülke içindeki bölgelerdeki gelir dağılımını düzenlenmesine yardımcı olmaktadır (Çimat, Bahar, 2004).

3.3.5. İstihdam artışı ve yeni iş olanakları oluşturması

Emek yoğun üretim olan ve otomasyonun diğer sektörlerdeki gibi kullanım, bu sektörün emek sermayesine ihtiyacını artırmıştır. Sonuç olarak turizm sektöründeki gelişmeler istihdamı artıracığından ülke ekonomisine katkıda bulunurlar (Tavmergen, 1998).

3.3.6. Turizm sektörünün altyapı ve üstyapı yatırımlarına etkisi

Turizm sektörünü gelişmesi, turizm taleplerini anlamaya, ihtiyaçları karşılamak amacıyla altyapı ve üstyapı hizmetlerini geliştirici etki oluşturduğu gözlemlenmektedir (Kozak, Akdoğan, Kozak, 2010).

3.4. Turizm Sektöründe Yer Alan İşletmeler

Dinlenmek, gezmek, görmek ve tanımak amacıyla oturdukları bölgenin dışına çıkan insanların, seyahat ve konaklama ihtiyaçları ile bu faaliyetlere bağlı diğer ihtiyaçların karşılanması amacıyla mal ve hizmet üreten işletmeler turizm sektörü kapsamına dahil edilmektedir. Başka bir ifadeyle turizm sektörü içinde yer alan işletmeleri; turistlerin her türlü ihtiyaç ve gereksinimlerini karşılamak üzere faaliyet gösteren kurum ve kuruluşlardır. Bu sektör içinde yer alan işletme çeşitlerini şu şekilde sıralayabiliriz (Aktaş,2002);

- Seyahat İşletmeleri (Tur Operatörleri, Seyahat Acenteleri),
- Konaklama İşletmeleri (Oteller, Moteller, Tatil Köyü, Pansiyon, Kamping, Apart Otel, Dağ Evi (Oberj), Gençlik Yurtları, Yüzer Tesis)
- Ulaştırma İşletmeleri (Havayolu İşletmeciliği, Karayolu İşletmeciliği, Deniz Yolu (Su Yolu) İşletmeciliği, Demiryolu İşletmeciliği),
- Yiyecek ve İçecek İşletmeleri (Restoranlar, Barlar, Kafe, Gazino, Taverna),
- Eğlence-Dinlence İşletmeleri (Disko, Dans Bar, Gece Kulübü, Oyun Salonu (Casino)),
- Alışveriş İşletmeler (Hediyelik Eşya Satan İşletmeler)

BÖLÜM IV

TURİZM SEKTÖRÜNDE SERMAYE YAPISI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

4.1.Çalışmanın Amacı ve Yöntemi

Finans literatürün sermaye yapısını etkileyen faktörlerin belirlenmesi, çokça ilgi gören bir konudur. İşletmelerin sermaye yapılarını etkileyen çok sayıda faktör bulunmaktadır. İşletmenin içinde yer aldığı sektörlere ve işletmenin türlerine göre bu faktörler farklılık göstermektedir. Sermaye yapısını etkileyen faktörler ile ilgili literatürde çokça çalışma olmasına rağmen turizm sektörüne yönelik çalışmalar oldukça az ve genel olarak yurtdışında yapılmıştır.

Bu çalışmada en çok turist çeken ülkelerde faaliyet gösteren, turizm sektörü içinde yer alan konaklama işletmeleri ile lokanta ve restoran işletmelerinin sermaye yapılarını etkileyen faktörler için panel veri analiz yöntemiyle incelenmiştir.

Ekonometrik analizlerde üç tip veri çeşidinden bahsedilebilir. Bu veri tipleri:

- Zaman serisi verisi
- Yatay kesit veri
- Panel veri

Panel veri, içerisinde ülkeler, firmalar, hane halkları gibi birimlerin bulunduğu yatay kesit gözlemlerinin belirli bir dönem için bir araya getirilmesidir. Çalışmamızdaki veriler, panel veri gurubuna girmektedir.

Panel veri analizinin sadece yatay kesit analizi ve zaman serisi analizi uygulamalarından daha fazla avantajları vardır. Bu avantajlar (Tatoğlu, 2012):

- Panel veri daha fazla veri, değişkenle çalışma imkanı vermektedir.
- Birim değişkenliğini gözlenemeyen heterojenliği modele dahil eder.
- Tahmin sapmasını azaltır.
- Çoklu doğrusal bağlantı problemlerini azaltır.
- Daha kapsamlı model kurmaya imkan tanır.

Genel olarak panel veri analizinde kullanılan modeli;

$$Y_{it} = a + bx_{it} + \varepsilon_{it}$$

gibi formüle etmek mümkündür. Burada, Y bağımlı değişken, X bağımsız değişken, a sabit katsayı, b eğim parametreleri ve ε hata terimidir (Tatoğlu, 2012).

Panel veri analizinde üç temel model vardır. Bu modeller sabit ortak modeli (havuz modeli), sabit etkiler modeli ve tesadüfi (rastsal) etkiler modelidir.

Sabit ortak modeline göre;

- Doğrusal panel veri yaklaşımı, araştırılan ülke veya şirketin aralarında bir farkın olmadığı ve bu birimlere ait verilerin homojen olduğu varsayılmaktadır.
- Sabit ortak modelinin hesaplanmasında sabit ve tesadüfî etkilerin dikkate alınmaması sonucu bu yaklaşım sınırlı kaldığı bilinmektedir (Asteriou ve Hall, 2015).

Sabit etkiler modelinde belirli bir firmanın zaman içinde değişmeyen tüm etkiler dikkate alınmaktadır.

Rastsal etkiler modeli, sabit etkiler modeline göre sabit olmayan, daha çok rastsal olan etkileri dikkate almaktadır.

Kullanacağımız model seçiminde bireysel etkiler ve açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon varlığı düşünülüyorsa sabit etkiler modeli, korelasyonun olmadığı düşünülüyorsa rastsal etkiler modeli kullanılacaktır.

Sabit etkiler modeli ve rastsal etkiler modelini arasında hangi modelin kullanılacağını karar vermek için Hausman Testi uygulanmaktadır. Sabit etkiler modeli ile havuz modeli arasında Chow Testi yapılırken, rastsal etkiler ile havuz modeli arasında Breusch-Pagan Testi ile hangi modelin kullanılacağı belirlenmektedir (Dougherty, 2007).

4.2. Araştırmanın Veri Seti ve Değişkenler

Örneklem gurubunu en çok turist çeken ilk on ülke olan Fransa, ABD, İspanya, Çin Halk Cumhuriyeti, İtalya, Türkiye, Almanya, İngiltere, Rusya ve Meksika'nın turizm sektöründe faaliyet gösteren 2000-2015 yılları arasında süreklilik arz eden 151 işletme 1478 gözlem sayısı oluşturmaktadır. Bu örneklem içerisinde yer alan işletmelerin

verileri Thomsan Reuters veri tabanından alınmıştır. GDP oranları da dünya veri bankası web sitesinden elde edilmiştir. Excel programı ile düzenlenen veriler Stata12 programında panel veri analizi uygulanmıştır.

Çalışmamda kullanılan değişkenler literatürdeki benzer çalışmalar referans alınarak belirlenmiştir. Analizimde kullanacağım değişkenlerin tanımları yapılacak ve literatürdeki çalışmalarda kullanılan değişkenler için tablolar oluşturulacaktır.

4.2.1. Bağımlı değişken

İşletme varlıklarının finansmanında ne kadar yabancı kaynak kullanıldığını ifade eden kaldıraç oranı bağımlı değişkenimizi oluşturmaktadır. Benzer çalışmalarda kullanılan kaldıraç oranları toplam borcun toplam varlıklara oranı ve toplam borcun öz sermayeye oranı olarak alınmıştır. Çalışmamda toplam borcun toplam varlıklara oran TBTV kullanılmıştır.

4.2.2. Bağımsız değişkenler

Analizde kullanılan bağımsız değişkenler büyüme, varlık yapısı, firma büyüklüğü, firma riski, karlılık, enflasyon etkisi ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) oranıdır.

Büyüme: Literatürde büyüme ile sermaye yapıları arasındaki ilişki bakımından görüşler ikiye ayrılmaktadır. Hızlı büyüme isteyen firmalar genelde dış borçlanmaya gitmektedirler. Büyüme hızı daha yavaş olan firmalar ise finansman olarak dağıtılmamış karları kullanabilmektedirler. Dengeleme teorisine göre maddi duran varlıkları borçlanma için teminat gösteriminde yetersiz kalan işletmeler finansal sıkıntıya girmemek amacıyla borçlanma oranlarını düşük tutarlar. Dengeleme teorisi büyüme ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğu söylemektedir.

Diğer yandan finansal hiyerarşi teorisi göre hızlı büyüme için firma içi kaynaklar yetersiz olacağından borçlanma yoluna gidilir. Sonuç olarak finansal hiyerarşi teoremine göre büyüme ile kaldıraç oranı arasındaki ilişki pozitif yönlü olacaktır (Başaran, 2008).

Çalışmada büyüme oranı olarak toplam varlıklardaki yüzde değişim alınmıştır.

Varlık Yapısı: Firmaların varlık yapıları içinde bulunan duran varlıklar, işletmelerin borçlanması için gereken teminatı oluştururlar. Toplam varlıklar içindeki oranı daha yüksek olan duran varlıklara sahip işletmeler, daha fazla borçlanmanın yanında uzun

vadeli borçlanma imkanına sahip olurlar. Literatürde daha çok sabit varlıkların toplam varlıklara oranı olarak alınan varlık yapısı değişkeninin, dengeleme teorisine göre sermaye yapısı ile aralarında pozitif bir ilişkinin olması beklenir (Jensen ve Meckling, 1976).

Finansal hiyerarşi teoremine göre yatırımcılar sabit varlık oranı yüksek olan firmalara ortak olma yoluyla yatırım yaparlar. Bu yatırımlar sonucu öz sermaye ile giderlerini finanse eden firmaların borç oranları ile varlık yapıları arasında negatif ilişki olacağı varsayılmaktadır (Mazur, 2007).

Çalışmada varlık yapısı oranı olarak sabit varlıkların toplam varlıklara oranı alınacaktır.

Firma Büyüklüğü: Firmanın büyüklüğü arttıkça iflas etme olasılıkları düşmektedir ve firma hakkındaki ulaşılabilir bilgiler artacaktır. Bu asimetrik bilgi sorununu azaltacağından finansal kaynak olarak yabancı borç erişe bilirliliğini kolaylaştıracaktır. Küçük firmalar için büyük firmalara göre daha yüksek asimetrik bilgi olduğundan yabancı kaynak bulma ihtimalleri azalacaktır (Graham, 2000).

Literatürde firma büyüklüğü ile kaldıraç arasındaki ilişki konusunda iki farklı değerlendirme bulunmaktadır. Dengeleme teorisine göre firma büyüklüğü iflas riskini azaltacağından borçlanmayı mümkün kılmaktadır. Rahat dış kaynak bulma fırsatı olan firmalar için de borç oranı ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişkinin olduğu ileri sürülmektedir (Drobtz ve Fix, 2003).

Finansal hiyerarşi teorisine göre de firmalar, fon gereksinimlerini öncelikli firma içi kaynaklardan temin etmeye çalışmaktadırlar. Teoriye göre finansal kaldıraçla firma büyüklüğü arasında negatif bir ilişkinin olması beklenmektedir (Frank ve Goyal, 2003).

Çalışmada firma büyüklük oranı olarak toplam varlıkların doğal logaritması alınacaktır.

Firma Riski: Firma risk unsuru, firmanın devam eden faaliyetlerini ve yükümlülüklerini yerine getirmede karşılaştığı sorunlar sonucu firmanın iflas etme ihtimalini oluşturmaktadır. Firma riski yüksek olan firmalar, riski düşük firmalara göre daha az borçlanmaktadırlar. Başka bir ifadeyle belirsizlik durumlarında finansal risk

artıracağından, firmalar borçlanma oranlarını azaltacaklardır. Sonuç olarak kaldıraç ile firma riski arasında negatif bir ilişkinin var olacağı söylenmektedir (Myers, 2003).

Firma riski, firmaların özelliklerine, içinde bulundukları sektör yapılarına ve pazar hareketliliğine göre değişebilmektedir (Brigham ve Houstaoon, 2007).

Literatürde firma riski değişkeni oranı olarak çok çeşitli değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada firma risk oranı olarak faaliyet karındaki yüzde değişim alınacaktır.

Karlılık: Firmaların karlılık oranları borçlanma kararlarını etkilemektedir. Karlılık oranı yüksek olan işletmelerde, fon ihtiyaçları öncelikle iç kaynaklardan sağlanmaktadır. Literatürdeki çalışmaların büyük bir kısmında karlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar finansal hiyerarşi kuramı ile uyum göstermektedir (Myers ve Majluf, 1984)

Dengeleme teorisine göre ise karlılığı yüksek işletmelerin vergi kalkanından avantajlarından yararlanma istekleri sonucunda firmalar fon ihtiyaçlarını borçlanma yolu ile gerçekleştireceklerdir. Bu da kaldıraç oranı ile karlılık değişkeni arasında pozitif bir etkinin olacağını göstermektedir (Fama ve French, 2006).

Literatürde karlılık oranı olarak genelde net karın toplam varlıklara oranı, faaliyet karının toplam varlıklara ve faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı alınmıştır. Çalışmada karlılık oranı olarak faaliyet karının toplam varlıklara oranı alınacaktır.

Enflasyon Oranı: Enflasyonun oranı yüksek olduğu zaman, borç üzerindeki vergi indiriminin reel değeri daha yüksek olmaktadır. Dengeleme teorisine göre kaldıraç ile beklenen enflasyon arasında pozitif bir ilişki vardır (Taggart, 1985).

Firmalar oranlarının geçmiş dönemlere göre daha düşük düzeylerde olduğu zaman daha fazla borçlanırlar. Vade primi ekonomik ve beklenen büyüme fırsatları için güvenilir bir sinyal olarak düşünülmektedir. Vade primi eğer daha yüksek bir büyümeyi işaret ediyorsa bu durumda vade primi ile kaldıraç arasında negatif ilişki durumu bulunmaktadır (Berry ve diğ, 2008).

Literatürde borç piyasa durumu değişkeni olarak beklenen enflasyon oranı ve vade primi değişkeni kullanılmıştır. Çalışmamızda beklenen enflasyon oranı kullanılacaktır.

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Büyüme Oranı: GSYİH ülkelerin uzun dönemde büyüme ve kalkınmasında önemli rol oynamaktadır. Bu iktisadi gösterge firmaların faaliyetleri, yatırım ve fon kaynakları seçimi konusunda yol gösterici olmaktadır. Ülke ekonomilerinin büyümesi sonucunda firma yatırımlarını artırmaktadır. Firmalar bu yatırımları sermaye ihtiyaçlarını doğurmaktadır. Sonuç olarak GSYH'deki artış firma sermaye yapısı üzerinde pozitif etkiye sahiptir (Acaravcı, 2004). Çalışmamızda beklenen (GSYİH) oranı kullanılacaktır.

Oluşturduğumuz modeldeki bağımsız değişkenler, bu değişkenlerin sembolleri ve formülleri Tablo 4.1'de özetlenmiştir.

Tablo 4.1 Araştırmada Kullanılan Değişkenler

<i>Değişken</i>	<i>Sembol</i>	<i>Formül</i>
Kaldıraç Oranı	TBTV	Toplam Borcun Toplam Varlıklara Oranı
Büyüme	BYME	Toplam Varlıklardaki Yüzde Değişim
Varlık Yapısı	VARYA P	Sabit Varlıklar / Toplam Varlıklar
Firma Büyüklüğü	TVAR	Varlıkların Doğal Logaritması
Firma Riski	RİSK	Faaliyet Karındaki % Değişim
Karlılık	KAR	Faaliyet Karı / Toplam Varlıklar
Enflasyon Oranı	ENF	Beklenen Enflasyon Oranı
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Oranı	GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıladaki Büyüme

4.3. Tanımlayıcı İstatistikler

Korelasyon katsayısı, -1 ile +1 arasında değer alabilir. Korelasyon katsayısının bire yaklaşması değişkenler arasındaki ilişkinin kuvvetli olduğu anlamına gelir. Katsayı sıfıra yaklaşıyorsa arasındaki ilişkinin azalmasını, sıfır iken ilişkinin olmadığı anlamına gelmektedir. Katsayı negatif ise ters yönlü bir ilişki vardır. Analizde yer alan değişkenler arasındaki korelasyon matrisi Tablo 4.2'de görülmektedir.

Kaldıraç ile büyüme oranı, varlık yapısı, firma büyüklüğü, karlılık, firma riski, enflasyon ve GSYİH değişkenleri arasında ters ilişki vardır. Kaldıraç ile karlılık arasında kuvvetli bir ilişki bulunmasına karşılık diğer bağımsız değişkenler ile arasında zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir.

Kaldıraç ile büyüme oranı, firma riski, enflasyon ve GSYİH değişkenleri arasında ters ilişki varken varlık yapısı, firma büyüklüğü ve karlılık arasında aynı yönlü bir ilişki vardır. Kaldıraç ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf olduğu görülmektedir.

Tablo 4.2 Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

	Kaldıraç	BYME	VARYAP	TVAR	RİSK	KAR	ENF	GSYİH
Kaldıraç	1							
BYME	-0.0502	1						
VARYAP	0.0045	-0.0627	1					
TVAR	0.2033	-0.0176	0.2609	1				
RİSK	-0.0331	0.0121	0.0195	0.0298	1			
KAR	0.1828	0.0464	0.0464	0.2637	0.1968	1		
ENF	-0.1341	0.0714	0.0008	-0.1913	-0.0257	-0.0541	1	
GSYİH	-0.1438	0.1150	-0.1204	-0.1378	-0.0171	-0.0385	-0.0047	1

Aşağıdaki tabloda 2000-2015 yılları arası turizm sektöründe faaliyet gösteren 151 firmanın analizde kullandığımız değişkenlerin gözlem sayısı, ortalaması, standart sapması ve minimum değerlerinden oluşan tanımlayıcı istatistiksel değerle sunulmaktadır.

Tablo 4.3 Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	St. Sapma	Min
Kaldıraç	1942	0.5672	0.3253	0.0026
BYME	1942	0.1310	0.5285	-0.6288
VARYAP	1942	0.7774	0.1771	0
TVAR	1942	5.7031	2.2307	-4.2474
RİSK	1942	-0.1352	6.0368	-102.52
KAR	1942	0.0562	0.1426	-1.3444
GSYİH	1942	0.0290	0.0329	-0.0782
ENF	1940	0.0359	0.0572	0.005

4.4.Araştırmanın Modeli ve Panel Veri Analizi

Analiz kapsamında kullanılacak olan model aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

$$TBTV_{it} = c + b_1 BYME_{it} + b_2 VARYAP_{it} + b_3 TVAR_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 KAR_{it} + b_6 ENF_{it} + b_7 GSYİH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelde geçen kısaltmalar:

TBTV	:	Kaldıraç Oranı
BYME	:	Büyüme
VARYAP	:	Varlık Yapısı
TVAR	:	Firma Büyüklüğü
RISK	:	Firma Riski
KAR	:	Karlılık
ENF	:	Enflasyon Oranı
GSYİH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Oranı
c	:	Sabit Terim
ε	:	Hata Terimi

Çalışmada 2000-2015 yılları arasında Fransa, ABD, İspanya, Çin Halk Cumhuriyeti, İtalya, Türkiye, Almanya, İngiltere, Rusya ve Meksika borsalarında işlem gören turizm sektöründe faaliyet gösteren 151 firma kullanılmıştır. Veri setine belirtilen yıllarda eksik verisi olan firmalar dahil edilmemiştir. Panel veri analiz yöntemlerinden sabit etkiler modeli veya rastsal etkiler modelinden hangisini kullanacağımızı belirlemek için Hausman testi yapılmıştır.

4.5. Sabit Etkiler Modeline Ait Bulgular

İlk olarak Sabit Etkiler Modeli 'ne ait bilgiler Tablo 4.4 gösterilmiştir.

Tablo 4.4 Sabit Etkiler Modeli

Kaldıraç	Coef.	Std. Err.	t	P>t
BYME	-0.014	0.008	-1.640	0.101
VARYAP	0.000	0.037	0.010	0.991
TVAR	0.021	0.008	2.500	0.013
RİSK	-0.002	0.001	-2.500	0.013
KAR	0.005	0.041	0.120	0.905
GSYİH	-0.528	0.188	-2.800	0.005
ENF	-0.292	0.098	-3.000	0.003
N= 1940	F= 5.58	P= 0.000		

R-square(within)= 0.0215 R-square(between)= 0.0712 R-square(overall)= 0.0655

Analiz sunucunda %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan GSYİH oranı ve beklenen enflasyon ile borçlanma arasında negatif ilişki vardır. %5 düzeyinde anlamlı olan firma büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında pozitif, firma riski arasında negatif ilişki söz konusudur. %10 düzeyinde büyüme anlamlı olup kaldıraç ile negatif yönlü ilişkiye sahiptir. Varlık yapısı ve firma karlılığı ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

4.6. Rastsal Etkiler Modeline Ait Bulgular

Rastsal Etkiler Modeli 'ne ait bilgiler Tablo 4.5 gösterilmiştir.

Tablo 4.5 Rastsal Etkiler Modeli

Kaldıraç	Coef.	Std. Err.	t	P>t
BYME	-0.013	0.008	-1.600	0.109
VARYAP	-0.004	0.036	-0.100	0.923
TVAR	0.022	0.007	3.360	0.001
RİSK	-0.002	0.001	-2.590	0.010
KAR	0.024	0.040	0.590	0.553
GSYİH	-0.594	0.184	-3.220	0.001
ENF	-0.310	0.096	-3.240	0.001
N= 1940	F= 49.85	P= 0.000		

R-square(within)= 0.0213 R-square(between)= 0.0752 R-square(overall)= 0.0686

Analiz sunucunda %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan GSYİH oranı ve beklenen enflasyon ile borçlanma arasında negatif ilişki olup aynı anlamlılık

düzeyinde olan firma büyüklüğü ile firma riski arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Büyüme, varlık yapısı ve karlılık ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

4.7. Hausman Testi Sonuçları

Hausman testi ile sabit etkiler modeli ile rastsal etkiler modeli arasında hangisinin tercih edilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Hausman testi hipotezi aşağıda özetlenmiştir.

H0: rastsal etkiler modeli

H1: sabit etkiler modeli

Eğer Hausman Testi'ne ait olasılık değeri 0.05'den küçük olursa H0 hipotez reddedilir.

Hausman test sonucu aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 4.6 Hausman Test Sonucu

$\chi^2(7) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$
$= 12.88$
$Prob > \chi^2 = 0.0750$

Hausman testi sonucuna göre rastsal etkiler modelinin kullanımı uygun bulunmuştur. Bu durumda rastsal etkiler modelinin tercih edilmesi daha uygun olup modelin sonuçları geçerli kabul edilecektir.

4.8. Birim Kök Testi

Kesit ve zaman serisinin birleşiminden oluşan panel veri analizi, zaman serilerinde görülen problemleri de beraberinde getirmektedir. Zaman serilerindeki gibi panel veri analizinde de değişkenlerin birim kök içerip, içermediği, aynı dereceden birim köke sahip değişkenler arasında eş bütünleşmenin varlığı tespit edilmesi gerekmektedir.

Verilerin durağan olmaması sahte regresyon sorununa yol açmaktadır. Bunun için birim kök testleri uygulanmaktadır. Eğer yapılan test sonucunda değişkenlerin durağan olmaması gözlemlenirse, bu durumda durağanlığı sağlamak amacıyla seriler üzerinde

fark alma yönteminden faydalanılabilir. Alınacak fark alma metodu uzun dönem ilişkilerin kalkmasına neden olabilmektedir (Tatoğlu, 2012).

Birim kök testi için Augmented Dickey-Fuller yöntemi kullanılmıştır. Bu test için aşağıdaki hipotez kurulmuştur.

H0: Birim kök vardır.

H1: Birim kök yoktur.

Tablo 4.7 Birim Kök Testi

		Kaldıraç		BYME		VARYAP	
		İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri	İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri	İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri
Inverse chi-squared(302)	P	7740718.00	0.0000	19552734.00	0.0000	6990595.00	0.0000
Inverse normal	Z	-53105.00	0.0000	-287870.00	0.0000	-84846.00	0.0000
Inverse logit t(749)	L*	-106742.00	0.0000	-427731.00	0.0000	-115639.00	0.0000
Modified inv. chi-squared	P m	192083.00	0.0000	672707.00	0.0000	161561.00	0.0000
		RİSK		KAR		GSYİH	
		İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri	İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri	İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri
Inverse chi-squared(302)	P	22040023.00	0.0000	9904248.00	0.0000	12666961.00	0.0000
Inverse normal	Z	-337049.00	0.0000	-132504.00	0.0000	-181676.00	0.0000
Inverse logit t(749)	L*	-484216.00	0.0000	-180884.00	0.0000	-262640.00	0.0000
Modified inv. chi-squared	P m	773914.00	0.0000	280116.00	0.0000	392529.00	0.0000
		TVAR		ENF			
		İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri	İstatistiksel Değerleri	Olasılık Değerleri		
Inverse chi-squared(302)	P	7368049.00	0.0000	13937248.00	0.0000		
Inverse normal	Z	-49165.00	0.0000	-240350.00	0.0000		
Inverse logit t(749)	L*	-90342.00	0.0000	-305676.00	0.0000		
Modified inv. chi-squared	P m	176920.00	0.0000	444217.00	0.0000		

Panel birim kök testi tablosu incelendiğinde, tüm değişkenlerin olasılık değerleri 0.05’den küçük olduğundan H0 hipotezi reddedilmiştir. Birim kök içermediğinden serilerin durağan olduğu tespit edilmiştir.

4.9. Modified Wald Testi ve Wooldridge Testi

Değişen varyans problemini sınamak amacıyla Değiştirilmiş Wald testi uygulanmıştır. Bu testin H_0 hipotezine göre varyanslar, birimlere göre homoskedastiktir. Wald test sonucu aşağıda verilmiştir.

Tablo 4.8 Modified Wald Testi

Modified Wald test for groupwise
in fixed effect regression model
$H_0: \sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all
$\chi^2(151) = 1.3e+05$
$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$

Wald testi sonucunda göre $0.05 > 0.000$ bulunduğundan değişken varyans problemi olduğu tespit edilmiştir.

Wooldridge panel veri analizlerinde otokolerasyonun varlığını tespit etmek amacıyla H_0 hipotezi için birinci mertebeden otokolerasyon yoktur şeklindeki otololarasyon testidir. Wooldridge testi analiz tablosu aşağıda verilmiştir.

Tablo 4.9 Wooldridge Test Sonucu

Wooldridge test for autocorrelation
H_0 : Brinci dereceden otokolerasyon yoktur.
$F(1, 149) = 215.042$
$\text{Prob} > F = 0.0000$

Wooldridge sonucuna göre $0.05 > 0.000$ otokolerasyonun olduğu bulunmuştur. Farklı varyanslık ve otokorelasyona dirençli driscoll kraay standart hata sabit etkili panel regresyon analizi tercih edilecektir.

4.10. Driscoll Kraay Modeline Ait Bulgular

Driscoll Kraay Modeli 'ne ait bilgiler Tablo 4.8 gösterilmiştir.

Tablo 4.10 Driscoll Kraay Modeli

Kaldıraç	Coef.	Std. Err.	t	P>t
BYME	-0.014	0.006	-2.410	0.017
VARYAP	0.0004	0.054	0.010	0.994
TVAR	0.021	0.009	2.230	0.027
RİSK	-0.002	0.001	-2.250	0.026
KAR	0.005	0.086	0.060	0.955
GSYİH	-0.528	0.161	-3.280	0.001
ENF	-0.292	0.045	-6.540	0.000
N= 1940 F= 77.64 P= 0.000				

Analiz sunucunda %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan GSYİH oranı ve beklenen enflasyon ile borçlanma arasında negatif ilişki vardır. %5 düzeyinde anlamlı olan firma büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında pozitif, aynı anlamlılık derecesine sahip olan firma riski ve büyüme arasında negatif ilişki söz konusudur. Varlık yapısı ve firma karlılığı ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir sonuç bulunamamıştır.

SONUÇ

Sermaye yapısını oluşturan yabancı kaynak ve öz sermaye, işletmenin faaliyetlerini devam ettirmek ve yeni yatırımlar için gerekli fon kaynağını oluşturmaktadırlar. Bu yapısı kararlarında ülke ekonomik durumu, işletmenin içinde bulunduğu sektör yapısı ve işletmenin kendine has özellikleri gibi faktörler etkili olmaktadır.

Sermaye yapısı teorileri ve sermaye yapısını etkileyen faktörler için yapılan çalışmalar ülkemizde ve dünyada oldukça fazladır. Buna rağmen sermaye yapısını açıklayan ortak bir teori geliştirilememiştir. Bu çalışmalarda elde edilen sonuçlardan bir kısmı birbirini desteklerken bir kısmı ise aksine sonuçlar elde etmiştir.

Yapılan çalışmada, 2000 ile 2015 yılları arasında en çok turist çeken ilk on ülkede turizm sektörü içinde faaliyet gösteren 151 işletmenin sermaye yapıları etkileyen faktörler incelenmeye çalışılmıştır. Analiz için panel veri yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucu sabit etkiler yönteminin daha tutarlı olduğu belirlenmiş ve panel veri analizi bu yöntemle yapılmıştır.

Sermaye yapısını açıklamada toplam borcun toplam varlıklara oranı (TBTV) alınmıştır. Literatür taraması sonucu belirlenen bağımsız değişkenler içinde ulaşabildiğimiz veriler doğrultusunda 7 bağımsız değişken üzerinde karar kılınmıştır. Bu değişkenler büyüme, varlık yapısı, firma büyüklüğü, firma Riski, karlılık, enflasyon Oranı, GSYİH oranıdır.

Finansal kaldıraç ile firma riski arasında %5 düzeyinde anlamlılık olup aralarında negatif bir ilişkisi söz konusudur. Kaldıraç ile arasındaki bu ilişki dengeleme teorisine göre beklenen bir sonuçtur. Bu teoriye göre değişken kazançlara sahip olan firmaların kaldıraç oranları daha düşük seviyelerde beklenmektedir. Bu kazançtaki oynamalar finansal sıkıntı maliyetlerini artırıcı yönde etki oluşturmaktadırlar. Finansal sıkıntısı

yüksek olan firmalarda borç kullanımını azaltarak fon açıklarını iç kaynaklardan temin etme yoluna giderler.

Firma büyüklüğü oranı ve kaldıraç oranları arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Firmalar büyüdükçe daha rahat yabancı kaynaklardan yararlanma imkanı sağlamaktadır. Bu finansal dengeleme teorisince beklenen bir sonuçtur.

Gayri safi yurtiçi hasıla oranındaki artış borçlanma oranını azaltmaktadır. Sonuç olarak ülkelerdeki büyümenin öz kaynakla finanse edildiği anlamına gelir.

Beklenen enflasyon oranı ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişki bulunmuştur..

Bu duruma beklenen enflasyondaki belirsizlik veya faiz oranlarındaki artışın neden olduğu ve bu faiz oranlarının artışıyla firmaların borç maliyetlerinin artacağından borç oranının düşmesine neden olacaktır şeklinde açıklamak mümkündür.

Büyüme ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmuştur. Büyüme oranları yüksek olan firmaların artan güven duygusuyla borçlanmanın artması beklenirken büyüyen firmaların temsil maliyetlerini azaltmak amacıyla daha az borç kullanmaktadırlar.

Büyüme oranı ile borçlanma arasında bulduğumuz negatif ilişkiyi dengeleme teorisi daha iyi açıklamaktadır.

Aynı şekilde varlık yapısı oranı ve karlılık ile sermaye yapısı arasında herhangi anlamlı sonuç elde edilememiştir.

Çalışmada panel veri sabit etkiler modeli ile yapılan analiz sonucunda sermaye yapısı ile firma büyüklüğü ile pozitif; beklenen enflasyon, GSYİH oranı, büyüme ve firma riski ile negatif ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Varlık yapısı ve karlılık ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu faktörlerin turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen önemli değişkenler olmadığı sonucuna varılmıştır. Elde ettiğimiz sonuçlara dayanarak turizm sektörünün sermaye yapısını dengeleme teorisi daha iyi açıklamaktadır

KAYNAKLAR

- Acaravcı, S. K. (2004). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama. *Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- AKGÜÇ, Ö. (2002), Finansal Yönetim, Yenilenmiş 7. Basım, Avcıol Basım-Yayın, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, İstanbul.
- AKDOĞAN, N.; TENKER N. (2006), Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, 10. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- AKKUM, Tülin. Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2003.
- Allen, D. E. (1991). The determinants of the capital structure of listed Australian companies: the financial manager's perspective. *Australian Journal of Management*, 16(2), 103-128.
- Aksoy, A., Yalçın, K. (2008). İşletme Sermayesi Yönetimi (4.basım).Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aktas, A. (2002). Turizm İşletmeciliği ve Yönetimi. *Azim Matbaa, Antalya*.
- Altan, Ş. (2006). Türkiye’de Ekoturizm Uygulamaları ve Ekonomiye Katkıları. *Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Niğde*.
- Asteriou, D., & Hall, S. G. (2015). *Applied econometrics*. Palgrave Macmillan.
- ATA, H. A., & AĞ, A. G. Y. FİRMA KARAKTERİSTİĞİNİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ.
- Atabey, N.,A., Parlakkaya, R., Alagöz, A. (2012). Genel Muhasebe (2. basım). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Aydın, Nurhan (1999), Finansal Yönetim, Eskişehir: Birlik Ofset.
- AYPEK, Nevzat. ; BAN, Ünsal. Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü, Gazi Kitabevi, Ankara, Haziran 2002
- Barry, C. B., Mann, S. C., Mihov, V. T., & Rodriguez, M. (2008). Corporate debt issuance and the historical level of interest rates. *Financial Management*, 37(3), 413-430.
- Başaran, Ü. (2008). İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak*.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2001). On the determinants and dynamics of UK capital structure.
- Bolak, M. (2001). Sermaye Piyasası: Menkul Kıymetler ve Portfoy Analizi.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Brealey, R.,A., Myers, S.,C., Marcus, A.J.(2007). İşletme Finansının Temelleri (çev, Bozkurt, Ü., Arıkan, T., Doğanlı, H.). Literatür Yayıncılık.
- Brigham, E. C., & Houston, M. (2007). Foundations of Financial Management. *McGraw-Hill/Irwin*, 10, 417-427.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., Sevil, G., Finansal Yönetim. Eskişehir, 1994.
- Canbaş, S., Doğanlı, H. (1995). Finansal pazarlar: finansal kurumlar ve sermaye pazarı analizleri, Ankara

- Castanias, R. (1983). Bankruptcy risk and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 38(5), 1617-1635.
- Ceylan, A. (2001). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. (7. basım). Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2010). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Ekin.
- Chen, L. H., & Jiang, G. J. (2001). *The determinants of dutch capital structure choice* (pp. 1-25). University of Groningen.
- Chen, Y., & Hammes, K. (2004). Capital structure theories and empirical results-A panel data analysis. *Available at SSRN 535782*.
- Çaldağ, Y., & Ayanoğlu, Y. (2002). *Genel muhasebe: tekdüzen muhasebe sistemi ile uyumlu...* Gazi Kitabevi.
- Çimat, A., & Bahar, O. (2003). TURİZM SEKTÖRÜNÜN TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME. *Akdeniz University Faculty of Economics & Administrative Sciences Faculty Journal/Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(6).
- De Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of corporate finance*, 7(1), 77-99.
- Demirhan, D. (2009). Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: IMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ege Academic Review*, 9(2), 677-697.
- DOĞAN, M. (1998), *İşletme Ekonomisi ve Yönetimi*, Anadolu Matbaacılık, İzmir.
- Dougherty, C. (2007). *Introduction to econometrics*. oxford university press, USA.
- Drobtetz, W., & Fix, R. (2003). What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland. *WWZ/departement of finance, working paper*, (4/03), 1-37.
- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2005). *Değere dayalı işletme finansı: finansal yönetim*. Gazi Kitabevi.
- Erdoğan, N. (1993). *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finansman Teknikleri* (1. basım). Ankara: Mü-ka Matbaacılık.
- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2005). *Değere dayalı işletme finansı: finansal yönetim*. Gazi Kitabevi.
- Ehrhardt, M. ve E. Brigham (2006), *Corporate Finance- A Focused Approach*, China: Thomson South-Western.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*, 15(1), 1-33.
- Feidakis, A., & Rovolis, A. (2007). Capital structure choice in European Union: evidence from the construction industry 1. *Applied Financial Economics*, 17(12), 989-1002.
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure: A new methodological approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644.
- Fitch, T. P., Kellner, I. L., & Simonson, D. G. (2000). *Barron's dictionary of banking terms*.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial management*, 38(1), 1-37.
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt?. *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *The Journal of Financial Economics* 60, 2001
- GÜCENME, Ü. (2001), "MUFAD Yuvarlak Masa Toplantısı", *Muhasebe Finansman Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı.

GÜLŞEN, A. Z., & ÜLKÜTAŞ, Ö. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(15), 49-59.

Harrison, H. (2004), "Tourism zones," *FDI Magazine*, www.fdimagazine.com/news/printpage.php/aid/672/Tourims_zones.html.

Hassan, M. (2015). Sermaye yapısı ve karlılığa etkisi: gıda girmaları üzerine bir çalışma. *Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.

Hatzinikolaou, D., Katsimbris, G. M., & Noulas, A. G. (2002). Inflation uncertainty and capital structure: Evidence from a pooled sample of the Dow-Jones industrial firms. *International Review of Economics & Finance*, 11(1), 45-55.

Hatfield, G. B., Cheng, L. T., & Davidson, W. N. (1994). The determination of optimal capital structure: The effect of firm and industry debt ratios on market value. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 7(3), 1-14.

Highlights, T. (2015). Text]: 2015 Edition.

İrk, E. (2012). Firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörler: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası örneği. *Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.

İnam, M. (2007). Sermaye Piyasası (1. basım). Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Jenkins, C. L. (1997). Impacts of the development of international tourism in the Asian region. *Tourism and economic development in Asia and Australasia*, 48-64.

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

Kar, M., Zorkirişçi, E., & Yıldırım, M. (2004). Turizmin Ekonomiye Katkısı Üzerine Ampirik Bir Değerlendirme. *Akdeniz İİ BF Dergisi*, 8, 87-112.

Karadeniz, E. (2008). Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi. *Yayımlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana*.

Kartal, C., Atay, M., S. (2009). Genel Muhasebe Tekdüzen Muhasebe Sistemi ile Uyumlu (1.basım). Ankara: Asil Yayın Dağıtım.

KAYGUSUZ, S.Y. ASLAN, Ü. KEPÇE, N. (2012),Genel Muhasebe-1, Anadolu Üniversitesi Web-Ofset, 1.Baskı, ESKİŞEHİR, 2012.

KIZILGÖL, A. G. Ö., & Erbaykal, E. (2008). Türkiye'de Turizm Gelirleri İle Ekonomik Büyüme İlişkisi: Bir Nedensellik Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2).

Kiper, T. (2006). Safranbolu Yörük köyü peyzaj potansiyelinin kırsal turizm açısından değerlendirilmesi. *Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Ankara*.

Korkmaz, T., Albayrak, A. S., & Karataş, A. (2007). Hisse senetleri İMKB'de işlem gören KOBİ'lerin sermaye yapısının incelenmesi: 1997–2004 dönemi. *İktisat İşletme ve Finans*, 22(253), 79-96.

Kouki, M., & Said, H. B. (2012). Capital structure determinants: new evidence from French panel data. *International journal of business and management*, 7(1), 214.

Kozak, N., Akoğlu, M. K., & Kozak, M. (2010). *Genel turizm: ilkeler, kavramlar*. Detay Yayıncılık.

Masulis, Ronald W. *The debt/equity choice*. Financial Management Assoc, 1988.

Mazur, K. (2007). The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies. *International Advances in Economic Research*, 13(4), 495-514.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Moyer, C., J. Mcguigan, W. Kretlow (2002), *Contemporary Financial Management* (6th Edition), USA: West Publishing Company.
- Muharrem, Ö. (1997). *Finansal Yönetim*, 1. Baskı, Gazi Büro Kitabevi, İstanbul.
- Myers, S. C. (2003). Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 215-253.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- OKKA, Osman, *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*, A5 1. Baskı, Ankara, 2009a
- Oktayer, N. Susam, N. Çak, Murat. 2007. *Türkiye’de Turizm Ekonomisi*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, (2007-69).
- Okuyan, H. A., & Tasci, H. M. (2010). Determinants of Capital Structure: An Analysis on the Largest 1000 Industrial Firms in Turkey. *Journal of BRSA Banking and Financial Markets*. 4(1), 105-120.
- Olca, A. (2003). *Turistik ürün çeşitlendirmesi kapsamında kültür turizmi*, Aphrodisias-Geyre örneği (Doctoral dissertation, Adnan Menderes Üniversitesi).
- Ongan, O. Meng, F. Mavnacıoğlu, K. Dilbaz, N. Bolcan, A. Kırık, B. (2010). *Gelişen Çin Turizm ve Türkiye*. İstanbul: Nesil Matbacılık.
- Opuş, S. (2001). Turizmin Ekonomik Etkileri: Erzurum’daki Turistik İşletme Belgeli Konaklama Tesislerinde Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15, 37-58.
- Özdemir, M. (1997) *Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Öztaş, K., & KARABULUT, T. (2002). Turizm Ekonomisi Genel Turizm Bilgileri. *Nobel Yayın Dağıtım*, 2.
- PAMUKÇU, Ali Bülent; (1999); *Finans Yönetimi*. Der Yayınları, İstanbul.
- Plesko, G. A. (2000, January). The role of short-term debt in capital structure. In *Proceedings. Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association* (Vol. 93, pp. 135-140). National Tax Association.
- Sarıoğlu, S. E., Kurun, E., & Güzeldere, H. (2013). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: İMKB’de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı Analizi. *Ege Akademik Bakış*, 13(4), 481-496.
- SAYILGAN, G., & Uysal, B. (2011). TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI SEKTÖREL BİLANÇOLARI KULLANILARAK SERMAYE YAPISINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER ÜZERİNE BİR ANALİZ: 1996-2008. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66(04), 101-124.
- Sezgin, O. M. (2001). *Genel turizm ve turizm mevzuatı*. Detay Yayıncılık.
- SHAPIRO, C. A. (1998), “Multinational Financial Management”, University of Sourther California.
- Sogorb-Mira, F., & Lopez-Gracia, J. (2003). Pecking order versus trade-off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. *Available at SSRN 393160*.
- Şıklar, İ. (2004). *Finansal Ekonomi*. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Taggart Jr, R. A. (1985). Secular patterns in the financing of US corporations. In *Corporate capital structures in the United States* (pp. 13-80). University of Chicago Press.
- Taner, B., Akkaya, C. (2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler* (1. Basım). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Tatoğlu, F. Y. (2012). *Panel veri ekonometrisi: stata uygulamalı*. Beta Basım Yayın.
- Taub, A. J. (1975). Determinants of the firm's capital structure. *The Review of Economics and Statistics*, 410-416.

Tavmergen, Ė. P. (1998). Turizmin Ekonomiye Olumlu Etkileri ve Türkiye rneęi. *Hazine Dergisi*, 12, 53-66.

Terim, B., & Kayalı, C. A. (2009). Sermaye yapısını belirleyici etmenler: Türkiye’de imalat sanayi rneęi. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1), 125-154.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.

Tortop, M. (2007). *okuluslu Isletmelerde Sermaye Yapısı Ve İMKB’de Bir Uygulama* (Doctoral dissertation, Master Thesis. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara).

Toy, N., Stonehill, A., Remmers, L., Wright, R., & Beekhuisen, T. (1974). A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(5), 875-886.

Uluslan, Y., & Batman, O. (2010). Alternatif Turizm Çesitlerinin Konya Turizmine Etkisi zerine Bir Arastırma/A Search For The Effects of The Alternative Kinds of Tourism on The Tourism of Konya. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (23), 243.

rger, S. (1992). *Genel turizm bilgisi*. Akdeniz Üniversitesi.

YENER, Ahmet, Levent. Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2002.

Yıldırım, D. (2011). Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye ve Portekiz Piyasalarında Bir Uygulama. *Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana*.

Yılgör, A. G., & Yücel, E. (2007). Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (35).

<http://data.worldbank.org/>

www2.unwto.org/en

ÖZGEÇMİŞ

Seyfullah Kılınç, 1989 yılında Suluovada doğdu. Lisans eğitimini Fatih Üniversitesi Matematik bölümünde, yüksek lisans çalışmasını 2013-2016 yılları arasında aynı üniversitenin İşletme bölümünde tamamladı.

Seyfullahkilinc89@gmail.com



EKLER

EK-1: Örneklemede Yer Alan İşletmeler

ŞİRKET NO	FİRMA KODLARI	ŞİRKET ADI
1	IFAG.F	IFA Hotel & Touristik AG
2	RGBG.F	Regenbogen AG
3	000007.SZ	Shenzhen Quanxinhao Co Ltd
4	000033.SZ	Shenzhen Century Plaza Hotel Co Ltd
5	000428.SZ	Huatian Hotel Group Co Ltd
6	000524.SZ	Guangzhou Lingnan Group Holdings Co Ltd
7	000613.SZ	Hainan Dadonghai Tourism Centre Holdings Co Ltd
8	000721.SZ	XiAn Catering Co Ltd
9	000888.SZ	Emei Shan Tourism Co Ltd
10	000975.SZ	Yintai Resources Co Ltd
11	002186.SZ	China Quanjude Group Co Ltd
12	002306.SZ	Cloud Live Technology Group Co Ltd
13	002558.SZ	Chongqing New Century Cruise Co Ltd
14	1355.HK	Legend Strategy International Holdings Group Co Ltd
15	2006.HK	Shanghai Jin Jiang International Hotels Group Co Ltd
16	3666.HK	Xiao Nan Guo Restaurants Holdings Ltd
17	600754.SS	Shanghai Jin Jiang International Hotels Development Co Ltd
18	601007.SS	Jinling Hotel Corp Ltd
19	HMIN.OQ	Homeinns Hotel Group
20	HTHT.OQ	China Lodging Group Ltd
21	PHOL.SI	P99 Holdings Ltd
22	ACCP.PA	Accor SA
23	ALDBL.PA	Bernard Loiseau SA
24	ALLHB.PA	Les Hotels Baverez SA
25	ELIOR.PA	Elior Participations SCA
26	EXHO.PA	Sodexo SA
27	FCMC.PA	Fermiere Du Casino Municipal Cannes SA
28	GFLO.PA	Groupe Flo SA
29	HOMJ.PA	Societe Immobiliere Et d'Exploitation Hotel Majestic SA
30	LZTL.PA	Les Hotels De Paris SA
31	PVAC.PA	Pierre et Vacances SA
32	SIGS.PA	Hotelim SA
33	ALGP.L	All Leisure Group PLC
34	AVCA.L	Avanti Capital PLC

35	BLEY.L	CH Bailey PLC
36	CCL.L	Carnival PLC
37	CPG.L	Compass Group PLC
38	DOM.L	Domino's Pizza Group PLC
39	ETI.L	Enterprise Inns PLC
40	FSTA.L	Fuller Smith & Turner PLC
41	GNK.L	Greene King PLC
42	GRG.L	Greggs PLC
43	HVT.L	Heavitree Brewery PLC
44	HYDP.ISD	Hydro Hotel Eastbourne PLC
45	IHG.L	InterContinental Hotels Group PLC
46	JDW.L	J D Wetherspoon PLC
47	MAB.L	Mitchells & Butlers PLC
48	MARS.L	Marston's PLC
49	MLC.L	Millennium & Copthorne Hotels PLC
50	PEEL.L	Peel Hotels PLC
51	PUB.L	Punch Taverns PLC
52	RICX.L	Richoux Group PLC
53	RTN.L	Restaurant Group PLC
54	SHEP.ISD	Shepherd Neame Ltd
55	TAST.L	Tasty PLC
56	WTB.L	Whitbread PLC
57	YNGa.L	Young & Co's Brewery PLC
58	MEL.MC	Melia Hotels International SA
59	NHH.MC	NH Hotel Group SA
60	AGL.MI	Autogrill SpA
61	ALSEA.MX	Alsea SAB de CV
62	CIDMEGA.MX	Grupe SAB de CV
63	CMRB.MX	CMR SAB de CV
64	POSADASA.MX	Grupo Posadas SAB de CV
65	REALTURA.MX	Real Turismo SA de CV
66	GSOVI.RTS	Gostinitsa Sovetskaya PAO
67	ROST.MM	ROSINTER RESTAURANTS HOLDING PAO
68	AVTUR.IS	AVTUR.IS
69	AYCES.IS	AYCES.IS
70	MAALT.IS	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisleri AS
71	MARTI.IS	Marti Otel Isletmeleri AS
72	METUR.IS	Metemtur Otelcilik ve Turizm Isletmeleri AS
73	NTHOL.IS	Net Holding AS
74	PKENT.IS	Petrokent Turizm AS

75	TEKTU.IS	Tek-Art Insaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatirimlar AS
76	ULAS.IS	Ulaslar Turizm Yatirimlari ve Dayanikli Tuketim Mallari Ticaret Pazarlama AS
77	UTPYA.IS	Utopya Turizm Insaat Isletmecilik AS
78	ARKR.OQ	Ark Restaurants Corp
79	BABB.PK	BAB Inc
80	BBRG.OQ	Bravo Brio Restaurant Group Inc
81	BH.N	Biglari Holdings Inc
82	BJRI.OQ	BJ's Restaurants Inc
83	BLMN.OQ	Bloomin' Brands Inc
84	BOBE.OQ	Bob Evans Farms Inc
85	BWLD.OQ	Buffalo Wild Wings Inc
86	CAGU.PK	Castle Group Inc
87	CAKE.OQ	Cheesecake Factory Inc
88	CBRL.OQ	Cracker Barrel Old Country Store Inc
89	CCL.N	Carnival Corp
90	CHH.N	Choice Hotels International Inc
91	CHUY.OQ	Chuy's Holdings Inc
92	CMG.N	Chipotle Mexican Grill Inc
93	COSI.OQ	Cosi Inc
94	DAVE.OQ	Famous Dave's of America Inc
95	DENN.OQ	Dennys Corp
96	DHCC.OB	Diamondhead Casino Corp
97	DIN.N	DineEquity Inc
98	DNKN.OQ	Dunkin' Brands Group Inc
99	DPZ.N	Domino's Pizza Inc
100	DRI.N	Darden Restaurants Inc
101	DRII.N	Diamond Resorts International Inc
102	EAT.N	Brinker International Inc
103	FLL.OQ	Full House Resorts Inc
104	GCFB.PK	Granite City Food & Brewery Ltd
105	GIGL.PK	Giggles N' Hugs Inc
106	GTIM.OQ	Good Times Restaurants Inc
107	H.N	Hyatt Hotels Corp
108	HLT.N	Hilton Worldwide Holdings Inc
109	HOT.N	Starwood Hotels & Resorts Worldwide Inc
110	HOTR.OQ	Chanticleer Holdings Inc
111	IRG.OQ	Ignite Restaurant Group Inc
112	JACK.OQ	Jack in the Box Inc
113	JMBA.OQ	Jamba Inc
114	KONA.OQ	Kona Grill Inc
115	LODG.PK	Sholodge Inc

116	LUB.N	Luby's Inc
117	MAR.OQ	Marriott International Inc
118	MCD.N	McDonald's Corp
119	MCS.N	Marcus Corp
120	MHGC.OQ	Morgans Hotel Group Co
121	MHGU.PK	Meritage Hospitality Group Inc
122	NATH.OQ	Nathan's Famous Inc
123	NCLH.OQ	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd
124	NDLS.OQ	Noodles & Co
125	NROM.PK	Noble Roman's Inc
126	PBPB.OQ	Potbelly Corp
127	PLAY.OQ	Dave & Buster's Entertainment Inc
128	PLKI.OQ	Popeyes Louisiana Kitchen Inc
129	PNRA.OQ	Panera Bread Co
130	PRSI.PK	Portsmouth Square Inc
131	PZZA.OQ	Papa John's International Inc
132	RAVE.OQ	Rave Restaurant Group Inc
133	RCL.N	Royal Caribbean Cruises Ltd
134	RICK.OQ	RCI Hospitality Holdings Inc
135	RLH.N	Red Lion Hotels Corp
136	RRGB.OQ	Red Robin Gourmet Burgers Inc
137	RT.N	Ruby Tuesday Inc
138	RUTH.OQ	Ruth's Hospitality Group Inc
139	SAUC.OQ	Diversified Restaurant Holdings Inc
140	SBUX.OQ	Starbucks Corp
141	SCRH.PK	Scores Holding Company Inc
142	SFEF.PK	Santa Fe Financial Corp
143	SKIS.OQ	Peak Resorts Inc
144	SONC.OQ	Sonic Corp
145	SWRL.PK	U-SWIRL Inc
146	TAST.OQ	Carrols Restaurant Group Inc
147	TXRH.OQ	Texas Roadhouse Inc
148	VAC.N	Marriott Vacations Worldwide Corp
149	WEN.OQ	Wendys Co
150	WYN.N	Wyndham Worldwide Corp
151	YUM.N	Yum! Brands Inc