

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

SANAYİDE FON KAYNAK VE KULLANIM
EĞİLİMLERİ:2003-2006 DÖNEMİ ÜZERİNE BİR
İNCELEME

GÖKHAN GÜMÜŞ

2501050508

TEZ DANIŞMANI
PROF.DR.BELKIS SEVAL

İSTANBUL,2008

ÖZ

Bu çalışmada İMKB’de faaliyet gösteren 16 sektöre ait 209 firmanın 2003-2006 yılları arasındaki fon kaynak ve fon kullanımları analiz edilmiş, bu yapıdaki sektörel farklılık ve yıllar içerisindeki değişimler araştırılmıştır. İstatistiki çalışmada tek yönlü varyans analizi kullanılmıştır.

Yapılan araştırmalar sonucunda araştırma kapsamındaki firmaların fon kaynak yapısının finansman hiyerarşisi modeli (pecking order) ile uyumlu olduğu saptanmıştır. Ancak firmaların sermaye yapısı kararlarının sektörler arası farklılık gösterdiğine dair kuvvetli bir istatistiki bulgu bulunamamıştır.

ABSTRACT

In this study, fund allocations and usages of 209 firms in 16 different sectors have been analysed between the years 2003-2006, aiming to determine the sectoral differences and changes in years. One-way analysis of variance is used in statistical analysis.

At the end of the study, firms fund allocations is found to be parallel by pecking order. But a strong correlation between capital structure decision and sectoral difference wasn’t found.

ÖNSÖZ

Bu çalışmada İMKB’de faaliyet gösteren 16 sektöre ait 209 firmanın 2003-2006 dönemi arasındaki fon kaynak ve kullanım dağılımları araştırılmıştır. Dağılımlarda gözlenen sektörel farklılıkların ve yıllar içerisinde görülecek değişimlerin incelenmesi amaçlanmıştır.

Bu amaçları gerçekleştirmek üzere bu 16 sektöre ait 209 firmanın nakit akış tabloları oluşturulmuş, bu tablolar sonucu firmaların fon kaynak ve fon kullanım tabloları ortaya konmuştur. Çıkan oranlar önce sektöre ait oranların yıllara göre değişiminin değerlendirilmesi sonra da oranların sektörler arası farklılık göstermesi açısından varyans analizi yardımıyla istatistiki testlere tabi tutulmuş, sonuçlar değerlendirilmiştir.

İstanbul, 2008

Gökhan GÜMÜŞ

İÇİNDEKİLER

ÖZ(ABSTRACT)	iii
ÖNSÖZ	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ	vii

GİRİŞ	1
-------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

1.SERMAYE YAPISINI AÇIKLAYAN MODELLER	2
---------------------------------------	---

1.1. GELENEKSEL YAKLAŞIM	2
1.2.MÜKEMMEL SERMAYE PAZARI ORTAMINDA SERMAYE YAPISI:MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ	4
1.3.GERÇEK YAŞAM KOŞULLARINDA SERMAYE YAPISI	7
1.3.1.DENGE (İFLAS MALİYETLERİ) MODELİ (TRADE-OFF THEORY)	7
1.3.2.TEMSİL MALİYETLERİ MODELİ (AGENCY THEORY)	8
1.3.3.ASİMETRİK BİLGİ ORTAMI VE FİNANSMAN HİYERARŞİSİ MODELİ	10
1.4.SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN SEKTÖREL FAKTÖRLER	12
1.5.ŞİRKETLERİN,ÜLKELERİN VE SEKTÖRLERİN FİNANSAL YAPILARI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR	15

İKİNCİ BÖLÜM

2.İMKB'DE İŞLEM GÖREN FİRMALARIN SERMAYE YAPILARININ YILLARA VE SEKTÖRLERE GÖRE ANALİZİ	24
---	----

2.1.ARAŞTIRMANIN AMACI,KISITLARI VE METODOLOJİSİ	24
2.2.ÖRNEK TOPLULUĞUN SEÇİMİ	25
2.3.FİRMALARA AİT NAKİT AKIM TABLOLARININ HESAPLANMASINDA KULLANILAN VERİLER	25
2.4.FİRMALARA AİT NAKİT AKIM TABLOLARININ OLUŞTURULMASI	26
2.5.FİRMALARA AİT FON KULLANIM VE KAYNAKLARI TABLOLARININ OLUŞTURULMASI	30
2.6.SEKTÖRLERE AİT FON KULLANIM VE KAYNAKLARI TABLOLARININ OLUŞTURULMASI	32
2.7.İSTATİSTİKSEL OLARAK FARKLILIĞI ARAŞTIRILMAK ÜZERE TANIMLANAN ORANLAR	32

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	
3.SEKTÖRLERİN FİNANSAL YAPILARININ YILLARLA OLAN İLİŞKİSİ	34
3.1.BİLİŞİM SEKTÖRÜ	34
3.2.ELEKTRİK SEKTÖRÜ	36
3.3. GIDA, İÇECEK SEKTÖRÜ	37
3.4.HOLDİNG VE YATIRIM SEKTÖRÜ	38
3.5.İLETİŞİM SEKTÖRÜ	40
3.6. KİMYA, PETROL, PLASTİK SEKTÖRÜ	41
3.7.METAL ANA SEKTÖRÜ	42
3.8. METAL EŞYA, MAKİNA SEKTÖRÜ	43
3.9. ORMAN, KAĞIT, BASIM SEKTÖRÜ	45
3.10.SAVUNMA SEKTÖRÜ	46
3.11.SPOR SEKTÖRÜ	47
3.12. TAŞ, TOPRAK SEKTÖRÜ	48
3.13. TEKSTİL, DERİ SEKTÖRÜ	49
3.14.TİCARET SEKTÖRÜ	51
3.15.TURİZM SEKTÖRÜ	52
3.16.ULAŞTIRMA SEKTÖRÜ	53
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	
4.SEKTÖRLERİN FİNANSAL YAPI İLE OLAN İLİŞKİSİ	56
4.1.SEKTÖRLERİN ORAN 1 İLE OLAN İLİŞKİSİ	56
4.2.SEKTÖRLERİN ORAN 2 İLE OLAN İLİŞKİSİ	56
4.3.SEKTÖRLERİN ORAN 3 İLE OLAN İLİŞKİSİ	57
4.4.SEKTÖRLERİN ORAN 4 İLE OLAN İLİŞKİSİ	57
4.5.SEKTÖRLERİN ORAN 5 İLE OLAN İLİŞKİSİ	58
4.6.SEKTÖRLERİN ORAN 6 İLE OLAN İLİŞKİSİ	58
4.7.SEKTÖRLERİN ORAN 7 İLE OLAN İLİŞKİSİ	59
BEŞİNCİ BÖLÜM	
5.ARAŞTIRMA BULGULARININ YORUMU	60
SONUÇ	66
KAYNAKÇA	68
EKLER	70

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1.5.1. Türk reel sektör firmalarının cari sermaye yapısı (anket sonuçları)	16
Tablo 1.5.2. Uzun vadeli borç/toplam sermaye oranı %100'ü geçen firmaların sektörel dağılımı	16
Tablo 1.5.3. Türk reel sektör firmalarının cari sermaye yapısı (İMKB veritabanı-31.12.2003)	17
Tablo 1.5.4. Türk reel sektör firmalarının kısa vadeli borç/toplam öz sermaye oranı (İMKB veritabanı)	18
Tablo 1.5.5. Türk reel sektör firmalarının bir hedef sermaye yapısına sahip olup olmadıkları sorusuna cevapları	19
Tablo 1.5.6. Türk reel sektör firmalarının yatırımlarını finanse ederken ne sıklıkla hedef sermaye yapılarını izlediği	19
Tablo 1.5.7. Türk reel sektör firmalarının hedef sermaye yapıları	20
Tablo 1.5.8. Hedef sermaye yapılarının olduğunu söyleyen firmaların sermaye yapısı(İMKB veritabanı-31.12.2004)	21
Tablo 2.2.1. Araştırmada kullanılan firmaların sektörlere göre dağılımı	25
Tablo 2.4.1. Nakit Akış Tablosu (Türk Muhasebe Sistemindeki finansal tablolardan hareketle geliştirilmiş)	27
Tablo 2.4.2. Nakit Akış Tablosu (UFRS uygun hazırlanan finansal tablolardan hareketle geliştirilmiş)	29
Tablo 2.5.1. Fon kaynak ve kullanım Tablosu	31
Tablo 2.7.1. Araştırmada kullanılacak finansal oranlar	32
Tablo.3.1. Bilişim Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	34
Tablo.3.2. Elektrik Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	36
Tablo.3.3. Gıda İçecek Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	37
Tablo.3.4. Holding ve Yatırım fon kaynak ve kullanım oranları(%)	38
Tablo.3.5. İletişim Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	40
Tablo.3.6. Kimya Petrol Plastik Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	41
Tablo.3.7. Metal Ana Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	42
Tablo.3.8. Metal eşya makina Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	43
Tablo.3.9. Orman Kağıt Basım Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	45
Tablo.3.10. Savunma Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	46
Tablo.3.11. Spor Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	47
Tablo.3.12. Taş, toprak Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	48
Tablo.3.13. Tekstil Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	49
Tablo.3.14. Ticaret Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	51
Tablo.3.15. Turizm Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	52
Tablo.3.16. Ulaştırma Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)	53
Tablo.3.17. 16 Sektörün 4 yıllık ortalama fon kaynak ve kullanım oranları(%)	55

GİRİŞ

Bu çalışmada İMKB’nda faaliyet gösteren 16 sektördeki 209 firmanın 2003-2006 dönemindeki fon kaynak ve fon kullanım dağılımları araştırılmış, bu yapıdaki sektörel farklılıklar ve yıllara göre değişimler incelenmiştir.

Birinci bölümde önce sermaye yapısı teorilerine değinilmiş, sonra firmanın bulunduğu sektörün firmanın sermaye yapısına etkileri incelenmiş ve son olarak çeşitli araştırmacılarca ülkemizde firmaların sermaye yapılarıyla alakalı yapılan çalışmalarda elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

İkinci bölümde yıllar içerisindeki değişimler ve sektörel farklılıkların incelenmesinde kullanılan istatistiki yöntem olan tek yönlü (faktörlü) varyans analizi anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde sektörlere ait finansal oranların yıllar içerisindeki değişimleri ve dördüncü bölümde finansal oranların yıllar itibarı ile sektörlere göre farklılıklar içermesi ile ilgili elde edilen sonuçlar karşılaştırılmıştır. Beşinci bölümde önce elde edilen sonuçlar yorumlanmış, sonrasında bu sonuçlar konu ile alakalı diğer çalışmaların sonuçları ile kıyaslanmıştır.

Sonuç bölümünde ise araştırma sonucunda elde edilen bulgular doğrultusunda ülkemizdeki firmaların sermaye yapıları kıyaslanmış, sermaye yapısında sektörel farklılıkların varlığı tartışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.SERMAYE YAPISINI AÇIKLAYAN MODELLER

Brealey ve Myers'a göre sermaye yapısı, "firmanın elinde tuttuğu farklı menkul kıymetlerin bir birleşimi"dir.Gitman bu tanımı "uzun vadeli borç/öz sermaye oranı"yla sınırlamıştır.¹

Sermaye yapısı hakkında bilinenler oldukça azdır.Firmaların ihraç ettikleri borç, öz sermaye yada melez menkul kıymetlerden nasıl seçim yaptıkları bilinmemektedir.Yalnızca geçmiş dönemde yapılan çalışmalarda sermaye yapısı değişimlerinin yatırımcılara bilgi ilettikleri bulunmuştur.²

Sermaye yapısına ilişkin başlıca modeller; vergilere, finansal kriz ve iflas maliyetlerine, temsil maliyetlerine ve asimetrik bilgilere dayandırılan modeller olarak gruplandırılabilir.³

1.1. GELENEKSEL YAKLAŞIM

Geleneksel yaklaşıma göre firmanın sermaye maliyeti ve dolayısı ile pazar değeri sermaye yapısındaki değişimlerden etkilenir ve bir firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır.⁴

Geleneksel yaklaşıma göre firmalar belli bir noktaya kadar borçlanarak ortalama sermaye maliyetlerini azaltabilirler ve piyasa değerlerini yükseltebilirler; bu nokta firma için sermaye maliyetini minimum ve pazar değerini maksimum kılan optimum sermaye yapısının olduğu noktadır.⁵

¹ Özgür Arslan,"A Study On The Capital Structure Of The Turkish Real Sector Firms",**İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**,No:33,2005,s.105

² Stewart C. Myers,"The Capital Structure Puzzle",**The Journal of Finance**,vol.39,no.3,July 1984,s.575 (çevrimiçi) http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf 15.01.2008

³ Kerem Özgür Araç,"**Sanayide kaynak kullanım eğilimleri (1995-2000 dönemi)**",Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul 2003,s.2

⁴Kamil Ahmet Köse,"**Temsil Sorunu (Agency Problem) Ve Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarında Temsil Sorununun Önemini Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma**", Yayınlanmamış Doktora Tezi,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul 1997,s.7

⁵ A.e.,s.7-8

Optimum sermaye yapısının elde edildiği noktadan sonra artık yatırımcılar yeni borç kullanımını durumunda artan borç oranları ile birlikte yükselen finansal riske daha fazla önem vereceklerdir. Dolayısıyla firmanın optimum sermaye yapısı birleşimini veren noktaya ulaşıldıktan sonra borçlanmaya devam etmesi halinde öz sermaye maliyetinde meydana gelen artış borcun sermaye maliyetini düşürücü etkisini giderir ve bu noktadan sonra borçlanma sermaye maliyetinin artmasına neden olur.⁶

Dolayısıyla, geleneksel yaklaşıma göre daha düşük maliyetli borcun daha yüksek maliyetli öz sermayenin yerine kullanımı sonucu ulaşılan optimum bir sermaye yapısı birleşimi vardır. Optimal sermaye yapısının elde edildiği noktada işletmenin kullandığı borcun marjinal maliyeti ile öz sermayenin marjinal maliyeti eşittir.⁷

Konuyla alakalı yapılan çalışmalarda pek çok araştırmacı sermaye maliyetinin sermaye yapısına bağlı olduğunu söylemiş ve geleneksel yaklaşımı doğrulamıştır. Barges'e göre borç/öz sermaye oranının artışı belli bir noktaya kadar sermaye maliyetini düşürücü etki yapmakta, ancak kaldırıcın kabul edilebilir düzeyi aşması sonrası sermaye maliyeti yükselmektedir.⁸ Weston ise kaldırıcın artması ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azaldığını ve kaldırıcın sağlayacağı vergi tasarruflarının firma değerinin yükselttiğini belirtmiştir.⁹ Graham-Dodd-Cottle'a göre optimal sermaye yapısı vardır. Bu nokta genelde borçların toplamının sermayenin 1/3'üne eşit olduğu seviyedir ve ender olarak bu oran %50'ye varabilir.¹⁰ Ülkemizde ise Toprakçı'ya göre Türkiye'deki firmalar için optimum sermaye yapısı her sektörlerdeki firmalar için farklıdır ve bu da geleneksel yaklaşımı doğrular.¹¹

⁶ A.e.,s.9

⁷ A.e.

⁸ Hatice Işın Dizdarlar, "Sermaye Yapısı Teorileri Ve Ampirik Bulgular", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 1997, s.36-37

⁹ A.e.

¹⁰ A.e.,s.38

¹¹ A.e.,s.39

1.2.MÜKEMMEL SERMAYE PAZARI ORTAMINDA SERMAYE YAPISI:MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ

Modern sermaye yapısı teorisi Modigliani ve Miller'ın (bundan sonra M-M şeklinde ifade edilecektir) ünlü çalışması ile başlamıştır.M-M'in çalışmaları sermaye yapısının hangi koşullar altında önemsiz olduğunu göstererek benzer çalışmaların izlemesi gereken yönü işaret etmişlerdir.¹²

M-M'in 1958 ve 1963 yıllarında kısıtlayıcı varsayımlar altında yaptıkları bu çalışmalar,bu alanda günümüze değin gelen tartışmaları başlatmıştır.¹³

Modeli incelemeden önce bu kısıtlayıcı varsayımların ne olduğu ifade edilmelidir.Bunlar başlıklar halinde kısaca şu şekilde ifade edilebilir:

- 1.Risk sınıflarının varlığı
- 2.Tarafsız-yansız vergiler
- 3.İhtilafsız sermaye pazarları
 - a.İşlem maliyetlerinin olmaması
 - b.Varlık alışverişleri üzerinde kurumsal kısıtlamaların olmaması
- 4.Yatırımcıların firmalarla aynı şartlarda borçlanması ve borç verebilmesi
- 5.Firmanın finansal politikasının dünya çapında firmanın kazanç modeli hakkında yeni bir bilgi sunmaması
- 6.İflas durumunun var olmaması.¹⁴

M-M'a göre sermaye pazarlarının mükemmel olduğu varsayımı altında ve vergisiz bir ortamda,bir firmanın piyasa değeri ve firmanın sermaye maliyeti o işletmenin sermaye yapısından bağımsızdır.¹⁵M-M'in 1. önerileri firmaların yatırım ve finansman kararlarını birbirinden tamamen ayırmasına olanak sağlar.¹⁶M-M'in 1.

¹² Milton Harris,Arthur Raviv,"The Theory of Capital Structure",**The Journal Of Finance**,vol.46,no.1,March 1991,s.297 (çevrimiçi)

http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/harris_raviv_-_cs_1991.pdf 13.01.2008

¹³ Araç,a.g.e.,s.2

¹⁴ Roy E. Bailey,**The Economics of Financial Markets**, Cambridge University Press,2005,s.6-8 (çevrimiçi) <http://courses.essex.ac.uk/EC/EC372/ec372mm.pdf> 14.01.2008

¹⁵ Köse,a.g.e.,s.10

¹⁶ Araç,a.g.e.,s.2

önermesi şu şekilde ifade edilebilir: Kaldıraçtan yararlanan bir işletmenin değeri (V_l),kaldıraçtan yararlanmayan bir işletmenin değerine (V_u) eşittir.¹⁷

$$V_u = V_l$$

Öte yandan yazarlar kurumlar vergisini dikkate aldıkları durumda, borç kullanan firmanın pazar değerinin tamamı öz sermaye ile finanse edilen firmanın pazar değerinden borcun sağladığı vergi tasarruflarının bugünkü değeri kadar fazla olduğunu göstermişlerdir.M-M’in belirttikleri bu görüşler ile firmaların %100 borç ile finanse edilmeleri durumunda firma değerini en yüksek yapabilecekleri sonucuna varılabilmektedir.Yazarların kısıtlayıcı varsayımları altında, optimal sermaye yapısının %100 borç kullanımı ile oluşması mümkün olabilmektedir.¹⁸Verginin olduğu bir ortamda B kullanılan borç miktarını ve T kurumlar vergisi oranını ifade etmek koşuluyla M-M’in 1. önermesi şu şekilde güncellenebilir:

$$V_l = V_u + B.T$$

M-M 2. önerileri ise öz sermaye maliyetinin finansal kaldıraç seviyesiyle ilişkisini açıklar.M-M’ye göre sermaye yapısı içindeki borcun miktarı arttıkça öz sermaye maliyeti de artacağı için sermaye maliyeti sermaye yapısından bağımsızdır.¹⁹Yazarlar, vergisiz ortamda borç kullanan firmanın öz sermaye maliyetinin, tamamıyla öz sermaye ile finanse edilen firmanın öz sermaye maliyetinden finansal risk nedeniyle oluşan risk primi kadar daha yüksek olduğunu belirtmişlerdir.²⁰Risk primi,kaldıraçtan yararlanmayan yani tamamı ile öz sermaye ile finanse edilmiş bir firmanın öz sermaye maliyeti ile borç maliyeti arasındaki

¹⁷ Köse,a.g.e.,s.11

¹⁸ Tülin Akkum,"Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli Ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma",Yayınlanmamış Doktora Tezi,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul 1998,s.3

¹⁹ Köse,a.g.e.,s.10

²⁰ Araç, a.g.e.,s.3

farkın kaldıraç derecesi ile çarpımı şeklinde ifade edilebilir.Bu halde M-M'nin 2. önermesi şu şekilde ifade edilebilir:²¹

$$k_s = k_u + (k_u - k_b) \frac{B}{S}$$

Vergi dikkate alındığında, borcun faizinin vergiden düşülebilir olması nedeniyle kaldıraçtan yararlanan bir işletmenin hissedarları işletmenin faaliyet gelirinden verginin dikkate alınmadığı duruma göre daha fazla pay alacaklardır.Bu nedenle vergi dikkate alındığında hissedarların talep ettikleri risk primi faiz giderlerinin vergiden düşülebilir olması nedeniyle vergisiz duruma göre daha düşüktür.Dolayısıyla M-M'ın vergili bir dünyada 2. önermesi şu şekildedir:²²

$$k_s = k_u + (k_u - k_b)(1-T) \frac{B}{S}$$

M-M'nin önermeleri önemsiz gözükebilir çünkü bu tip durumlarla gerçek hayatta hiç karşılaşılmaz.Ancak model hala önemini korumakta ve öğretilmektedir çünkü bize çok önemli bir şeyi açıklar, bu da sermaye yapısının hangi koşullarda önemli olduğudur.Teorinin varsayımlarından herhangi biri yada birkaçının ihlali durumunda sermaye yapısı artık önemli bir hal alır.

Stiglitz modelin geçerliliği için yalnızca 2 varsayımın yeterli olduğunu göstermiştir.Bunlar; bireylerin firmalarla aynı faiz oranı üzerinden borçlanabilmeleri ve iflas olasılığının bulunmaması varsayımlarıdır.²³Hamada yaptığı araştırmada,borçtan yararlanan firmanın sistematik riskinin borçtan yararlanmayan firmanın sistematik riskinden yüksek olduğunu göstermiştir.Bu bulgular, artan kaldıraç sonucu riskin artacağı, öz sermaye maliyetinin yükseleceği görüşü ile tutarlı sonuçlardır.²⁴Türen ise yaptığı analizde Türk sermaye piyasasında M-M yaklaşımının geçersiz olduğunu göstermiş, bunun sebebi olarak yetkin bir sermaye piyasasının ve

²¹ Köse,a.g.e.,s.12

²² Köse,a.g.e.,s.17

²³ Dizdarlar, a.g.e.,s.41

²⁴ A.e,s.45

arbitraj işlemleri koşullarının o gün için Türkiye’de bulunmaması ve bireysel borçlanmanın maliyetinin firmaların borçlanmasından hem daha zor hem de daha riskli olmasını göstermiştir.²⁵

Bu konuyu tartışan diğer yazarlar, sermaye yapısının yatırım kararlarının alınmasında önemli olduğunu ve firmaları aşırı düzeyde borçlanmadan alıkoyan nedenler olduğunu belirtmiş ve optimal bir sermaye yapısının var olduğunu ortaya koyan modeller geliştirmiştir. Bu yapıya ilişkin teorik modeller, finansal kriz ve iflas maliyetlerine ve temsil maliyetlerine dayandırılan modeller olarak karşımıza çıkmaktadır.²⁶

1.3.GERÇEK YAŞAM KOŞULLARINDA SERMAYE YAPISI

1.3.1.DENGE (İFLAS MALİYETLERİ) MODELİ (TRADE-OFF THEORY)

Borcun yüksek oranlarda kullanımını sınırlayan Denge Modeli (Trade-Off Theory) firmalarda artan borçlanma oranıyla ortaya çıkan finansal kriz ve iflas riskinin firma değerini azaltacağını ileri sürer.²⁷ İflas maliyeti borcun maliyetine etki eder ve onu ucuz bir kaynak olmaktan çıkarır. Borcun ucuz bir kaynak olmaktan uzaklaşması ise sermaye yapısı içerisinde borç kullanımını etkiler. Dolayısıyla denge modeline göre borcun neden olduğu iflas maliyeti ile borç kullanımından kaynaklanan vergi kalkanının dengelendiği optimum bir sermaye yapısı vardır.²⁸ Modele göre optimal sermaye yapısına ek borçlanmanın sağlayacağı marjinal vergi tasarruflarının bugünkü değerinin, marjinal finansal kriz maliyetlerinin bugünkü değerine eşit olduğu noktada ulaşılır. Firmaların varlık yapıları da dikkate alındığında modelin optimal sermaye yapısını açıklayabildiği belirtilmektedir.²⁹ İflas maliyetlerinin bugünkü değeri ($B.D_{i.m.}$) şeklinde ifade edilir ve vergi dikkate alınırsa, MM

²⁵ A.e, s.46-47

²⁶ Araç, a.g.e., s.3

²⁷ A.e.

²⁸ Köse, a.g.e., s.19

²⁹ Araç, a.g.e., s.3

tarafından ileri sürülen kaldıraçtan yararlanan bir işletmenin değeri iflas maliyeti dikkate alındığında şu şekilde olacaktır:

$$V_l = V_u + B.T - (B.D_{i.m.})^{30}$$

Varlıkları daha çok maddi duran varlıklardan oluşan ve vergi tasarrufundan daha çok yararlanabilecek karlı firmalar daha yüksek borç oranlarına sahip olabilirler. Diğer yandan, karları düşük daha çok maddi olmayan duran varlıklara sahip firmalar ise öz sermaye finansmanına yönelirler. Aşırı borçlanmayla finansal krizin çıkması durumunda, maddi olmayan duran varlıkların daha çok değer kaybına uğraması ve bu firmalarda bu yüzden finansal kriz maliyetlerinin daha yüksek olması beklenir.³¹ Altman'ın bulguları, doğrudan yada dolaylı toplam finansal kriz maliyetlerinin, vergi tasarruflarının bugünkü değeri ile dengelenerek optimal sermaye yapısını belirlemede önemli rol oynadığını göstermektedir.³² Ancak firmanın yüksek karlılığı ile yüksek borç oranları arasındaki olumlu bir ilişki öneren denge modeline rağmen yaklaşık son 50 yıldır yapılan çalışmalar bu önerinin tersi sonuçlar vermektedir.³³

1.3.2. TEMSİL MALİYETLERİ MODELİ (AGENCY THEORY)

Bu alandaki araştırmalar, Fama ve Miller'in daha önceki çalışmaları üzerine (1972), Jensen ve Meckling tarafından (1976) başlatılmıştır.³⁴ Temsil maliyetleri borçtan ve öz sermayeden kaynaklanan temsil maliyetleri olmak üzere 2 ana grupta incelenmiştir. Borçtan kaynaklanan temsil maliyetleri firmanın hissedarları ile firmanın tahvil sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları, öz sermayeden kaynaklanan temsil maliyetleri ise firma yöneticileri ile firma hissedarları arasındaki menfaat çatışmaları sonucu oluşan maliyetler olarak tanımlanmaktadır.³⁵

³⁰ Köse, **a.g.e.**, s.21

³¹ Araç, **a.g.e.**, s.3

³² Dizdarlar, **a.g.e.**, s.69

³³ **A.e.**, s.74

³⁴ Harris, Raviv, **a.g.e.**, s.300

³⁵ Araç, **a.g.e.**, s.3-4

Toplam temsil maliyetlerini minimum kılacak şekilde borç ile oluşan marjinal temsil maliyetlerinin, öz sermaye ile oluşan marjinal temsil maliyetine eşit olduğu borç/öz sermaye oranı optimal sermaye yapısını vermektedir.³⁶İflas maliyetleri de dikkate alındığında borç artışı,bir yandan M-M tarafından ileri sürüldüğü gibi işletme değerinin artmasına neden olurken diğer yandan iflas maliyetleri ve borçtan kaynaklanan temsil maliyetleri nedeniyle işletme değerinin azalmasına da neden olmakta,bunun sonucunda borç artışıyla işletme değerinde sağlanan artış iflas maliyetleri ve temsil maliyetleri tarafından giderilmektedir.Dolayısıyla verginin var olduğu bir ortamda MM tarafından ileri sürülen kaldıraçtan yararlanan bir firmanın değeri iflas maliyetleri ve $(B.D_{i.m.})$ şeklinde ifade edilebilecek temsil maliyetleri dikkate alındığında aşağıdaki gibi olacaktır:³⁷

$$V_l = V_u + B.T - (B.D_{i.m.}) - (B.D_{t.m.})$$

Son dönemlerde sermaye yapısı ile ilgili araştırmaların çoğu bu teori hakkındadır.Jensen ve Meckling yönetici ile hissedarlar arasındaki çatışmanın borç kullanımı ile azaltılabileceğini söyler.³⁸Stulz yatırımcılar için kar payı ödemeleri daha iyi olsa da yöneticilerin tüm fonları yatırıma yöneltmek isteyeceğini söyler.³⁹Harris ve Raviv ise yatırımcılar firmanın iflasını istese de yöneticilerin faaliyetlerini sürdürme eğiliminde olduğunu söyler.⁴⁰Green ise borca dayalı temsil maliyetlerinin azaltılması için değiştirilebilir tahvil ve varantların kullanılmasını söyler.⁴¹

³⁶ Araç, **a.g.e.**,s.4

³⁷ Köse, **a.g.e.**,s.25

³⁸ Dizdarlar, **a.g.e.**,s.81-82

³⁹ **A.e.**,s.82

⁴⁰ **A.e.**

⁴¹ **A.e.**

1.3.3.ASİMETRİK BİLGİ ORTAMI VE FİNANSMAN HİYERARŞİSİ MODELİ

Asimetrik bilgiyi dikkate alarak sermaye yapısını açıklayan yaklaşımlar, firma yöneticilerinin firmanın varlıkları ve yatırımlarının getirileri hakkında özel bilgileri olduğunu, ancak sermaye pazarındaki yatırımcıların bu doğru bilgilere firma yönetimiyle aynı zamanda ulaşamadıklarını, bu bilgi farklılığının ise asimetrik bilgi ortamını oluşturduğunu ifade eder.⁴²

Burada 2 tip yaklaşım söz konusudur.Bu teorik yaklaşımlardan bir kısmı, firma yöneticilerinin sermaye yapısındaki değişiklikleri ve kar payı politikalarını kullanarak, firmaya ilişkin yöneticilerin sahip olduğu bilgileri sermaye pazarındaki yatırımcılara aktarabileceklerini belirtir.Diğer yaklaşımlar ise, firma yöneticilerinin asimetrik bilgiden dolayı firmanın optimal olmayan yatırım kararları almasını önlemek amacıyla sermaye yapısını oluşturacağını belirtir.⁴³

Firmanın yöneticilerinin pazara bilgi aktarımı yönteminde kullanabilecekleri çeşitli yöntemler içinde en etkili işaretlerin sermaye yapısındaki değişiklikler ve kar payı politikaları sonucu verebileceği belirtilmektedir.⁴⁴

S.A.Ross makalesinde yüksek kaldıraç oranlarının firma yöneticileri tarafından firmanın olumlu geleceğini yansıtan bir sinyal olarak kullanılabileceğini belirtir.⁴⁵Heinkel de Ross'a benzer nitelikte bir modeli dikkate alır.Firma değeri yüksek olan firmalar, daha çok borç ihraç ederler.Yüksek değerli firmalar gibi davranmak için daha düşük değerli firmalar, daha düşük fiyatlanmış borç ihraç etmek ve aşırı fiyatlanmış öz sermayenin miktarını azaltmak zorunda kalır.⁴⁶Bir diğer sinyal veren model John'un modelidir.Borç almaya zorunlu olan firmalar ve yüksek maliyetli yeni borç almaya başlayan firmalar sadece öz sermaye ihraç ederken, düşük maliyetli yeni borçlanmaya başlayan firmalar, borç ihraç ederek bu sinyali verirler.⁴⁷Konu hakkında bir diğer çalışma H. E. Leland ve D.H. Pyle'a aittir. Bu

⁴² Araç, **a.g.e.**,s.4

⁴³ **A.e.**

⁴⁴ **A.e.**

⁴⁵ Dizdarlar,**a.g.e.**,s.110

⁴⁶ Dizdarlar,**a.g.e.**,s.111

⁴⁷ **A.e.**

çalışmaya göre, firmanın kurucuları halka açılma sırasında paylarını yüksek oranlarda tutarlarsa, firma için yüksek fiyat / kazanç oranları oluşabilir. Firma sahibinin öz sermayedeki payının firma değerine olan pozitif etkisiyle firma sermaye yapısında daha yüksek borç kullanabilir.⁴⁸

Myers ve Majluf'un asimetrik bilgi ortamında firmaların menkul kıymet ihracı ve yatırım kararlarına ilişkin teorik modelleri 1984 yılında yayınladıkları makale ile açıklamışlardır. Bu modelle asimetrik bilginin firmayı pazarca en az yanlış değerlemeye maruz kalacak menkul kıymeti ihraç etmeye yönlendirdiği, firmanın yeterli düzeyde nakdi değerler stoku oluşturmasının ve karlı yatırım fırsatları karşısına çıkınca bu kaynakla finanse etmesinin firma değerini arttıracak, asimetrik bilgi kalıcı ise nakdi değerler stokunu hisse senedi ihracından çok dağıtılmayan karlarla oluşturmanın daha doğru olacağı ifade edilmiştir.⁴⁹

Myers'in finansman hiyerarşisi yaklaşımına göre yatırımların finansmanında öncelikle firma içi kaynaklar tercih edilir. Zira fonların iç kaynaklardan sağlanması, yatırımcılar tarafından olumsuz bir işaret olarak algılanmayacak ve böylece hisse senetlerinin fiyatı düşmeden yatırımlar gerçekleştirilebilecektir.⁵⁰

Firma içi kaynakların yeterli olmaması ve firma dışı kaynaklara başvurulmasının gerekli olduğu durumda Myers'in finansman hiyerarşisi yaklaşımına göre dışsal finanslama seçenekleri arasında öncelikle borç tercih edilir. Zira öz sermaye ihracı yatırımcılar açısından olumsuz bir sinyal olarak algılanarak hisse senetlerinin değerinin düşmesine neden olur. Ayrıca borca ilişkin ihraç maliyetleri öz sermayeye ilişkin ihraç maliyetlerinden daha düşüktür. Bu nedenle borçla finansman öz sermayeyle finansmana tercih edilir. Finansman hiyerarşisi yaklaşımına göre dışsal öz sermaye finanslaması (yeni hisse senedi ihracı) en son başvurulacak finanslama seçeneği olacaktır.⁵¹

Uzun dönemde firmanın değerini finansman kararlarından ziyade faaliyetleri ile yatırımları ile ilgili kararların belirlediği, bu nedenle nakdi değerler stokunun oluşturulması sonucu firmanın yatırım fırsatları karşısına çıktıkça bunların finansmanını kolaylıkla sağlayabileceği belirtilmektedir. Dağıtılmayan karların

⁴⁸ A.e., s.113

⁴⁹ Araç, a.g.e., s.7

⁵⁰ Köse, a.g.e., s.29

⁵¹ A.e., s.29-30

kullanılması ve zaman içinde nakdi değerler stokunun oluşturulması gelecekte hisse senedi ihracıyla ortaya çıkacak olumsuzlukları azaltır ve optimal olmayan yatırım kararlarının alınmasını önler.⁵²

Myers'a göre, karları yüksek olan firmalar, düşük optimal borç oranlarına sahip olmalarından dolayı değil, dış kaynaklara fazla gereksinim duymadıkları için düşük oranlarda borçlanırlar. Diğer yandan, karları düşük olan firmalar yatırımlar için firmada yeterli kaynak yaratamadıkları için borçlanmaya yönelirler.⁵³

Myers ve Majluf asimetrik bilginin yeni tahvil yada hisse senedi çıkarmayı engelleyebildiğini bunun da pozitif NBD'i olan yatırımları engellediğini söyler. Bunu engellemenin yolu nakit değerler stoku oluşturmaktır.⁵⁴ P. Asquit ve D.W. Mullins, R.W. Masulis ve A.N. Korwar ve W.H. Mikkelsen ve M.M. Partch 1986 yılında yayınladıkları makalelerinde, yeni hisse senedi çıkarımı duyurularının firmanın hisse senedi fiyatlarında önemli düşüşler yarattığını ampirik bulgularla desteklemişlerdir.⁵⁵ Heinkel ve Zercher'e göre borç, tamamen öz sermaye ile finanslamadan doğan yatırım sorunlarını giderir.⁵⁶ Brennan ve Kraus, Constantinides ve Grundy "finansman hiyerarşisi modelini desteklemezler. Yazarlar tahvili hisse senedi yerine ihraç etmenin gerekmediği, sorunun sinyal verme yaklaşımı çözüleceğini söyler.⁵⁷ Bradford ise vazgeçilen yatırım probleminin yeni hisse senedi ihracında yöneticilere alım hakkı verilerek giderilebileceğini söyler.⁵⁸

1.4.SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN SEKTÖREL FAKTÖRLER

Firmaların sermaye yapıları firmanın içinde bulunduğu sektöre göre de etkilenir. Bu tip etkilerin ilki mevsimsel etkilerdir. Satışlarında mevsimsel hareketlerin geniş etkisi görülen endüstriler, mevsimsel hareketlerin daha az görüldüğü endüstrilere kıyasla

⁵² Araç, a.g.e., s.8

⁵³ A.e., s.8-9

⁵⁴ Dizdarlar, a.g.e., s.102

⁵⁵ A.e., s.103

⁵⁶ A.e., s.104

⁵⁷ A.e., s.105

⁵⁸ A.e., s.109

görelî olarak büyük ölçüde esnek kısa süreli finansman kaynaklarına gereksinme duyarlar.⁵⁹

Bir diğerk etki ise konjonktürel hareketlerdir.Genellikle dayanıksız tüketim malı üreten endüstrilerin, aile bütçesi içerisinde ağırlıkları önemsiz ucuz mallar üreten endüstrilerin ve ürettikleri mamullerin kullanılışı yaygın bir alışkanlık halini almış endüstrilerin satışları, konjonktür hareketlerinden geniş ölçüde etkilenmez.Buna karşılık gelir esnekliğı yüksek malların satışları, ulusal gelirdeki dalgalanmalardan daha büyük iniş ve çıkışlar gösterir.Özellikle dayanıklı tüketim malları üreten sektörlerle, sermaye malı üreten sektörlerde konjonktürel duyarlılık fazladır.⁶⁰Konjonktürel duyarlılığı fazla olan sektörlerde konjonktürel duyarlılığı az olan sektörlerle kıyasla görelî olarak daha fazla öz sermaye kullanmaları, riski hafifletmek açısından yararlıdır. Mevsimlik veya dönemsel hareketlerden etkilenme, satışların istikrarlılığı başlığında toplanabilir.Satışları istikrarlı ve büyüme potansiyeli olan sektörler, daha yüksek sabit finansman yükü taşıyabilirler.Bu tür sektörlerde finansal kaldıraç oranının yüksek olması normaldir.Buna karşılık, satışları kararsız olan sektörler ağır faiz yükünden kaçınmalıdırlar.⁶¹

Firmanın içinde bulunduğu sektörün rekabet düzeyi bir diğerk etkendir.Rekabetin şiddetli olduğu, gelecek dönemlerde satışların ve karların sağlıklı bir şekilde tahmininin güç olduğu sektörlerde, aşırı bir risk yüklenmemek için, öz sermaye ile finansmana borçlanmadan daha fazla ağırlık verilmesi yerinde bir karardır.Rekabetin olmadığı veya rekabetin sınırlı olduğu sektörlerde satış ve karlar,rekabetin yüksek olduğu sektörlerle kıyasla nispeten fazla olup, sağlıklı bir şekilde tahmin edilebilme olanakları fazla olduğundan bu sektörlerde faaliyette bulunan firmaların finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanarak finansal kaldıraç derecesini yükseltmeleri riskli bir durum yaratmaz.⁶²

Firmanın sektörünün yaşamının hangi evresinde olduğu bir diğerk etkendir.Sektörün emekleme veya çocukluk döneminde, başarısızlık olasılığı daha yüksek olduğundan, finansmanda riski azaltabilmek için öz sermayeye ağırlık verilmesi, diğerk bir

⁵⁹Tuba Toprakçı, "Firmaların Sermaye Yapısı,Sermaye Yapısını Etkileyen Etmenler Ve Türkiye'de Sektörle Finansal Yapı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma",Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi,İstanbul,1994,s.197

⁶⁰ A.e.,s.197-198

⁶¹ A.e.,s.198

⁶² A.e.,s.198-199

deyimle, emniyet ilkesinin, finansal kaldıracın cazibesine ağır basması yerinde olur. Endüstrinin büyüme, gelişme döneminde ise, finansmanda esneklik, hareket serbestisi, gereksinen fonların kolayca ve süratle sağlanması ön plana çıkar. Sektörlerin olgunluk çağında genellikle gözlenen, firmaların oto-finance yoluyla öz sermayelerini takviye etmiş olmaları nedeniyle borç/öz sermaye oranının düşme eğilimi göstermesidir. Bu, evrede dikkatler daha çok, mevsimlik ve dönemsel dalgalanmaların mali sonuçlarını karşılamak üzerinde toplanmaktadır. Sektör, durgunluk veya gerilemiş döneminde ise, kullanılan fonların kolayca daralmasına olanak verecek bir finansal yapı sağlanması önem kazanmaktadır.⁶³

Sektör bazında genel kabul görmüş ve yerleşmiş bazı finansal gelenekler de firmanın sermaye yapısını etkiler. Bir endüstri kolunda çalışan firmanın finansal yapısını ortaya koyan oranların, endüstride yerleşmiş finansman geleneklerinden veya gözlenen tipik oranlardan farklar göstermesi halinde, firmanın özellikle finansman kurumlarından yeni ek kaynaklar bulması güçleşebileceği gibi, sağlanacak ek kaynakların maliyeti daha yüksek olabilir. Bu nedenle firmalar, ilgili endüstri kolunda yerleşmiş adetlere, tipik oranlara yaklaşan bir finansal yapıya sahip olmak eğiliminde bulunabilirler.⁶⁴

Finansal yapı ile sektör arasındaki ilişkiyi araştıran ilk ampirik çalışma Schwartz ve Aronson tarafından gerçekleştirilmiştir. Schwartz ve Aronson, aynı endüstri grubunda bulunan firmaların finansal yapılarının istatistiksel olarak belirgin farklılıklar göstermezken, değişik endüstri grubuna dahil olan firmaların finansal yapılarının istatistiksel olarak belirgin farklılıklar gösterdiği savını test etmişlerdir. Araştırma sonucunda aynı endüstri grubuna bağlı firmaların öz varlık/toplam varlık oranları birbirlerine çok yakın çıkarken, gruplar arasında belirgin farklılıklar ortaya çıkmıştır. Araştırmanın bulguları sektörler arası finansal yapı farklılıklarını vurgularken, optimum sermaye yapısı kavramını da dolaylı yoldan desteklemektedir.⁶⁵

⁶³ A.e.s.199-200

⁶⁴ A.e.s.200

⁶⁵ A.e.s.200-201

Konu ile alakalı bir başka çalışma Scott ve Martin tarafından yapılmıştır. Araştırmanın sonucunda sektörle finansal yapı arasında istatistiksel olarak belirgin farklılıklar ortaya çıkmıştır.⁶⁶

Bir başka araştırma ise Ferri ve Jones tarafından yapılmıştır. Yazarlar, gerçekleştirdikleri çoklu regresyon analizi sonucunda, endüstri dalı ile finansal yapı arasında belli bir ilişki bulmakla beraber, bu ilişkinin daha önce belirtildiği ölçüde güçlü olmadığını ileri sürmüşlerdir.⁶⁷

Konu ile alakalı bir diğer araştırma Gupta'ya aittir. Gupta'nın araştırması, işletmenin varlıklarının bileşiminin de finansal yapıyı belirlemede önemli bir rol oynadığını vurgulamaktadır. Buna göre, varlıkları içinde döner değerlerin payı büyük olan işletmeler daha çok kısa vadeli borçlanma yoluna gittiklerinden, Toplam Yabancı Sermaye / Toplam Kaynaklar oranları yükselmekte buna karşılık, likidite oranları düşmektedir.⁶⁸

Finans yazınında, endüstri ile finansal yapı arasında ilişki bulmayan tek araştırma Remmers, Stopnehill, Wright ve Beckhiusen (RSWB) tarafından yapılmıştır. Ancak, bu çalışmada ortaya çıkan finansal yapı ile sektör arasındaki bağımsızlık ilişkisi daha sonra finans yazarları tarafından varyans analizinin yanlış uygulanması sonucu olarak yorumlanmıştır.⁶⁹

1.5.ŞİRKETLERİN,ÜLKELERİN VE SEKTÖRLERİN FİNANSAL YAPILARI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Sermaye yapısına dair araştırma döneminde gerçekleştirilen ve Türk reel sektör firmalarını içine alan bir çalışma, Özgür Arslan tarafından yapılmıştır.⁷⁰ Bu çalışma İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)'nda işlem görmekte olan Türk reel sektör firmalarının sermaye yapısını analiz etmekte olup, aynı zamanda bu firmaların finansal karar alma süreçlerini incelemektedir. Araştırmada sermaye yapısı “uzun vadeli borç/öz sermaye oranı” şeklinde ifade edilmiştir. Sonuçlar söz konusu

⁶⁶ A.e.s.204

⁶⁷ A.e.s.205

⁶⁸ A.e.s.206

⁶⁹ A.e

⁷⁰ Arslan,a.g.e.,107

firmaların finansman yöneticilerinin anket sorularına verdikleri cevaplarla oluşturulmuştur. Çalışmanın ampirik bulguları şunlardır;

Tablo 1.5.1. Türk reel sektör firmalarının cari sermaye yapısı (anket sonuçları)

	Şirket sayısı	Yüzde oranı	Kümülatif Oran
Uzun dönemli borç yok	0	0.0%	0.0%
%10'a kadar	69	50.7%	50.7%
%11-%20	19	14.0%	64.7%
%21-%30	15	11.0%	75.7%
%31-%40	9	6.6%	82.4%
%41-%50	6	4.4%	86.8%
%51-%60	4	2.9%	89.7%
%61-%70	3	2.2%	91.9%
%71-%80	3	2.2%	94.1%
%81-%90	2	1.5%	95.6%
%91-%100	1	0.7%	96.3%
%100'den fazla	5	3.7%	100.0%
Toplam	136		

Sonuçlara göre firmaların yarısından fazlası (%51) nın uzun dönemli borcunun sermaye yapısındaki oranı yani uzun vadeli borç/öz sermaye oranı %10'un altındadır. Firmaların çoğunluğunun (%65) uzun dönemli borcunun oranı %20'nin altındadır. Bu da bize bu oranın çok düşük seviyelerde olduğunu göstermektedir.⁷¹

Tablo 1.5.2. Uzun vadeli borç/toplam sermaye oranı %100'ü geçen firmaların sektörel dağılımı

Firmanın ana endüstri ya da sektörü	Firma sayısı
Otomotiv	1
Çimento	1
Kimya	1
Yiyecek	1
Tekstil ve Deri	1
Toplam	5

⁷¹ A.e.

Uzun vadeli borç/öz sermaye oranı %100 ve üzerinde olan firmaların hepsinin farklı sektörlerde olduğu gözlenmektedir. Buna göre Türkiye’de borç finansmanını özendiren belirli bir sektör olmadığı söylenebilir.⁷²

Tablo 1.5.3. Türk reel sektör firmalarının cari sermaye yapısı (İMKB veritabanı-31.12.2003)

	Şirket sayısı	Yüzde oranı	Kümülatif Oran
Uzun dönemli borç yok	0	0.0%	0.0%
%10'a kadar	67	49.3%	49.3%
%11-%20	21	15.4%	64.7%
%21-%30	16	11.8%	76.5%
%31-%40	9	6.6%	83.1%
%41-%50	6	4.4%	87.5%
%51-%60	4	2.9%	90.4%
%61-%70	3	2.2%	92.6%
%71-%80	3	2.2%	94.9%
%81-%90	1	0.7%	95.6%
%91-%100	1	0.7%	96.3%
%100'den fazla	5	3.7%	100.0%
Toplam	136		

Tablolar karşılaştırıldığında bilançodan elde edilen sonuçlar ile şirketlerdeki finans yöneticilerinin verdiği cevapların uyumlu olduğu gözlenmektedir.

⁷² A.e.,s.108

Tablo 1.5.4. Türk reel sektör firmalarının kısa vadeli borç/toplam öz sermaye oranı (İMKB veritabanı)

	Şirket sayısı	Yüzde oranı	Kümülatif Oran
Kısa dönemli borç yok	0	0.0%	0.0%
%10'a kadar	32	23.5%	23.5%
%11-%20	23	16.9%	40.4%
%21-%30	15	11.0%	51.5%
%31-%40	14	10.3%	61.8%
%41-%50	11	8.1%	69.9%
%51-%60	9	6.6%	76.5%
%61-%70	10	7.4%	83.8%
%71-%80	7	5.1%	89.0%
%81-%90	6	4.4%	93.4%
%91-%100	5	3.7%	97.1%
%100'den fazla	4	2.9%	100.0%
Toplam	136		

Tablo sonucuna göre firmaların %40'ı çalışmalarını çok az miktar kısa vadeli borç ile gerçekleştirse de(%20 ve altı k.v.borç/toplam öz sermaye), örneklerin %30'u kısa vadeli borç/toplam öz sermaye oranlarının %50'yi aşması sebebiyle büyük oranlarda kısa vadeli borç kullanmıştır.Bu aşamada çıkan en ilginç sonuç firmaların uzun vadeli borç kullanmaktan kaçındıklarıdır.Bunun en temele sebebi ise firmaların Türkiye'deki sermaye pazarlarından bu uzun vadeli borçları alamamasıdır.Bunun yerine ise kısa vadeli borçları bankalardan temin ederler.Ayrıca enflasyon da kısa vadeli borcun uzun vadeliye tercihinin sebeplerinden biridir.Enflasyon seviyelerindeki düşüş sürse de, oran pek çok gelişmekte olan ülkelere kıyasla hala yüksektir.Bu ve nominal faiz oranlarındaki belirsizlik firmaların borçlarının vade yapısını kısaltmaktadır.⁷³

⁷³ A.e.,s.110-111

Tablo 1.5.5. Türk reel sektör firmalarının bir hedef sermaye yapısına sahip olup olmadıkları sorusuna cevapları

	Şirket sayısı	Yüzde oranı	Kümülatif Oran
Evet	118	86.8%	86.8%
Hayır	18	13.2%	100.0%
Toplam	136		

Araştırma sonucuna göre,firmaların çok büyük bir kısmı (%87) kendilerine uzun vadeli bir sermaye yapısı saptamışlardır.Firmalar sermaye yapısına uzun vadeli bir perspektiften bakmış ve uzun vadeli borç hedefleri saptamışlardır.⁷⁴

Tablo 1.5.6. Türk reel sektör firmalarının yatırımlarını finanse ederken ne sıklıkla hedef sermaye yapılarını izlediği

	Şirket sayısı	Yüzde oranı	Kümülatif Oran
Hiç	0	0.0%	0.0%
Yılda bir kez	14	11.9%	11.9%
Yılda iki kez	25	21.2%	33.1%
Her 3 ayda 1	37	31.4%	64.4%
Her ay	31	26.3%	90.7%
Her bir proje değerlemesinde	11	9.3%	100.0%
Toplam	118		

Tabloya göre araştırmadaki şirketlerden yarısından fazlası (%58) sistematik olarak (her 3 ayda 1 yada her ay) sermaye yapısını kontrol etmekte ve yatırımlarını finanse ederken hedeflerini izlemektedir.Ancak yalnızca firmaların %10'u her bir proje finansmanında hedef sermaye yapılarını gözden geçirmektedirler.Ancak gene de bu firmaların hedef sermaye yapılarını proje finansmanında değerlendirmeye aldıkları gerçeğini değiştirmemektedir.⁷⁵

⁷⁴ A.e.s.112

⁷⁵ A.e.s.112-113

Tablo 1.5.7. Türk reel sektör firmalarının hedef sermaye yapıları

	Şirket sayısı	Yüzde oranı	Kümülatif Oran
Uzun dönemli borç yok	0	0.0%	0.0%
%10'a kadar	37	31.4%	31.4%
%11-%20	25	21.2%	52.5%
%21-%30	16	13.6%	66.1%
%31-%40	12	10.2%	76.3%
%41-%50	10	8.5%	84.7%
%51-%60	7	5.9%	90.7%
%61-%70	3	2.5%	93.2%
%71-%80	3	2.5%	95.8%
%81-%90	2	1.7%	97.5%
%91-%100	1	0.8%	98.3%
%100'den fazla	2	1.7%	100.0%
Toplam	118		

Tabloya göre hedef sermaye yapısı içinde uzun vadeli borç kullanmamayı düşünen firma yoktur. Gene uzun vadeli borç oranının hedef sermaye yapısı içindeki payı firmaların büyük kısmınca %20 ve altı olarak belirlenmiştir. Ancak cari sermaye yapısı içinde bu oran %65 iken hedef sermaye yapısında %53 olmuştur. Gene %0-%10 arası uzun vadeli borcun hedef sermaye yapısında olmasını hedefleyen firmaların oranı %31 iken cari yapılarda bu oran %53'tür. Buradan firmaların çokça kısa vadeli borçlanmış olsalar da, gelecekte daha fazla uzun vadeli borçlanma yapmaya yönelimlerini vurguladıkları gözlenebilir.⁷⁶

⁷⁶ A.e.s.114

Tablo 1.5.8. Hedef sermaye yapılarının olduğunu söyleyen firmaların sermaye yapısı(İMKB veritabanı-31.12.2004)

	Şirket sayısı	Yüzde oranı	Kümülatif Oran
Uzun dönemli borç yok	0	0.0%	0.0%
%10'a kadar	32	27.1%	27.1%
%11-%20	29	24.6%	51.7%
%21-%30	19	16.1%	67.8%
%31-%40	14	11.9%	79.7%
%41-%50	8	6.8%	86.4%
%51-%60	6	5.1%	91.5%
%61-%70	3	2.5%	94.1%
%71-%80	2	1.7%	95.8%
%81-%90	2	1.7%	97.5%
%91-%100	1	0.8%	98.3%
%100'den fazla	2	1.7%	100.0%
Toplam	118		

Bu firmaların sonuçlara çok yaklaşıncaya kadar bu hedefi takip ettikleri görülmektedir.Bir önceki tabloyla sonuçlar açısından benzerlikler de bunu gösterir.Bir önceki tabloda %53 olan %20 ve altı uzun vadeli borç kullanımı burada %51, %31 olan %10 ve altı borç kullanımı %27 olarak saptanmıştır.Buradan öz sermayeye göre çok az olsa da uzun vadeli borç payının büyüdüğü söylenebilir.Bu da düşen enflasyon oranları ve gelecekteki faiz oranlarındaki açıklıkla ifade edilebilir.Firmalar ekonomideki düzelmeye birlikte kurumsal borçlarının vadelerinin uzunluğunu büyütme konusunda iyimserdir.⁷⁷

Sonuçlar firmaların uzun vadeli borç kullanımından kaçınmakta ve kısa vadeli borcu tercih etmekte olduğunu göstermektedir.Firmaların çoğunluğu geleceğe yönelik bir sermaye yapısı hedeflemekte ve yatırımlarının finansmanında söz konusu hedeflerini sistematik olarak takip etmekte olduklarını onaylamaktadırlar.Firmalar hedefledikleri sermaye yapılarında uzun vadeli borç kullanımlarının payını arttırmayı planladıklarını belirtmektedirler ve söz konusu bulgu firmaların bir sonraki yıla ait finansal tabloları incelenerek doğrulanmıştır.⁷⁸

⁷⁷ A.e.s.114-115

⁷⁸ A.e.s.103

Konuyla alakalı bir diğer çalışma Kerem Özgür Araç tarafından yapılmıştır.⁷⁹Türkiye'de 1995 - 2000 Yıllarında 14 sektörde yapılan kaynak kullanım dağılımı çalışmasında elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

1. 14 sektörde yapılan çalışmada kullanımlar içinde en yüksek payı %37.5 ile maddi duran varlıklara yapılan yatırımlar almaktadır.Yatırım harcamalarına en yüksek payı ayıran üç sektör içinde ilk sırayı %64,3 ile faaliyet konusu yatırım yapmak olan Holdingler ve Yatırım şirketleri Sektörü almaktadır.Bu sektörü takip eden iki sektör Perakende Ticaret Sektörü (%61,2) ile Elektrik, Gaz ve Su Sektörü'dür (%58,3).En düşük yatırım harcamaları gerçekleştiren üç sektör sırasıyla Toptan Ticaret Sektörü (%11,9) Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü (%26,8) ve Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörüdür (%27,2).

2. Toplam kullanımlar içinde ikinci sırada %34 pay ile net işletme sermayesi yer almaktadır.Net işletme sermayesine en fazla yatırım yapan üç sektör sırasıyla Bilişim ve Haberleşme Sektörü (%51,5), Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik ürünler Sektörü (%49,1) ve Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü'dür (%46,5).Net işletme sermayesine en az ihtiyaç duyan sektör Elektrik, Gaz ve Su Sektörü (% 10,9) olmuştur.Diğer sektörler Perakende Ticaret Sektörü (%21,2) ve Turizm Sektörü'dür (%20).

3. Sektörlerin kullanımlarına ilişkin en çarpıcı sonuç faiz ve ana para taksiti ödemelerinin ortalama toplam kullanımların %28,5'ine ulaşmasıdır.Bu oran üç sektörde %40'ın üstünde (Basım ve Yayın Sektörü %41,2, Toptan Ticaret Sektörü %46,7, Turizm Sektörü %42,6) , beş sektörde %25 - %40 arasında (Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü %33,6, Elektrik, Gaz ve Su Sektörü %30,8, Gıda, içki ve Tütün Sektörü %28,5, Metal Ana Sanayi Sektörü %38,9, Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü %26,2) değerlere ulaşmıştır.Faiz ve anapara ödemesine en az fon ayıran sektörler Holdingler ve Yatırım şirketleri Sektörü (% 13,4), Perakende Ticaret Sektörü (%17,6) ve Bilişim ve Haberleşme Sektörü (%18,8) olmuştur.

⁷⁹ Araç,a.g.e.,s.50-54

4.Araştırmanın kapsamına giren şirketlerin kaynak yapısına baktığımız zaman en belirgin özellik şirketlerin kaynak yapısı içinde en fazla payı istikrarlı bir biçimde faaliyetlerden yaratılan kaynakların almasıdır (%60,5).Bilişim ve Haberleşme Sektörü (%76,2), Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü (%70,5), Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü (%67,5) ve Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü (%67,8) en fazla iç kaynak kullanan sektörler olmuştur.

5. Borç kullanımı fon kaynakları içinde %31,3'lük bir payla ikinci sırada yer almaktadır.Dört sektör toplam kaynaklar içinde %40'in üstünde borç kullanmıştır. Bunlar Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü (%41,6), Gıda, içki ve Tütün Sektörü (%41,9), Metal Ana Sanayi Sektörü (%41,7) ve Toptan Ticaret Sektörü'dür (%40).En fazla kısa vadeli borç kullanan sektörler ise Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü (%22,4) ve Toptan Ticaret Sektörü'dür (%30,4).En az kısa vadeli borç kullanan sektörler ise Elektrik, Gaz ve Su Sektörü (%0) ve Basım ve Yayın Sektörü'dür (%4). Uzun vadeli borç / Toplam kaynaklar oranı en yüksek iki sektör Elektrik, Gaz ve Su Sektörü (%43,3) ile Metal Ana Sanayi Sektörü'dür (%33,3). En düşük oran ise Bilişim ve Haberleşme Sektörü (%9,5) ile Toptan Ticaret Sektörü'nde (%9,6) gözlenmektedir.

6. Yaratılan toplam kaynaklar içinde en düşük pay %8,2 ile sermaye artışlarına aittir. En yüksek oranda sermaye artışı kaynağı kullanan Holdingler ve Yatırım Şirketleri Sektörü (%21) ile Perakende Ticaret Sektörü (% 14,5) olmuştur. En düşük sermaye artışı ise Basım Ve Yayın Sektörü (%4,8) ile Elektrik, Gaz ve Su Sektörü'dür (%5).

İKİNCİ BÖLÜM

2.İMKB'DE İŞLEM GÖREN FİRMALARIN SERMAYE YAPILARININ YILLARA VE SEKTÖRLERE GÖRE ANALİZİ

2.1.ARAŞTIRMANIN AMACI,KISITLARI VE METODOLOJİSİ

Bu çalışmada İMKB'de faaliyet gösteren 16 sektöre ait 209 firmanın 2003-2006 yılları arasındaki fon kaynak ve kullanım yapıları araştırılmış ve yıllar içindeki eğilimlerin ve sektörel farklılıkların incelenmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan bilanço, gelir tablosu, nakit akış tablosu ve öz sermaye değişim tabloları kullanılmıştır.Firmalara ait enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş tablolardan faydalanılmıştır.

Sektörlere ait fon kullanım ve fon kaynak tabloları oluşturulurken, sektör içinde tanımlanan tüm firmalara ait değerler toplanmış ve sektörler için toplam fon kullanım ve fon kaynak tabloları oluşturulmuştur.Veriler üzerinde 2 tip istatistik çalışması yapılmıştır.İlk çalışmada sektörlerin finansal yapılarının 4 yıllık zaman diliminde istatistiksel olarak birbirinden anlamlı bir farklılık gösterip göstermedikleri araştırılmıştır.İkinci çalışmada ise 16 sektöre ait finansal yapının her yıl için istatistiksel olarak birbirlerinden anlamlı bir farklılık gösterip göstermedikleri araştırılmıştır.Her iki çalışmada da tek yönlü varyans analizi tekniği kullanılmıştır.⁸⁰

Sektörlere ait toplam fon kullanım ve fon kaynakları tablolarında görülen yıllar itibari ile gözlenen istikrarlı yapının yada farklılığın, bu farklılığın trendinin(artış/azalış/dalgalanma) istatistiksel olarak belirlenmesi, sektörlerin kaynak kullanım dağılımlarını ortaya koyacaktır.Bu yapının sektörler arasında gösterdiği farklılık da istatistiksel olarak test edilmiştir.

⁸⁰ Neyran Orhunbilge,Örnekleme Yöntemleri Ve Hipotez Testleri,İşletme Fakültesi Yayınları,İstanbul,1997,s.181

2.2.ÖRNEK TOPLULUĞUN SEÇİMİ

İMKB Internet sitesindeki “firmaların sektörlere göre dağılımı” isimli dokümandaki firmalar esas alınmış ve 2003-2006 yılları için 209 firma 16 sektör altında sınıflandırılmıştır.Bu firmaların isimleri ek olarak yer almaktadır.Firmaların sektörlere dağılımları aşağıdaki gibidir:

Tablo 2.2.1. Araştırmada kullanılan firmaların sektörlere göre dağılımı

GIDA, İÇECEK	23
TEKSTİL, DERİ	27
ORMAN, KAĞIT, BASIM	16
KİMYA, PETROL, PLASTİK	23
TAŞ, TOPRAK	25
METAL ANA	13
METAL EŞYA, MAKİNA	26
ELEKTRİK	4
ULAŞTIRMA	4
TURİZM	5
TİCARET	10
İLETİŞİM	1
SPOR	4
HOLDİNG VE YATIRIM	18
BİLİŞİM	9
SAVUNMA	1

2.3.FİRMALARA AİT NAKİT AKIM TABLOLARININ HESAPLANMASINDA KULLANILAN VERİLER

Yukarıda sözü edilen firmalara ait 4 yıllık (2003-2006) bilanço, gelir tablosu, nakit akış tablosu, öz sermaye değişim tablosu ve ekleri İMKB’nin Internet sitesinden alınmıştır.Firmalara ait nakit akım tabloları 4 sene için hesaplanmıştır.Bilanço ve gelir tablosu örneği ek olarak verilmiştir.Tüm veriler yeni Türk lirası olarak girilmiştir.

Nakit akım tablolarının hesabında bilanço ve gelir tablosu, firmanın hazırladığı nakit akış tablosu ve öz sermaye değişim tablosu değerlerinin haricinde, bu belgelerin yada belgelerdeki gerekli verilerin eksikliği halinde amortisman değerlerinin toplamı, sermaye artırımları, finansman giderleri, kıdem tazminatlarının değerleri ve ayrıntıları finansal tablo dipnotlarından alınmıştır.

Sermaye artışları verilerde nakdi ve nakdi olmayan olmak üzere 2 türlü tanımlanmıştır.Yalnızca nakdi sermaye artışları nakit akış tablosunda sermaye artışı olarak değerlendirilmiştir.Nakdi olmayan sermaye artışının kaynakları ise geri kalan her tür sermaye artışını içermektedir.

2.4.FİRMALARA AİT NAKİT AKIM TABLolarının OLUŞTURULMASI

Nakit akım tablolarının hesaplanmasındaki amaç firmanın faaliyetlerden yarattığı yada yaratamadığı nakit bilgisine, firmanın finansal yükümlülüklerini yerine getirdikten sonraki olumlu yada olumsuz nakit bilgisine ve firmanın yatırımları da düşüldükten sonra toplam nakit fazlası yada açığı bilgisine ulaşmaktır.

Bu çalışmada kullanılan nakit akım tablosu formatları aşağıda yer almaktadır.Bunlardan ilki tek düzen muhasebe sistemindeki finansal tablolardan hareketle geliştirilen formattır.Net Kar değerine nakit çıkışı gerektirmeyen gider kalemleri amortisman gideri ve kıdem tazminatı gideri eklenmiştir.Firmanın faaliyetleri ile ilgili bilanço kalemlerindeki 2 yıl arasındaki değişimler de dikkate alındığında firmanın faaliyetlerden yarattığı nakit değerine ulaşılmıştır.Faiz, anapara taksiti ve temettü ödemeleri firmanın toplam finansal yükümlülüklerini gösterir.Bu değer çıkarılması sonrası finansal yükümlülüklerden sonraki nakit değeri bulunur. Maddi duran varlıklardaki değişime amortisman gideri eklenip maddi duran varlıklara yapılan yatırım değeri bulunur.Finansal duran varlıklardaki değişim bize iştiraklere ayrılan yatırım değerini verir.Maddi olmayan duran varlıklar ve diğer duran varlıklardaki değişim de dikkate alındığında toplam yatırım değeri bulunur.Bu değer finansal yükümlülüklerden sonraki nakit değerinden çıkartıldığında,toplam nakit açığı/fazlası bulunur.

Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardaki değişim ile son seneye ait bedelli sermaye artışının toplamı firmanın toplam finansmanına eşittir.

Tablo 2.4.1. Nakit Akış Tablosu (Türk Muhasebe Sistemindeki finansal tablolardan hareketle geliştirilmiş)

NET KONSOLİDE DÖNEM KARI / (ZARARI)
+ Amortisman
+ Kıdem Tazminatı
+ Faiz
Δ Kısa Vadeli Ticari Alacaklar
Δ Diğer Kısa Vadeli Alacaklar
Δ Stoklar
Δ Diğer Dönen Varlıklar
Δ Uzun Vadeli Ticari Alacaklar
Δ Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar
Δ Ticari Borçlar
Δ Diğer Kısa Vadeli Borçlar
Δ Alınan Sipariş Avansları
Δ Diğer Borç ve Gider Karşılıkları
Δ Uzun vadeli Ticari Borçlar
Δ Diğer Uzun Vadeli Ticari Borçlar
Δ Diğer Uzun Vadeli Borç ve Gider Karşılıkları
TOPLAM
FAALİYETLERDEN YARATILAN NAKİT
Finansal Yükümlülükler :
Faiz
Anapara Taksidi
Temettü
FİN. YÜK. SONRASI NAKİT
Yatırımlar :
Maddi Duran Varlıklar
İştirakler
Maddi Olmayan Duran Varlıklar
Diğer Duran Varlıklar
TOPLAM YATIRIMLAR

TOPLAM NAKİT AÇIĞI / FAZLASI
Finansman :
Kısa Vadeli Banka Kredisi
Uzun Vadeli Banka Kredisi
Diğer Uzun Vadeli Fin. Borçlar
Diğer Kısa Vadeli Fin. Borçlar
Sermaye Artışı
TOPLAM FİNANSMAN
Haz. Değerler + Men. Kıymetler

İkinci kullanılan format ise uluslar arası finansal raporlama standartlarına (UFRS) uygun hazırlanan finansal tablolardan hareketle geliştirilen formattır. Net Kar değerine nakit çıkışı gerektirmeyen gider kalemleri amortisman gideri ve kıdem tazminatı gideri eklenmiştir. Firmanın faaliyetleri ile ilgili bilanço kalemlerindeki 2 yıl arasındaki değişimler de dikkate alındığında firmanın faaliyetlerden yarattığı nakit değerine ulaşılmıştır. Faiz, anapara taksiti ve temettü ödemeleri firmanın toplam finansal yükümlülüklerini gösterir. Bu değer çıkarılması sonrası finansal yükümlülüklerden sonraki nakit değeri bulunur.

Maddi duran varlıklardaki değişime amortisman gideri eklenip maddi duran varlıklara yapılan yatırım değeri bulunur. Finansal duran varlıklardaki değişim bize iştiraklere ayrılan yatırım değerini verir. Maddi olmayan duran varlıklar ve diğer duran varlıklardaki değişim de dikkate alındığında toplam yatırım değeri bulunur. Bu değer finansal yükümlülüklerden sonraki nakit değerinden çıkartıldığında, toplam nakit açığı/fazlası bulunur.

Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardaki değişim, kısa ve uzun vadeli finansal kiralama borçlarındaki değişim ile son seneye ait bedelli sermaye artışının toplamı firmanın toplam finansmanına eşittir.

Tablo 2.4.2. Nakit Akış Tablosu (UFRS uygun hazırlanan finansal tablolardan hareketle geliştirilmiş)

Net Kar
+ Amortisman
+ Kıdem Tazminatı
+ Faiz
Δ Menkul Kıymetler (net)
Δ Ticari Alacaklar (net)
Δ Finansal Kiralama Alacakları (net)
Δ İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)
Δ Diğer Alacaklar (net)
Δ Canlı Varlıklar (net)
Δ Stoklar (net)
Δ Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)
Δ Ertelenen Vergi Varlıkları
Δ Diğer Cari/Dönen Varlıklar
Δ Ticari Borçlar (net)
Δ İlişkili Taraflara Borçlar (net)
Δ Alınan Avanslar
Δ Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)
Δ Borç Karşılıkları
Δ Ertelenen Vergi Yükümlülüğü
Δ Diğer Yükümlülükler (net)
Δ Diğer Finansal Yükümlülükler (net)
FAALİYETLERDEN YARATILAN NAKİT
Finansal Yükümlülükler :
Faiz
Anapara Taksidi
Temettü
FİN. YÜK. SONRASI NAKİT
Yatırımlar :
Δ Finansal Varlıklar (net)
Δ Pozitif/Negatif Şerefiye (net)
Δ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)
Δ Maddi Varlıklar (net)
Δ Maddi Olmayan Varlıklar (net)

Δ Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar

TOPLAM YATIRIMLAR

TOPLAM NAKİT AÇIĞI / FAZLASI

Finansman :

Δ k.v.Finansal Boçlar (net)

Δ u.v.Finansal Boçlar (net)

Δ Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)

Sermaye Artışı

TOPLAM FİNANSMAN

Hazır Değerler

Bir de bahsedilmesi gereken 2005 öncesi kullanılan ufrs formatı vardır.Bu tip bilançolarda standart bir plan yoktur.Ancak hesap biçimleri UFRS ile aynıdır.Bu tip bilançolar için ayrı bir format hazırlanmamış, diğer UFRS'ye göre hazırlanan format kullanılarak nakit akış tabloları oluşturulmuştur.

2.5.FİRMALARA AİT FON KULLANIM VE KAYNAKLARI TABLOLARININ OLUŞTURULMASI

Çalışmamızda kullandığımız fon kaynaklarının ve fon kullanımlarının hesaplanması aşağıdaki gibi ifade edilmiştir.

Tablo 2.5.1. Fon kaynak ve kullanım Tablosu

Fon Kullanımları
Yatırım Harcamaları
Net İşletme Sermayesi
Faiz + Anapara Taksiti
Borç Geri Ödemesi
TOPLAM
Fon Kaynakları
İç Kaynak
1) Faaliyetlerden
2) Net İşletme Sermayesinden
Dış Kaynak
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)
3) Sermaye Artışı
TOPLAM

Yatırım harcamaları için kullanılan fon nakit akım tablosunda bulunan toplam yatırımlara eşittir. Net işletme sermayesi kalemleri ile hazır değerler kaleminin toplamından net işletme sermayesi için kullanılan fon değerine ulaşılır. Nakit akım tablosundaki faiz ve anapara taksiti kalemlerinin toplamı bize bu kalemler için kullanılan fon değerini verir.

İç kaynaklardan 2 türlü fon yaratılabilir. Net işletme sermayesi fon olarak kullanılmadığı, aksine kaynak yarattığı zaman burada değerlendirmeye alınmıştır. Faaliyetlerden yaratılan iç kaynak ise; net kar/zarar, amortisman giderleri, kıdem tazminatı karşılıklarındaki değişim ve temettü kalemlerinin toplamından bulunur. Dış kaynak yeni borç ve sermaye artışı toplamına eşittir. Yeni borç uzun vadeli ve kısa vadeli olmak üzere 2 türüdür. Uzun vadeli borç nakit akış tablosundaki uzun vadeli banka kredisi değeri, kısa vadeli borç ise nakit akış tablosundaki kısa vadeli banka kredisi değeridir.

2.6.SEKTÖRLERE AİT FON KULLANIM VE KAYNAKLARI TABLOLARININ OLUŞTURULMASI

Sözü edilen 16 farklı sektöre ait 209 firma için nakit akım tabloları önceki bölümlerde açıklandığı gibi hesaplanmış bu tablolar yardımıyla da fon kullanım ve kaynakları tabloları oluşturulmuştur.Aynı sektöre ait fon kullanım ve kaynakları tablolarının kalemleri toplanmış, bu değerler kullanım kalemleri ise toplam kullanım, kaynak kalemleri ise toplamı kaynak değerine oranlanarak sektörlere ait yüzdelere ulaşılmıştır.Bu tablolar bölüm 3’te yer almaktadır.

2.7.İSTATİSTİKSEL OLARAK FARKLILIĞI ARAŞTIRILMAK ÜZERE TANIMLANAN ORANLAR

Araştırmanın birinci ve ikinci bölümünde finansal yapıyı ortaya koyacak 7 oran belirlenmiştir.Bu oranlar aşağıdadır:

Tablo 2.7.1. Araştırmada kullanılacak finansal oranlar

Oran1	Yatırım Harcamaları/Toplam Kullanım
Oran2	Net İşletme Sermayesi/Toplam Kullanım
Oran3	Faiz + Anapara Taksiti/Toplam Kullanım
Oran4	İç Kaynak/Toplam Kaynak
Oran5	Yeni Borç(Uzun Vadeli)/Toplam Kaynak
Oran6	Yeni Borç(Kısa Vadeli)/Toplam Kaynak
Oran7	Sermaye Artışı/Toplam Kaynak

Araştırmanın ilk bölümünde her sektör ve bu sektöre ait 7 farklı oran için toplam 98 adet (7*14) varyans analizi yapılmıştır.Savunma sektörü ve İletişim sektörü yalnızca 1’er firma ile temsil edildiğinden varyans analizinin uygulanmasında sütunlar içi varyans-açıklanamayan varyans şeklinde de ifade edilen $\delta_w^{2\ 81}$ değerinin hesaplanmasında sorun yaşanmakta bu da F değerinin elde edilmesini imkansız kılmaktadır.Bu sebeple araştırmada bu 2 sektör bölüm-3 de istatistiki analize tabi

⁸¹ a.e.

tutulmamıştır.Bu bölümde yıllar kategorileri, sektörde o sene faaliyet gösteren firmaların ilgili oran değerleri ise gözlemleri oluşturmuştur.Bu analizin sonuçları bölüm de özetlenmiştir.

Araştırmanın ikinci bölümünde 2003-2006 arası her sene bu 7 orana ait toplam 28(7*4) varyans analizi yapılmıştır.Bu bölümde sektörler kategorileri sektörlerdeki firmalara ait ilgili oran değerleri gözlemleri oluşturmaktadır.Bu analizlerin sonuçları bölümde özetlenmiştir.Araştırma bulguları bölümde yorumlanmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. SEKTÖRLERİN FİNANSAL YAPILARININ YILLARLA OLAN İLİŞKİSİ

Bu bölümde sektörler için tanımlanan ortalama kullanım ve kaynak yapısına ait finansal oranların 4 senelik zaman dilimindeki (2003-2006) değerlerinin istatistiksel olarak birbirlerinden anlamlı bir farklılık gösterip göstermedikleri araştırılmıştır. İlgili finansal oranlar sektörler için fon kullanım ve kaynakları tablolarından hesaplanmıştır.

3.1. BİLİŞİM SEKTÖRÜ

Tablo.3.1. Bilişim Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	23.22%	4.23%	31.53%	15.08%	18.52%
Net İşletme Sermayesi	16.78%	56.89%	55.47%	54.84%	45.99%
Faiz + Anapara Taksiti	53.29%	36.97%	9.60%	13.43%	28.32%
Borç Geri Ödemesi	6.71%	1.90%	3.40%	16.64%	7.16%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	15.67%	70.97%	84.37%	61.61%	58.15%
2) Net İşletme Sermayesinden	69.82%	0.79%	1.80%	8.89%	20.33%
					78.48%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	0.00%	0.02%	3.28%	10.69%	3.50%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	14.52%	12.92%	8.46%	16.40%	13.08%
3) Sermaye Artışı	0.00%	15.29%	2.09%	2.41%	4.95%

	F	F <i>ölçütü</i>
Oran1	0,5661	3,0088
Oran2	2,2770	3,0088
Oran3	1,9011	3,0088
Oran4	0,2175	3,0088
Oran5	0,4420	3,0088
Oran6	0,2146	3,0088
Oran7	1,0047	3,0088

F ölçütü $> F; H_0$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F; H_1$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Bilişim sektörü fonlarının önemli miktarını iç kaynaklardan (%78) temin etmiştir. Fon kullanımlarının önemli bir kısmı (%46) net işletme sermayesi harcamalarına gitmiştir. Sektörde hiçbir oran yıllar içerisinde anlamlı bir değişikliğe uğramamıştır.

3.2.ELEKTRİK SEKTÖRÜ

Tablo.3.2. Elektrik Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	68.00%	55.28%	55.39%	38.13%	54.20%
Net İşletme Sermayesi	0.00%	5.59%	17.91%	10.14%	8.41%
Faiz + Anapara Taksiti	32.00%	35.14%	26.65%	50.90%	36.17%
Borç Geri Ödemesi	0.00%	3.99%	0.05%	0.83%	1.22%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	58.95%	35.37%	18.10%	27.33%	34.94%
2) Net İşletme Sermayesinden	0.88%	10.44%	26.84%	9.03%	11.80%
					46.74%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	34.48%	54.19%	37.99%	47.32%	43.50%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	5.69%	0.00%	17.07%	15.87%	9.66%
3) Sermaye Artışı	0.00%	0.00%	0.00%	0.45%	0.11%

	F	F ölçütü
Oran1	1,0321	3,8625
Oran2	0,6241	3,8625
Oran3	0,2948	3,8625
Oran4	1,4073	3,8625
Oran5	0,2881	3,8625
Oran6	0,7456	3,8625
Oran7	0,6923	3,8625

F ölçütü $> F_0$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F_1$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Elektrik sektörü fon kaynağı olarak büyük ölçüde (%54)yeni borç alımından faydalanmış bunu yakın bir oran (%47) ile iç kaynaklar takip etmiştir.Yaratılan fonların yarısı (%54) yatırım harcamalarına giderken kalan tutarın büyük kısmı da (%36) faiz ve anapara taksidi ödemelerinde kullanılmıştır.Sektörde hiçbir oran yıllar içerisinde anlamlı değişikliğe uğramamıştır.

3.3. GIDA, İÇECEK SEKTÖRÜ

Tablo.3.3. Gıda İçecek Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	19.12%	15.11%	53.64%	52.19%	35.01%
Net İşletme Sermayesi	25.18%	25.33%	12.33%	12.59%	18.86%
Faiz + Anapara Taksiti	35.19%	33.57%	23.69%	20.90%	28.34%
Borç Geri Ödemesi	20.51%	25.99%	10.35%	14.31%	17.79%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	76.67%	58.43%	45.19%	44.43%	56.18%
2) Net İşletme Sermayesinden	0.99%	20.42%	10.38%	6.59%	9.59%
					65.78%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	8.98%	7.89%	13.39%	42.71%	18.24%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	10.72%	9.49%	26.38%	5.04%	12.91%
3) Sermaye Artışı	2.63%	3.77%	4.65%	1.23%	3.07%

	<i>F</i>	<i>F</i> <i>ölçütü</i>
Oran1	2,4974	2,7218
Oran2	3,1896	2,7218
Oran3	2,2861	2,7218
Oran4	1,4708	2,7218
Oran5	1,4107	2,7218
Oran6	0,4848	2,7218
Oran7	0,7756	2,7218

F ölçütü>F; H_0 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü<F; H_1 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Gıda ve içecek Sektörü büyük oranda (%66) iç kaynaklardan fon sağlamış bunu yarısı oranında (%31) yeni borç alımı takip etmiştir. Harcamaların en önemli kalemi (%35) yatırım harcamaları iken bunu faiz ve anapara ödemeleri (%28) takip etmiştir. Yıllar içerisinde net işletme sermayesi kalemleri niteliğindeki fon kullanımları anlamlı bir farklılık göstermiştir.

3.4.HOLDİNG VE YATIRIM SEKTÖRÜ

Tablo.3.4. Holding ve Yatırım fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	3.45%	41.90%	56.56%	0.34%	25.56%
Net İşletme Sermayesi	27.10%	23.96%	26.11%	42.97%	30.03%
Faiz + Anapara Taksiti	22.61%	23.36%	15.32%	35.33%	24.15%
Borç Geri Ödemesi	46.84%	10.78%	2.01%	21.36%	20.25%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	48.30%	68.30%	50.69%	71.04%	59.58%
2) Net İşletme Sermayesinden	14.85%	5.12%	0.94%	0.50%	5.35%
					64.93%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	22.80%	2.23%	39.82%	22.59%	21.86%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	0.02%	7.16%	6.56%	2.21%	3.99%
3) Sermaye Artışı	14.03%	17.19%	2.00%	3.66%	9.22%

	F	F <i>ölçütü</i>
Oran1	1,3262	2,8271
Oran2	1,2183	2,8271
Oran3	1,1023	2,8271
Oran4	0,1524	2,8271
Oran5	1,0870	2,8271
Oran6	0,9781	2,8271
Oran7	2,2284	2,8271

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Holding ve yatırım sektörü kaynaklarının büyük kısmını (%65) iç kaynaklardan elde etmiş buna kıyasla az bir miktarda ise (%22) yeni borç alımında bulunmuştur. Sektörün en önemli harcama kalemi net işletme sermayesi harcamaları (%30) olmuş, faiz ve anapara taksiti kalemleri (%24) ve yatırım harcamaları düşük oranlarda (%26) seyretmiştir. Buna yakın bir miktarda borç geri ödemesi yapılmıştır. Sektörde hiçbir finansal oran yıllar içinde anlamlı değişikliğe uğramamıştır.

3.5.İLETİŞİM SEKTÖRÜ

Tablo.3.5. İletişim Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	12.48%	31.96%	43.76%	43.21%	32.85 %
Net İşletme Sermayesi	3.61%	41.90%	12.81%	22.29%	20.15 %
Faiz + Anapara Taksiti	18.45%	8.28%	43.42%	27.84%	24.50 %
Borç Geri Ödemesi	65.46%	17.87%	0.00%	6.65%	22.49 %
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	100.00%	72.84%	79.70%	71.69%	81.06 %
2) Net İşletme Sermayesinden	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00 %
					81.06 %
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	0.00%	0.00%	15.14%	28.31%	10.86 %
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	0.00%	27.16%	5.16%	0.00%	8.08 %
3) Sermaye Artışı	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00 %

İletişim sektörü kaynaklarının çok büyük kısmını (%81) iç kaynaklardan karşılamış kalan kısmı ise yeni borç alımı yoluyla tedarik etmiştir.Sektör en çok (%33) yatırım harcamalarına fon ayırmış,bunu faiz ve anapara taksiti(%25) ve net işletme sermayesi harcamaları (%20) takip etmiş,bir o kadar da borç geri ödemesi yapılmıştır.

3.6. KİMYA, PETROL, PLASTİK SEKTÖRÜ

Tablo.3.6. Kimya Petrol Plastik Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	16.25%	21.54%	53.00%	48.96%	34.94 %
Net İşletme Sermayesi	14.70%	27.57%	15.73%	20.04%	19.51 %
Faiz + Anapara Taksiti	23.36%	30.51%	27.95%	23.03%	26.21 %
Borç Geri Ödemesi	45.69%	20.38%	3.32%	7.97%	19.34 %
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	65.78%	85.94%	65.22%	61.88%	69.70 %
2) Net İşletme Sermayesinden	24.66%	2.38%	10.09%	5.70%	10.71 %
					80.41 %
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	7.07%	7.69%	9.70%	26.35%	12.70 %
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	1.33%	2.69%	13.51%	5.23%	5.69 %
3) Sermaye Artışı	1.17%	1.30%	1.47%	0.84%	1.20 %

	<i>F</i>	<i>F</i> <i>ölçütü</i>
Oran1	0,0783	2,7203
Oran2	0,9364	2,7203
Oran3	0,2986	2,7203
Oran4	1,8850	2,7203
Oran5	1,7369	2,7203
Oran6	3,6651	2,7203
Oran7	1,1013	2,7203

F ölçütü $> F; H_0$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F; H_1$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Kimya,petrol,plastik sektörü kaynaklarının büyük kısmını (%80) iç kaynakları vasıtası ile karşılamış bunun yanında bir miktarda (%13) yeni borç kullanmıştır.Harcamalarının en önemli kısmı (%35) yatırım harcamaları olurken,bunu faiz ve anapara taksitleri (%26) takip etmiştir.Finansal oranlardan toplam fon kaynakları içerisindeki kısa vadeli borç alımlarının payı yıllar içerisinde anlamlı farklılıklar göstermiştir.

3.7.METAL ANA SEKTÖRÜ

Tablo.3.7. Metal Ana Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	45.50%	27.73%	64.36%	52.87%	47.62 %
Net İşletme Sermayesi	31.56%	59.28%	16.79%	31.51%	34.79 %
Faiz + Anapara Taksiti	19.98%	11.77%	14.79%	11.45%	14.50 %
Borç Geri Ödemesi	2.95%	1.21%	4.06%	4.17%	3.10 %
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	92.99%	77.58%	49.72%	60.74%	70.26 %
2) Net İşletme Sermayesinden	2.53%	0.14%	4.37%	0.07%	1.78 %
					72.04 %
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	0.52%	2.82%	34.47%	32.36%	17.54 %
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	3.97%	15.62%	11.44%	6.83%	9.46 %
3) Sermaye Artışı	0.00%	3.84%	0.00%	0.00%	0.96 %

	<i>F</i>	<i>F</i> <i>ölçütü</i>
Oran1	2,4607	2,8327
Oran2	2,7783	2,8327
Oran3	0,3526	2,8327
Oran4	1,4266	2,8327
Oran5	4,2983	2,8327
Oran6	0,1568	2,8327
Oran7	1,0813	2,8327

F ölçütü>F; H_0 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü<F; H_1 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Metal ana sektörü büyük oranda iç kaynaklardan(%72) kısmen de yeni borç alımı (%27) yolu ile fon kaynağı sağlamıştır.Fon kullanımlarının büyük kısmı (%48) yatırım harcamalarına gitmiş,bunu net işletme sermayesi harcamaları (%35) takip etmiştir.Yıllar içerisinde uzun vadeli borç kullanımının toplam fon kaynakları içerisindeki payı anlamlı biçimde değişmiştir.

3.8. METAL EŞYA, MAKİNA SEKTÖRÜ

Tablo.3.8. Metal eşya makina Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	23.33%	27.23%	43.16%	30.67%	31.10%
Net İşletme Sermayesi	16.20%	32.61%	15.99%	28.29%	23.27%
Faiz + Anapara Taksiti	33.65%	30.27%	31.85%	39.09%	33.72%
Borç Geri Ödemesi	26.82%	9.88%	9.00%	1.95%	11.92%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	86.51%	80.00%	63.34%	47.45%	69.32%
2) Net İşletme Sermayesinden	0.70%	0.62%	8.58%	4.60%	3.62%
					72.95%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	10.09%	6.76%	20.25%	20.57%	14.42%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	1.91%	9.18%	7.73%	26.19%	11.25%
3) Sermaye Artışı	0.79%	3.45%	0.11%	1.20%	1.38%

	F	F <i>ölçütü</i>
Oran1	3,2277	2,7058
Oran2	1,8492	2,7058
Oran3	0,5837	2,7058
Oran4	1,6849	2,7058
Oran5	1,0574	2,7058
Oran6	4,2414	2,7058
Oran7	0,8332	2,7058

F ölçütü $> F_0$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F_1$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Metal eşya, makine sektörünün temel fon kaynağı (%73) iç kaynaklar olup, bunu yeni borç alımları (%25) takip etmiştir. Fon kullanım kalemlerinin oranı birbirine yakındır ve en başta faiz ve anapara taksitlerine (%34) bundan sonra yatırım harcamalarına (%31) fon kullanılmıştır. Toplam fon kullanımları içerisinde yatırım harcamalarının payı ile toplam fon kaynakları içerisinde uzun vadeli borçlanmanın payı yıllar içerisinde anlamlı bir biçimde değişmiştir.

3.9. ORMAN, KAĞIT, BASIM SEKTÖRÜ

Tablo.3.9. Orman Kağıt Basım Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	22.63%	32.50%	52.80%	31.20%	23.47%
Net İşletme Sermayesi	34.04%	26.54%	27.69%	29.47%	29.44%
Faiz + Anapara Taksiti	44.45%	21.23%	15.79%	29.39%	27.71%
Borç Geri Ödemesi	44.13%	19.73%	3.73%	9.94%	19.38%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	78.90%	55.76%	78.13%	57.88%	67.67%
2) Net İşletme Sermayesinden	9.17%	10.66%	0.29%	7.77%	6.97%
					74.64%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	1.12%	8.26%	9.07%	21.54%	10.00%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	10.81%	5.27%	6.51%	3.34%	6.48%
3) Sermaye Artışı	0.00%	20.05%	6.00%	9.47%	8.88%

	<i>F</i>	<i>F</i> <i>ölçütü</i>
Oran1	4,1627	2,7940
Oran2	0,6222	2,7940
Oran3	1,6364	2,7940
Oran4	0,7636	2,7940
Oran5	1,8001	2,7940
Oran6	0,7950	2,7940
Oran7	0,6213	2,7940

F ölçütü $> F; H_0$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F; H_1$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Orman,kağıt,basım sektörünün en önemli fon kaynağı iç kaynaklardır(%75).Bunu birbirine yakın oranlarda yeni borç alışı(%17) ve nakdi sermaye artışları (%8) takip etmektedir.En çok net işletme sermayesi harcamaları yapılmış(%29) bunu faiz ve anapara ödemeleri (%28) ve yatırımlar için harcama takip etmiştir(%23).Sektörde toplam fon kullanımları içerisindeki yatırım harcamalarının payı yıllar içerisinde anlamlı bir biçimde değişim göstermiştir.

3.10.SAVUNMA SEKTÖRÜ

Tablo.3.10. Savunma Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	99.49%	99.50%	62.51%	65.48%	81.74%
Net İşletme Sermayesi	0.00%	0.00%	35.97%	0.00%	8.99%
Faiz + Anapara Taksiti	0.51%	0.50%	1.50%	1.87%	1.10%
Borç Geri Ödemesi	0.00%	0.00%	0.02%	32.65%	8.17%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	89.83%	98.21%	69.18%	79.17%	84.10%
2) Net İşletme Sermayesinden	9.82%	1.51%	0.00%	20.20%	7.88%
					91.98%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	0.00%	0.00%	0.00%	0.63%	0.16%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	0.35%	0.28%	30.82%	0.00%	7.86%
3) Sermaye Artışı	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Savunma sektörü çok önemli ölçüde iç kaynakları yoluyla(%92) finansal kaynak temin etmiştir.Az bir oranda da yeni borç alımı (%8) yapılmıştır.Harcamaların çok büyük kısmı yatırım harcaması (%82) niteliğinde olup bunu az oranda net işletme sermayesi (%9) takip eder.

3.11.SPOR SEKTÖRÜ

Tablo.3.11. Spor Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	75.40%	29.52%	41.22%	10.18%	39.08%
Net İşletme Sermayesi	24.22%	46.80%	32.00%	68.32%	42.83%
Faiz + Anapara Taksiti	0.39%	14.72%	13.88%	10.89%	9.97%
Borç Geri Ödemesi	0.00%	8.96%	12.89%	10.61%	8.12%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	42.10%	39.52%	58.84%	88.26%	57.18%
2) Net İşletme Sermayesinden	12.14%	23.92%	13.19%	11.74%	15.25%
					72.43%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	13.73%	36.57%	12.50%	0.00%	15.70%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	5.80%	0.00%	15.46%	0.00%	5.32%
3) Sermaye Artışı	26.23%	0.00%	0.00%	0.00%	6.56%

	<i>F</i>	<i>F</i> <i>ölçütü</i>
Oran1	1,1327	3,7083
Oran2	0,6103	3,7083
Oran3	0,2994	3,7083
Oran4	1,1306	3,7083
Oran5	0,6541	3,7083
Oran6	1,1124	3,7083
Oran7	1,8128	3,7083

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Spor sektörünün temel fon kaynağı iç kaynaklardır(%72) bunu yeni borç kullanımı takip etmektedir(%21).En önemli fon kullanım kalemleri ise net işletme sermayesi harcamaları (%43) ve yatırım harcamalarıdır(%39).Yıllar içinde hiçbir tanımlanmış oran anlamlı bir biçimde değişim göstermemiştir.

3.12. TAŞ, TOPRAK SEKTÖRÜ

Tablo.3.12. Taş,toprak Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	44.89%	50.84%	69.78%	48.52%	53.51%
Net İşletme Sermayesi	32.88%	30.79%	19.67%	32.22%	28.89%
Faiz + Anapara Taksiti	15.64%	15.25%	8.05%	17.61%	14.14%
Borç Geri Ödemesi	6.59%	3.13%	2.50%	1.65%	3.47%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	86.31%	79.34%	65.86%	75.39%	76.72%
2) Net İşletme Sermayesinden	3.01%	1.00%	2.87%	0.67%	1.89%
					78.61%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	8.12%	10.78%	25.76%	14.22%	14.72%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	2.25%	7.95%	4.87%	9.71%	6.20%
3) Sermaye Artışı	0.31%	0.93%	0.64%	0.00%	0.47%

	<i>F</i>	<i>F ölçütü</i>
Oran1	1,2646	2,7094
Oran2	0,9508	2,7094
Oran3	0,6539	2,7094
Oran4	0,8595	2,7094
Oran5	0,9903	2,7094
Oran6	1,2138	2,7094
Oran7	1,3202	2,7094

F ölçütü>F; H_0 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü<F; H_1 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Taş, toprak sektörü büyük oranda iç finanslama yolu ile (%79) kaynak temin etmiş bunu yeni borç alımları (%21) takip etmiştir. Kullanımların önemli kısmı yatırım harcaması niteliğinde olup (%54) bunu net işletme sermayesi harcamaları (%29) ve faiz ve anapara taksitleri (%14) izlemiştir. Tanımlanmış finansal oranlardan hiçbirisi yıllar içinde anlamlı değişim göstermemiştir.

3.13. TEKSTİL, DERİ SEKTÖRÜ

Tablo.3.13. Tekstil Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	6.89%	27.20%	36.43%	34.64%	26.29%
Net İşletme Sermayesi	2.89%	12.55%	13.14%	27.45%	14.01%
Faiz + Anapara Taksiti	55.64%	46.81%	40.29%	34.47%	44.30%
Borç Geri Ödemesi	34.58%	13.44%	10.14%	3.44%	15.40%
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	58.24%	62.79%	48.20%	56.51%	56.44%
2) Net İşletme Sermayesinden	30.11%	11.99%	27.59%	3.78%	18.37%
					74.80%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	2.68%	13.83%	11.58%	30.11%	14.55%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	5.02%	9.23%	15.91%	9.60%	9.94%
3) Sermaye Artışı	3.95%	2.16%	-3.29%	0.00%	0.71%

	F	F <i>ölçütü</i>
Oran1	1,6754	2,7094
Oran2	0,7775	2,7094
Oran3	1,8265	2,7094
Oran4	2,4385	2,7094
Oran5	2,3156	2,7094
Oran6	1,2354	2,7094
Oran7	1,9824	2,7094

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Tekstil, deri sektörünün ana fon kaynağı iç kaynaklar olmuştur (%75) geri kalan kısmın neredeyse tamamı yeni borç alımı yoluyla karşılanmıştır (%25). Kullanımların en önemli kalemi faiz ve anapara taksitleri olmuş (%44) bunu yatırım harcamaları takip etmiştir (%26). Tanımlanmış oranların hiçbirisi yıllar içinde anlamlı değişim göstermemiştir.

3.14.TİCARET SEKTÖRÜ

Tablo.3.14. Ticaret Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	4.38%	29.05%	75.63%	41.39%	37.61 %
Net İşletme Sermayesi	23.01%	20.25%	9.14%	14.69%	16.78 %
Faiz + Anapara Taksiti	35.65%	34.26%	15.16%	32.05%	29.28 %
Borç Geri Ödemesi	36.95%	16.44%	0.07%	11.86%	16.33 %
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	95.03%	74.16%	44.06%	56.54%	67.45 %
2) Net İşletme Sermayesinden	4.97%	13.02%	7.93%	29.25%	13.79 %
					81.24 %
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	0.00%	7.49%	41.39%	5.60%	13.62 %
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	0.00%	0.00%	6.62%	5.74%	3.09 %
3) Sermaye Artışı	0.00%	5.34%	0.00%	2.87%	2.05 %

	<i>F</i>	<i>F</i> <i>ölçütü</i>
Oran1	1,6937	2,9912
Oran2	0,5200	2,9912
Oran3	0,2876	2,9912
Oran4	1,7115	2,9912
Oran5	0,5050	2,9912
Oran6	1,0630	2,9912
Oran7	0,5270	2,9912

F ölçütü $> F_0$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F_1$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Ticaret sektörünün de ana fon kaynağı iç kaynakları olmuştur(%81).Geri kalan kısım ise yeni borç alımı ile karşılanmıştır(%17).Fon kullanımlarının en önemli kısmı (%38) yatırımlara gitmiş,bunu faiz ve anapara taksitleri takip etmiştir(%29).Finansal oranlarda yıllar içinde anlamlı bir değişiklik gözlenmemiştir.

3.15.TURİZM SEKTÖRÜ

Tablo.3.15. Turizm Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	5.34%	37.52%	40.34%	22.09%	26.32 %
Net İşletme Sermayesi	4.21%	4.76%	7.53%	32.11%	12.15 %
Faiz + Anapara Taksiti	17.20%	13.75%	43.63%	45.31%	29.97 %
Borç Geri Ödemesi	73.25%	43.97%	8.51%	0.49%	31.55 %
Fon Kaynakları					
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	14.12%	55.59%	60.03%	32.87%	40.66 %
2) Net İşletme Sermayesinden	18.00%	24.86%	34.19%	16.36%	23.35 %
					64.01 %
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	67.88%	0.00%	2.20%	41.73%	27.95 %
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	0.00%	0.31%	3.57%	9.04%	3.23 %
3) Sermaye Artışı	0.00%	19.24%	0.00%	0.00%	4.81 %

	<i>F</i>	<i>F</i> <i>ölçütü</i>
Oran1	1,6908	3,3439
Oran2	0,8248	3,3439
Oran3	0,9356	3,3439
Oran4	1,3378	3,3439
Oran5	3,0574	3,3439
Oran6	1,0516	3,3439
Oran7	0,8426	3,3439

F ölçütü>F; H_0 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü<F; H_1 kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

İç kaynaklar turizm sektörünün de en önemli fon kaynağı olmakla birlikte (%64) oran diğer sektörlerle göre kıyasla düşük kalmıştır. Bunun yanında sektör kaynaklarının önemli bir kısmı (%31) yeni borç alımı yolu ile temin edilmiştir. Sektör önemli bir oranda (%32) borç geri ödemesine fon kullanmıştır. Bunu faiz ve anapara taksitleri (%30) ile yatırım harcamaları (%26) takip etmiştir. Hiçbir finansal oran yıllar içinde anlamlı değişim göstermemiştir.

3.16. ULAŞTIRMA SEKTÖRÜ

Tablo.3.16. Ulaştırma Sektörü fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları					
	2003	2004	2005	2006	
Yatırım Harcamaları	-65.78%	-5.65%	76.10%	69.61%	18.57%
Net İşletme Sermayesi	26.19%	8.40%	6.28%	4.81%	11.42%
Faiz + Anapara Taksiti	37.23%	35.63%	8.00%	9.10%	22.49%
Borç Geri Ödemesi	102.36%	61.62%	9.62%	16.48%	47.52%
İç Kaynak					
1) Faaliyetlerden	97.89%	93.00%	60.96%	50.88%	75.68%
2) Net İşletme Sermayesinden	2.09%	0.00%	1.98%	9.83%	3.47%
					79.16%
Dış Kaynak					
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	0.00%	6.84%	3.57%	33.44%	10.96%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	0.02%	0.15%	33.49%	3.48%	9.29%
3) Sermaye Artışı	0.00%	0.00%	0.00%	2.37%	0.59%

	F	F <i>ölçütü</i>
Oran1	0,9276	3,7083
Oran2	0,0885	3,7083
Oran3	0,3293	3,7083
Oran4	1,1503	3,7083
Oran5	0,6292	3,7083
Oran6	1,1185	3,7083
Oran7	0,7937	3,7083

F ölçütü $> F; H_0$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F; H_1$ kabul; sektörde yıllar itibarı ile ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Diğer pek çok sektör gibi ulaştırma sektörünün de temel fon kaynağı iç kaynaklarından oluşmuştur (%79) ve bunu yeni borç alımları (%20) takip etmiştir. Bu sektör de önemli oranda borç geri ödemesi yapmıştır (%48). Bunu faiz ve anapara taksiti ödemeleri (%22) izlemiştir. Bu sektörde de hiçbir finansal oran yıllar içinde değişim göstermemiştir.

Tablo.3.17. 16 Sektörün 4 yıllık ortalama fon kaynak ve kullanım oranları(%)

Fon Kullanımları	
Yatırım Harcamaları	36.65%
Faiz + Anapara Taksiti	24.68%
Net İşletme Sermayesi	22.85%
Fon Kaynakları	
İç Kaynak	
1) Faaliyetlerden	64.07%
2) Net İşletme Sermayesinden	9.63%
	73.70%
Dış Kaynak	
1) Yeni Borç (Uzun Vadeli)	15.64%
2) Yeni Borç (Kısa Vadeli)	7.85%
3) Sermaye Artışı	2.81%

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. SEKTÖRLERİN FİNANSAL YAPI İLE OLAN İLİŞKİSİ

4.1. SEKTÖRLERİN ORAN 1 İLE OLAN İLİŞKİSİ

	F	F ölçütü
2003	1,5074	1,7665
2004	1,5752	1,7239
2005	1,1620	1,7220
2006	1,4169	1,7199

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Yatırım harcamalarının toplam fon kullanımlarının içindeki payı gösteren oran 1, hiçbir yıl içinde sektörler arasında anlamlı bir farklılık göstermemiştir.

4.2. SEKTÖRLERİN ORAN 2 İLE OLAN İLİŞKİSİ

	F	F ölçütü
2003	1,0054	1,7665
2004	1,4983	1,7239
2005	1,5408	1,7220
2006	1,9228	1,7199

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Net işletme sermayesi harcamalarının toplam fon kullanımları içerisindeki payını gösteren oran 2,2006 yılında sektörler arasında anlamlı farklılık göstermiş diğer yıllarda ise böyle bir farklılık göstermemiştir.

4.3.SEKTÖRLERİN ORAN 3 İLE OLAN İLİŞKİSİ

	F	F ölçütü
2003	2,1038	1,7665
2004	1,7028	1,7239
2005	1,5209	1,7220
2006	2,9996	1,7199

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Faiz ve anapara taksitlerinin toplamının toplam fon kullanımları içerisindeki payını gösteren oran 3, araştırmanın yapıldığı 2003 ve 2006 yılları içerisinde sektörler arasında anlamlı farklılık göstermiş diğer yıllarda ise böyle bir farklılık saptanmamıştır.

4.4.SEKTÖRLERİN ORAN 4 İLE OLAN İLİŞKİSİ

	F	F ölçütü
2003	1,0786	1,7665
2004	0,6820	1,7239
2005	1,1930	1,7220
2006	2,7644	1,7199

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Faaliyetlerden sağlanan kaynaklar ve net işletme sermayesinin yarattığı kaynakların toplamından oluşan iç kaynakların toplam fon kaynakları içerisindeki payını gösteren oran 4,2006 yılında sektörler arasında farklılık göstermiş diğer yıllarda ise farklılık göstermemiştir.

4.5.SEKTÖRLERİN ORAN 5 İLE OLAN İLİŞKİSİ

	F	F ölçütü
2003	1.4042	1.7665
2004	1.5378	1.7239
2005	0.6071	1.7220
2006	2.2416	1.7199

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Kısa vadeli yeni borç alımlarının toplam fon kaynakları içerisindeki payını gösteren oran 5,2006 yılında sektörler arasında anlamlı farklılık göstermiş diğer senelerde ise böyle bir farklılık oluşmamıştır.

4.6.SEKTÖRLERİN ORAN 6 İLE OLAN İLİŞKİSİ

	F	F ölçütü
2003	0,5518	1,7665
2004	0,6528	1,7239
2005	0,8640	1,7220
2006	1,3224	1,7199

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Uzun vadeli yeni borç alımının toplam fon kaynakları içerisindeki payını gösteren oran 6, araştırmanın yapıldığı hiçbir yıl sektörler arasında anlamlı bir farklılık göstermemiştir.

4.7. SEKTÖRLERİN ORAN 7 İLE OLAN İLİŞKİSİ

	F	F ölçütü
2003	0,4398	1,7665
2004	1,5232	1,7239
2005	1,4359	1,7220
2006	1,9649	1,7199

F ölçütü $> F$; H_0 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşittir.

F ölçütü $< F$; H_1 kabul; sektörler arasında ilgili oranın ortalamaları birbirine eşit değildir.

Nakdi sermaye artışlarının toplam fon kaynakları içerisindeki payını gösteren oran 7, 2006 yılında sektörler arasında anlamlı bir farklılık gösterirken diğer yıllarda böyle bir farklılık söz konusu değildir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

5.ARAŞTIRMA BULGULARININ YORUMU

Fon kullanım kalemleri içerisinde en yüksek paya yatırım harcamaları sahiptir (%36,65).Yatırım harcamalarına en çok pay ayıran sektörler savunma sektörü (%81,74) ,elektrik sektörü (%54,20), taş ve toprak sektörü (%53,51) ve metal ana sektörüdür (%47,62).Yatırım harcamalarının toplam harcamalarda en az yer tuttuğu sektörler ise bilişim sektörü (%18,52), ulaşım sektörü (%18,57), orman, kağıt, basım sektörü (%23,47) ve holding ve yatırım sektörüdür (%25,56).Bilhassa esas işi yatırım faaliyetlerinde bulunmak olan holding ve yatırım sektörünün böyle düşük oranlarda kalması düşündürücüdür.

Toplamda bakıldığında en fazla fon harcanan kalem olmakla birlikte , yalnızca toplam fonların 1/3'ünün yatırımlara ayrılabilmesi olumsuz bir durumdur.Bu da bize pek çok büyüme fırsatının kaçırıldığı, buralara gitmesi gereken fonların diğer harcama kalemlerine gittiğini gösterir.Toplam 16 sektörün 8 inde en çok pay ayrılan kalem yatırım harcamaları olmuştur.

Orman, kağıt, basım sektörü ve metal eşya, makine sektörünün yatırım harcamalarının toplam fon kullanımları içerisindeki payı yıllar itibari ile anlamlı bir değişim göstermiştir.Sektörler açısından baktığımızda ise oran, hiçbir yıl sektörler arasında anlamlı bir farklılık göstermemiştir.

Fon kullanım kalemleri içerisinde en yüksek 2. pay alan kalem faiz ve anapara taksitleri kalemidir (%24,68).Bu kaleme en çok pay ayıran sektörler tekstil, deri sektörü (%44,30), elektrik sektörü (%36,17) ve metal eşya, makine sektörüdür(%33,72).En az pay ayıran sektörler ise savunma sektörü (%1.10), spor sektörü (%9,97), taş ve toprak sektörü (%14,14) ve metal ana sektörüdür (%14,50).Ülkemiz sanayi açısından önem taşıyan tekstil sektörünün yarattığı fonların böyle önemli bir kısmını faiz ve anapara taksiti ödemelerine ayırması ülkemiz açısından olumsuz bir gelişmedir.

Yaratılan toplam fonların 1/4'ü borç servisini gerçekleştirmek için harcanmıştır.16 sektörün 4'ünde en çok harcama yapılan kalem faiz ve anapara taksiti kalemi olmuştur.Yıllar itibari ile düşen faiz oranlarına rağmen halen dünya çapında en yüksek reel faiz veren ülkelerden biri olmamız, bu sonucun oluşmasında önemli bir etkidir.

Oran, hiçbir sektörde yıllar içinde anlamlı bir farklılık göstermemiştir.Sektörler arası bakıldığında ise, 2003 ve 2006 yıllarında sektörler arası faiz ve anapara taksitleri/toplam fon kullanımları oranı anlamlı bir farklılık göstermiştir.

Fon kullanımları açısından son sırada gelen kalem net işletme sermayesi harcamalarıdır (%22,85).Bu oranda en önde gelen sektörler bilişim sektörü (%45,99), spor sektörü (%42,83), metal ana sektörü (%34,79) ve holding ve yatırım sektörüdür (%30,03).Bu oranda en düşük değerlere sahip sektörler ise elektrik sektörü (%8,41), savunma sektörü (%8,99), ulaştırma sektörü (%11,42) ve turizm sektörüdür (%12,15).Zaten yapısı itibarı ile harcamalarının önemli kısmı net işletme sermayesi niteliğinde olan spor sektörü gibi sektörlerin burada bulunması normalken, metal ana sanayi ve holding gibi sektörlerin harcamalarının 1/3 oranında fonu buraya harcaması ve yatırım faaliyetlerini azaltmak zorunda kalması bu sektörlerin uluslar arası rekabet gücüne sekte vurmaktadır.

Sektörler açısından incelendiğinde gıda sektörünün net işletme sermayesi harcamalarının yıllar içerisinde anlamlı bir değişiklik göstermediğini, bunun haricindeki sektörlerde anlamlı bir değişiklik olmadığını görürüz.Sektörler arası farklılıkları ortaya koyma adına bakıldığında 2006 yılında net işletme sermayesi harcamalarının sektörler arasında anlamlı bir değişim gösterdiğini, bunun dışındaki yıllar sektörler arasında anlamlı farklılıklar oluşmadığını görürüz.

Fon kaynaklarını elde etmede en önde gelen kalem beklendiği üzere iç kaynaklardır (%73,70).16 sektörün 15 tanesinde en önemli fon kaynakları firmanın iç kaynakları oluşturmuştur.İç kaynaklardan en çok yararlanan sektörler savunma sektörü (%91,98), ticaret sektörü (%81,24), iletişim sektörü (%81,06) ve kimya, petrol, plastik sektörüdür (%80,41).İç kaynaklardan en az kaynak yaratan sektörler ise elektrik sektörü (%46,74), turizm sektörü (%64,01), holding ve yatırım sektörü

(%64,93) ve gıda, içecek sektörüdür (%65,78).En az kaynak yaratan sektörün bile neredeyse kaynaklarının yarısını iç kaynaklardan yaratması, bu kalemin fon kaynağı olma açısından ne kadar önemli olduğunu gösterir.

Sektörler açısından bakıldığında, hiçbir sektörde yıllar içerisinde iç kaynak/toplam fon kaynağı oranının anlamlı bir değişim göstermediği söylenebilir.Sektörler arası ele alındığında ise 2006 yılında oran sektörler arasında anlamlı bir farklılık göstermiş, diğer yıllarda ise bu farklılığı görmek mümkün olmamıştır.

Fon kaynağı yaratmada iç kaynakları takip eden kalem yeni uzun vadeli borç alımıdır (%15,64).Araştırma süresince yeni borç alımlarının 2/3'ünü ve yeni kısa vadeli borçların 2 katını oluşturmaktadır.Yeni uzun vadeli borç açısından en önde gelen sektörler elektrik sektörü (%43,50), turizm sektörü (%27,95) ve holding ve yatırım sektörüdür (%21,86).Bu oranı en düşük gerçekleştiren sektörler ise savunma sektörü (%0,16) ve bilişim sektörüdür (%3,50).

Sektörler incelendiğinde metal ana sanayi sektörünün yıllar içerisinde yeni uzun vadeli borç kullanımının anlamlı bir biçimde değiştiği gözlenmiştir.2006 yılında, sektörler arasında yeni uzun vadeli borç kullanımının toplam fon kaynakları içerisindeki payının anlamlı bir biçimde farklılık gösterdiği saptanmıştır.

Üçüncü en önemli fon kaynak kalemi yeni kısa vadeli borç alımlarıdır (%7,85).Bu kaleme en önde gelen sektörler bilişim sektörü (%13,08), gıda, içecek sektörü (%12,91) ve metal eşya, makine sektörüdür (%11,25).Bakıldığında hiçbir sektörde yeni borç alımlarının payının %13'ten fazla olmadığı gözlenir.Bu da firmaların yeni kısa vadeli borç alımından kaçındıklarını göstermektedir.Bu oranda en düşük olan sektörler ticaret sektörü (%3,09), turizm sektörü (%3,23) ve holding ve yatırım sektörüdür (%3,99).

Kimya, petrol, plastik sektörü ve metal eşya, makine sektörünün kısa vadeli borç alımının toplam fon kaynakları içerisindeki payı yıllar içerisinde anlamlı bir değişim göstermiştir.Sektörler arasındaki farklılığa bakıldığında, araştırma kapsamındaki hiçbir yıl, bu oran sektörler arasında bir farklılık göstermemiştir.

Sermaye artışı kalemi fon kaynak kalemleri içerisinde en düşük orana sahiptir (%2,81).16 sektörün 11 tanesinde en az tercih edilen fon kaynağı sermaye artışı olmuştur.En fazla sermaye artışı yapılan sektörler holding ve yatırım sektörü (%9,22), orman, kağıt, basım sektörü (%8,88) ve spor sektörüdür (%6,56).İletişim ve savunma sektörlerinde araştırma kapsamındaki 4 yıllık süreçte sermaye artışı yapılmamıştır.Kaynakları içerisinde sermaye artışlarının en az pay tuttuğu diğer sektörler ise elektrik sektörü (%0,11), taş ve toprak sektörü (%0,47), ulaştırma sektörü (%0,59) ve tekstil, deri sektörüdür (%0,71).

Hiçbir sektörde yıllar içerisinde sermaye artışlarının toplam fon kaynakları içerisindeki oranı anlamlı bir değişim göstermemiştir.2006 senesinde sermaye artışlarının toplam fon kaynakları içerisindeki payı sektörler arasında anlamlı bir farklılık göstermiştir.

Sermaye yapısını açıklayan teorilerden finansman hiyerarşisi modeli fon kaynaklarının kullanımını en başta iç kaynaklar, sonrasında borçlar ardından melez ürünler ve en son çare olarak hisse senedi çıkarımı olmak üzere bir sıraya koymuştur.Ülkemizdeki fon kaynak kalemleri ele alındığında bu modele uygun bir yapılanma gözlenmektedir; şirketler büyük oranda iç kaynaklarından finanse edilmiş (%73,70), bunu yeni borç alımı (%23,49) ve en son oranda sermaye artışı (%2,81) izlemiştir.Bu sıralama finansman hiyerarşisine uygun olmakla birlikte, bu sıralamanın yegane sebebinin modelin ortaya koyduğu nedenler olduğunu söylemek yanlış olacaktır.Bunun için ülkemizin içinde bulunduğu ekonomik şartlar ele alınmalıdır.

İlk olarak söylenmesi gereken unsur faiz oranlarıdır.Son yıllarda ciddi düşüşler göstermekle birlikte günümüzde Türkiye hala dünyada parasına en yüksek reel faiz veren ülkelerden biri konumundadır.Devlet tarafından verilen bu yüksek faiz oranı, hazinenin piyasada yatırılmayı bekleyen fonları yüksek faiz oranıyla çekmesi ve bu borç maliyeti ile yarışamayacak özel sektörü fon kaynağından mahrum bırakması şeklinde özetlenebilecek dışlama etkisi durumu söz konusu olmuştur.Bu hem şirketlerin borç niteliğinde menkul kıymet ihraç etmelerini engellemekte hem de borsada değerlendirilecek fonların buraya akmasına engel olmaktadır.

Ayrıca çok düşük sermaye artış oranları bize borsaya yeterince fon akmadığını söylemektedir. Bu da birincil piyasaya etkin fon akımını sağlayacak işleyen ikincil bir piyasanın gerekliliğine işaret etmektedir. Bu 2 temel sebepten ötürü, reel yüksek faizlerin gözlendiği ve firmaların rahatlıkla fon bulabilecekleri bir piyasanın olmadığı bir ortamda şirketler ağırlıklı olarak iç kaynakları ile finansmanlarını sağlamışlardır.

Araştırmanın sonuçları bu çalışmanın öncülü niteliğindeki Kerem Özgür Ataç'ın teziyle kıyaslandığında şu sonuçlar elde edilmiştir:

İlk olarak yatırım harcamaları kalemine dikkat edilmelidir. Bu kalemin 1995-2000 ve 2003-2006 döneminde sırayla toplam kullanımların %37,5 ile %36,65'ini oluşturduğu görülür. Bu rakamlar birbirine çok yakındır ve kalemde 10 yılı aşkın bir süredir devam eden bir istikrar olduğu görülür. Elektrik sektörü her 2 dönemde de en çok yatırım harcaması yapan sektörlerin başındadır.

Bir başka istikrarlı kalem de faiz ve anapara taksitleri kalemidir. 1995-2000 döneminde toplam harcamaların %28,5 2003-2006 döneminde de %24,68'i bu kaleme yapılmıştır. Elektrik ve metal eşya, makine sektörleri her 2 dönemde de yüksek borç servisinde bulunmuşlardır.

Diğer 2 kalem oldukça benzer oranlarda kalmakla birlikte net işletme sermayesi harcamalarının toplam fon kullanımlarındaki payı %34 oranından %22,86 oranına düşmüştür. Önceki dönemde çok düşük değerlerde seyreden borç ödemelerine giden fonlar net işletme sermayesinden buraya akarak önemli bir artış sağlamıştır. Firmalar böylece toplam borç stoklarını azaltarak faiz ve anapara taksitlerine harcadıkları fonları azaltmayı hedeflemişlerdir. Bilişim sektörü her 2 dönemde de net işletme sermayesine en çok fon ayıran sektörlerden olmuştur. Turizm sektörü ise her 2 dönemde de net işletme sermayesine en az kaynak ayıran sektörlerden olmuştur.

Her 2 dönemde de en önemli fon kaynağı firmaların iç kaynakları olmuştur. Bu oran 1995-2000 döneminde %60,6 iken 2003-2006 döneminde %73,70 ye çıkmıştır. Şirketlerin 2001 krizi sonrası yeni borç alımlarından kaçındıkları ve oto-finance oranlarını daha da yükseğe çektikleri söylenebilir. Kimya, petrol, plastik ve iletişim sektörleri her 2 dönemde de en çok iç kaynaklardan finansman sağlayan sektörlerden olmuşlardır.

Borç kullanımı ilk dönemde %31,3 iken ilgili araştırma döneminde %23,49 a inmiştir.Önceki araştırma döneminde 15 sektörün 4 tanesinde %40 ve üzeri borç oranlarına rastlanırken, cari araştırmada 16 sektörün yalnızca 1 tanesinde bu oran %40 üzerindedir.elektrik sektörü her 2 dönemde de uzun vadeli borç alımları konusunda en önde gelen sektör olmakla birlikte 2003-2006 döneminde %40 ve üzeri fon kaynağını borç kullanarak elde eden tek sektördür.

Sermaye artışı yoluyla yeni fon sağlama oranı iki araştırma döneminde %8,2 den %2,81 gibi bir orana inmiştir.2003-2006 döneminde zaten az olan sermaye artışları neredeyse tamamıyla tükenmiştir.Holding ve yatırım sektörü her iki dönemde de sermaye artışlarının payları ile bu oranda başı çekmektedir.

SONUÇ

Bu araştırmada sermaye yapısı kuramları incelenmiş ve Türkiye'de 16 sektörde faaliyet gösteren 209 şirketin 2003 - 2006 yılları arasında oluşturulan nakit akım tablosundan hareketle geliştirilen fon kaynak ve kullanım tablolarından Türkiye'deki sermaye yapılarının açıklanmasına çalışılmıştır.

Türkiye'de çalışma kapsamına giren tüm sektörler ve tüm yıllar için kullanımların içinde ilk sırayı %36,65 ile yatırım harcamaları alırken, net işletme sermayesine, faiz ve ana para taksitine ve borç geri ödemesine giden pay %63,35 düzeyindedir. Son yıllarda ciddi düşüşler yaşamakla birlikte Türkiye'de hala reel faizlerin yüksekliğinin çarpıcı bir göstergesi tüm kullanımların %24,68'inin borç servisine yönelmesidir.

Net işletme sermayesine ayrılan %22,85'lik pay da Türkiye'de belirtilen yıllarda enflasyonda yaşanan düşüşün bir göstergesidir. Daha önceki dönemlerde bu oranın %30 ve üzeri olduğu saptanmıştır. Yüksek enflasyon aynı hacimde iş çevirebilmek için işletmelerin net işletme sermayesine fazla yatırım yapmalarını gerektirmektedir. Dönem itibarı ile kontrol altına alınan ve azalan enflasyon oranları net işletme sermayesine ayrılan fonların azalarak bir kısmının yatırım harcamaları gibi işletmenin geleceğini olumlu etkileyecek kalemlere akmasını sağlamıştır.

Türkiye'deki araştırma kapsamına giren şirketlerin kaynak yapısına bakınca finansman tercihlerinde finansman hiyerarşisi kuramına paralel tercihlerin söz konusu olduğu gözlenmektedir. Şirketler en fazla iç kaynaklardan kaynak yaratmayı tercih ederken (%73,70) daha sonra borcu (%23,49) en son seçenek olarak da sermaye artışı (%2,81) kullanmaktadırlar. Finansman hiyerarşisinin bu şekilde oluşmasının Türkiye'nin sermaye yapısına ve ekonomik koşullarına bağlı olduğu, batı özellikle de A.B.D. piyasalarını açıklayan finansman hiyerarşisi kuramının gerekçelerinin bizim için tam anlamıyla geçerli olamayacağı söylenebilir.

Yapılan çalışmada sermaye yapısı kararlarının sektörler arası farklılık gösterdiğine ilişkin kuvvetli bir istatistik bulguya ulaşılmamıştır. Sektörler fon gereksinimlerini borç veya öz kaynakla karşılama tercihlerini yaparken yapıları itibarı ile farklı faaliyet özelliklerine sahip olmalarına rağmen istatistiksel olarak kuvvetle vurgulayacak bir farklılık göstermemişlerdir. Farklı sektörlerin fon ihtiyaçlarını

karşılarken farklı borç/öz sermaye bileşenini kullandığını söylemek istatistiksel olarak mümkün değildir.

KAYNAKÇA

- Akkum,Tülin: "Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde Uygulayabilecekleri Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli Ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma",Yayınlanmamış Doktora Tezi,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul 1998
- Araç,Kerem Özgür: "Sanayide kaynak kullanım eğilimleri (1995-2000 dönemi)",Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul 2003
- Arslan,Özgür: "A Study On The Capital Structure Of The Turkish Real Sector Firms",**İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**,No:33,2005
- Bailey,Roy E.: The Economics of Financial Markets, Cambridge University Press,2005,s.6-8 (çevrimiçi)
<http://courses.essex.ac.uk/EC/EC372/ec372mm.pdf>
- Dizdarlar,Hatice Işın: "Sermaye Yapısı Teorileri Ve Ampirik Bulgular", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul 1997,s.36-37
- Harris,Milton,Arthur Raviv: "The Theory of Capital Structure",**The Journal Of Finance**,vol.46,no.1,March 1991,s.297 (çevrimiçi)
http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/harris_raviv_-_cs_1991.pdf
- Köse,Kamil Ahmet: "Temsil Sorunu (Agency Problem) Ve Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarında Temsil Sorununun Önemi Test Etmeye Yönelik Bir Araştırma", Yayınlanmamış Doktora Tezi,İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul 1997

Mali Tablolar

(çevrimiçi)

<http://www.imkb.gov.tr/malitable.htm>

Myers, Stewart C.:

”The Capital Structure Puzzle”, **The Journal of Finance**, vol.39, no.3, July 1984, s.575

(çevrimiçi)

http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf

Orhunbilge, Neyran:

Örnekleme Yöntemleri Ve Hipotez Testleri, İşletme Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1997

Toprakçı, Tuba:

”Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Yapısını Etkileyen Etmenler Ve Türkiye’de Sektörle Finansal Yapı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1994

EK 1:ÇALIŞMADA KULLANILAN FİRMALAR

GIDA, İÇECEK
ALTINYAĞ
ANADOLU EFES
BANVİT
COCA COLA İÇECEK
DARDANEL
ERSU GIDA
FRİGO PAK GIDA
KENT GIDA
KEREVİTAŞ GIDA
KONFRUT GIDA
KRİSTAL KOLA
MERKO GIDA
PENGUEN GIDA
PINAR ET VE UN
PINAR SU
PINAR SÜT
SELÇUK GIDA
ŞEKER PİLİÇ
T.TUBORG
TAT KONSERVE
TUKAŞ
ÜLKER BİSKÜVİ
VANET
TEKSTİL, DERİ
AKAL TEKSTİL
AKIN TEKSTİL
AKSU İPLİK
ALTINYILDIZ
ARSAN TEKSTİL
BERDAN TEKSTİL
BİSAŞ TEKSTİL
BOSSA
CEYLAN GİYİM

CEYTAŞ MADENCİLİK
DERİMOD
DESA DERİ
EDİP İPLİK
GEDİZ İPLİK
İDAŞ
KARSU TEKSTİL
KORDSA
LÜKS KADİFE
MENDERES TEKSTİL
MENSA MENSUCAT
METEMTEKS
SÖKTAŞ
SÖNMEZ FİLAMENT
VAKKO TEKSTİL
YATAŞ
YÜNSA
ORMAN, KAĞIT, BASIM
ALKİM KAĞIT
BAK AMBALAJ
DENTAŞ AMBALAJ
DOĞAN BURDA
DOĞAN GAZETECİLİK
DURAN DOĞAN BASIM
GENTAŞ
HÜRRİYET GZT.
IŞIKLAR AMBALAJ
KAPLAMİN
KARTONSAN
KELEBEK MOBİLYA
KOZA DAVETİYE
OLMUKSA
TİRE KUTSAN
VİKİNG KAĞIT
KİMYA, PETROL, PLASTİK
ADVANSASASA

AKSA
ALKİM KİMYA
AYGAZ
BAGFAŞ
BRİSA
ÇBS BOYA
ÇBS PRİNTAŞ
DEVA HOLDİNG
DYO BOYA
ECZACIBAŞI İLAÇ
EGE GÜBRE
EGEPLAST
GOOD-YEAR
GÜBRE FABRİK.
HEKTAŞ
MARSHALL
PETKİM
PETROL OFİSİ
PİMAŞ
SODA SANAYİİ
TURCAS PETROL
TÜPRAŞ
TAŞ, TOPRAK
ADANA ÇİMENTO
AFYON ÇİMENTO
AKÇANSA
ANADOLU CAM
BATI ÇİMENTO
BATISÖKE ÇİMENTO
BOLU ÇİMENTO
BURSA ÇİMENTO
ÇİMBETON
ÇİMENTAŞ
ÇİMSA
DENİZLİ CAM
ECZACIBAŞI YAPI
EGE SERAMİK

GÖLTAŞ ÇİMENTO
HAZNEDAR REFRAKTER
İZOCAM
KONYA ÇİMENTO
KÜTAHYA PORSELEN
MARDİN ÇİMENTO
NUH ÇİMENTO
OYSA ÇİMENTO
TRAKYA CAM
UŞAK SERAMİK
ÜNYE ÇİMENTO
METAL ANA
BORUSAN MANNESMANN
BURÇELİK
BURÇELİK VANA
COMPONENTA DÖKTAŞ
ÇELİK HALAT
ÇEMTAŞ
DEMİSAŞ DÖKÜM
ERBOSAN
EREĞLİ DEMİR ÇELİK
FENİŞ ALÜMİNYUM
İZMİR DEMİR ÇELİK
KARDEMİR
SARKUYSAN
METAL EŞYA, MAKİNA
ALARKO CARRIER
ANADOLU ISUZU
ARÇELİK
BEKO ELEKTRONİK
BOSCH FREN SİSTEMLERİ
BSH EV ALETLERİ
DİTAŞ DOĞAN
EGE ENDÜSTRİ
EMEK ELEKTRİK
EMİNİŞ AMBALAJ

F-M İZMİT PİSTON
FORD OTOSAN
GERSAN ELEKTRİK
İHLAS EV ALETLERİ
KARSAN OTOMOTİV
KLİMASAN KLİMA
MUTLU AKÜ
OTOKAR
PARSAN
T.DEMİR DÖKÜM
TOFAŞ OTO. FAB.
TÜRK PRYSMIAN KABLO
TÜRK TRAKTÖR
UZEL MAKİNA
VESTEL
VESTEL BEYAZ EŞYA
ELEKTRİK
AK ENERJİ
AKSU ENERJİ
AYEN ENERJİ
ZORLU ENERJİ
ULAŞTIRMA
ÇELEBİ
REYSAŞ LOJİSTİK
TÜRK HAVA YOLLARI
USAŞ
TURİZM
FAVORİ DİNLENME YER.
MARMARİS ALTINYUNUS
MARMARİS MARTI
NET TURİZM
TEK-ART TURİZM
TİCARET

BİM MAĞAZALAR
BOYNER MAĞAZACILIK
CARREFOURSA
DOĞUŞ OTOMOTİV
İNTEMA
MİGROS
MİLPA
SANKO PAZARLAMA
SELÇUK ECZA DEPOSU
TESCO KİPA
İLETİŞİM
TURKCELL
SPOR
BEŞİKTAŞ FUTBOL YAT.
FENERBAHÇE SPORTİF
GALATASARAY SPORTİF
TRABZONSPOR SPORTİF
HOLDİNG VE YATIRIM
ALARKO HOLDİNG
BORUSAN YAT. PAZ.
DOĞAN HOLDİNG
DOĞAN YAYIN HOL.
ECZACIBAŞI YATIRIM
GLOBAL YAT. HOLDİNG
GSD HOLDİNG
İHLAS HOLDİNG
İŞ GİRİŞİM
KAV DAN.PAZ.TİC.
KOÇ HOLDİNG
MAZHAR ZORLU HOLDİNG
NET HOLDİNG
SABANCI HOLDİNG

ŞİŞE CAM
TAV HAVALİMANLARI
VAKIF GİRİŞİM
YAZICILAR HOLDING
BİLİŞİM
ALCATEL TELETAS
ANEL TELEKOM
ARENA BİLGİSAYAR
ESCORT COMPUTER
İNDEKS BİLGİSAYAR
KAREL ELEKTRONİK
LİNK BİLGİSAYAR
LOGO YAZILIM
NETAŞ TELEKOM.
SAVUNMA
ASELSAN

EK 2:ÇALIŞMADA KULLANILAN BİLANÇO VE GELİR TABLO FORMATI (UFRS)

BİLANÇO (YTL)

VARLIKLAR

Cari / Dönen Varlıklar

Hazır Değerler
Menkul Kıymetler (net)
Ticari Alacaklar (net)
Finansal Kiralama Alacakları (net)
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)
Diğer Alacaklar (net)
Canlı Varlıklar (net)
Stoklar (net)
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)
Ertelenen Vergi Varlıkları
Diğer Cari/Dönen Varlıklar

Cari Olmayan / Duran Varlıklar

Ticari Alacaklar (net)
Finansal Kiralama Alacakları (net)
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)
Diğer Alacaklar (net)
Finansal Varlıklar (net)
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)
Maddi Varlıklar (net)
Maddi Olmayan Varlıklar (net)
Ertelenen Vergi Varlıkları
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar

TOPLAM VARLIKLAR

YÜKÜMLÜLÜKLER

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Finansal Boçlar (net)
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)
Ticari Borçlar (net)
İlişkili Taraflara Borçlar (net)
Alınan Avanslar
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)
Borç Karşılıkları
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü
Diğer Yükümlülükler (net)

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Finansal Borçlar (net)
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)
Ticari Borçlar (net)
İlişkili Taraflara Borçlar (net)
Alınan Avanslar
Borç Karşılıkları
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü
Diğer Yükümlülükler (net)

ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR

ÖZSERMAYE

Sermaye

Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi

Sermaye Yedekleri

Hisse Senetleri İhraç Primleri
Hisse Senedi İptal Karları
Yeniden Değerleme Fonu
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları

Kar Yedekleri

Yasal Yedekler
Statü Yedekleri
Olağanüstü Yedekler
Özel Yedekler
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları
Yabancı Para Çevrim Farkları

Net Dönem Karı/Zararı

Geçmiş Yıllar Kar/Zararları

TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER

GELİR TABLOSU (YTL)

ESAS FAALİYET GELİRLERİ

Satış Gelirleri (net)
Satışların Maliyeti (-)
Hizmet Gelirleri (net)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira (net)

BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI

Faaliyet Giderleri (-)

NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI

Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)
Finansman Giderleri (-)

FAALİYET KARI/ZARARI

Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı

ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR

VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR

Vergiler
NET DÖNEM KARI/ZARARI
HİSSE BAŞINA KAZANÇ

EK 3:ÇALIŞMADA KULLANILAN BİLANÇO VE GELİR TABLO FORMATI (TMS)

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)

I. DÖNEN VARLIKLAR

A. Hazır Değerler

1. Kasa
2. Bankalar
3. Diğer Hazır Değerler

B. Menkul Kıymetler

1. Hisse Senetleri
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları
4. Diğer Menkul Kıymetler
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)

C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar

1. Alıcılar
2. Alacak Senetleri
3. Verilen Depozito ve Teminatlar
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar
5. Alacak Reeskontu (-)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)

D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar

1. Ortaklardan Alacaklar
2. İştiraklerden Alacaklar
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar
5. Alacak Reeskontu (-)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)

E. Stoklar

1. İlk Madde ve Malzeme
2. Yarı Mamüller
3. Ara Mamüller
4. Mamüller
5. Emtia
6. Diğer Stoklar
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)
8. Verilen Sipariş Avansları

F. Diğer Dönen Varlıklar

II. DURAN VARLIKLAR

A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar

1. Alıcılar
2. Alacak Senetleri
3. Verilen Depozito ve Teminatlar
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar

- 5. Alacak Reeskontu (-)
- 6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)
- B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar
 - 1. Ortaklardan Alacaklar
 - 2. İştiraklerden Alacaklar
 - 3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar
 - 4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar
 - 5. Alacak Reeskontu (-)
 - 6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)
- C. Finansal Duran Varlıklar
 - 1. Bağlı Menkul Kıymetler
 - 2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)
 - 3. İştirakler
 - 4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)
 - 5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)
 - 6. Bağlı Ortaklıklar
 - 7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)
 - 8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)
 - 9. Diğer Finansal Duran Varlıklar
- D. Maddi Duran Varlıklar
 - 1. Arazi ve Arsalar
 - 2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri
 - 3. Binalar
 - 4. Makine, Tesis ve Cihazlar
 - 5. Taşıt Araç ve Gereçleri
 - 6. Döşeme ve Demirbaşlar
 - 7. Diğer Maddi Duran Varlıklar
 - 8. Birikmiş Amortismanlar (-)
 - 9. Yapılmakta Olan Yatırımlar
 - 10. Verilen Sipariş Avansları
- E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar
 - 1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri
 - 2. Haklar
 - 3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri
 - 4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar
 - 5. Verilen Avanslar
- F. Diğer Duran Varlıklar

A K T İ F T O P L A M I

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)

I. KISA VADELİ BORÇLAR

- A. Finansal Borçlar
 - 1. Banka Kredileri
 - 2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri
 - 3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri

- 4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler
- 5. Diğer Finansal Borçlar
- B. Ticari Borçlar
 - 1. Satıcılar
 - 2. Borç Senetleri
 - 3. Alınan Depozito ve Teminatlar
 - 4. Diğer Ticari Borçlar
 - 5. Borç Reeskontu (-)
- C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar
 - 1. Ortaklara Borçlar
 - 2. İştiraklere Borçlar
 - 3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar
 - 4. Ödenecek Giderler
 - 5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler
 - 6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları
 - 7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar
 - 8. Borç Reeskontu (-)
- D. Alınan Sipariş Avansları
- E. Borç ve Gider Karşılıkları
 - 1. Vergi Karşılıkları
 - 2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları
- II. UZUN VADELİ BORÇLAR
 - A. Finansal Borçlar
 - 1. Banka Kredileri
 - 2. Çıkarılmış Tahviller
 - 3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler
 - 4. Diğer Finansal Borçlar
 - B. Ticari Borçlar
 - 1. Satıcılar
 - 2. Borç Senetleri
 - 3. Alınan Depozito ve Teminatlar
 - 4. Diğer Ticari Borçlar
 - 5. Borç Reeskontu (-)
 - C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar
 - 1. Ortaklara Borçlar
 - 2. İştiraklere Borçlar
 - 3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar
 - 4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları
 - 5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar
 - 6. Borç Reeskontu (-)
 - D. Alınan Sipariş Avansları
 - E. Borç ve Gider Karşılıkları
 - 1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları
 - 2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları
- III. ÖZ SERMAYE
 - A. Sermaye
 - B. Sermaye Taahhütleri (-)

- C. Emisyon Primi
- D. Yeniden Değerleme Değer Artışı
 - 1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı
 - 2. İştiraklerdeki Değer Artışı
 - 3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı
- E. Yedekler
 - 1. Yasal Yedekler
 - 2. Statü Yedekleri
 - 3. Özel Yedekler
 - 4. Olağanüstü Yedek
 - 5. Maliyet Artış Fonu
 - 6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları
 - 7. Geçmiş Yıl Karı
- F. Net Dönem Karı
- G. Dönem Zararı (-)
- H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)
 - 1. Yılı Zararı
 - 2. Yılı Zararı
- I. Çevrim Farkları

P A S İ F T O P L A M I

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)

- A. Brüt Satışlar
 - 1. Yurtiçi Satışlar
 - 2. Yurtdışı Satışlar
 - 3. Diğer Satışlar
- B. Satışlardan İndirimler (-)
 - 1. Satıştan İadeler (-)
 - 2. Satış İskontoları (-)
 - 3. Diğer İndirimler (-)
- C. Net Satışlar
- D. Satışların Maliyeti (-)
- BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)**
- E. Faaliyet Giderleri (-)
 - 1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)
 - 2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)
 - 3. Genel Yönetim Giderleri (-)
- ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)**
- F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar
 - 1. İştiraklerden Temettü Gelirleri
 - 2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri
 - 3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri
 - 4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar
- G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)
- H. Finansman Giderleri (-)

1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)
 2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)
- FAALİYET KARI (ZARARI)
- I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar
 2. Önceki Dönem Gelir ve Karları
 3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar
- J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)
 2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)
 3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)
- K. Net Parasal Pozisyon Karı / (Zararı)
- DÖNEM KARI (ZARARI)
- L. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)
- NET DÖNEM KARI (ZARARI)