

T.C
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE- FİNANSMAN BİLİM DALI

İŞLETMELER ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN SERMAYE YAPISI KARARLARI
İLE BU KARARLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Metin GEÇİLİ

Niğde
Temmuz, 2014

T.C
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE- FİNANSMAN BİLİM DALI

İŞLETMELER ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN SERMAYE YAPISI KARARLARI
İLE BU KARARLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN

Metin GEÇİLİ

DANIŞMAN

Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN

Niğde

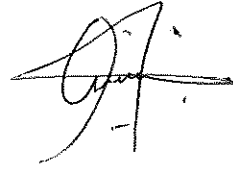
Temmuz, 2014

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum "İşletmeler Üzerinde Etkili Olan Sermaye Yapısı Kararları ile Bu Kararları Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi" başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmanın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 10/07/2014 (Tarih)

ÖĞRENCİNİN ADI VE SOYADI

Metin GEÇİLİ



ONAY SAYFASI

Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN danışmanlığında **Metin GEÇİLİ** tarafından hazırlanan "**İşletmeler Üzerinde Etkili Olan Sermaye Yapısı Kararları ile Bu Kararları Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi** " adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe – Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: 10/07/2014

JÜRİ :

Danışman : Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN

Üye : Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK

Üye : Doç. Dr. Zübeyir TURAN

ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun Tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Sermaye yapısı kararları firmaların sermaye maliyeti, sermaye bütçelemesi ve firmanın piyasa değeriyle yakından ilgili olması nedeniyle firmaların üzerinde durulması gereken önemli bir konu haline gelmiştir. Bu nedenle sermaye yapısı kararları ile bu kararları etkileyen faktörlerin sermaye yapısı ile olan ilişkileri, son derece ilgi gören bir konudur. Yapılan çalışmalar, sermaye yapısı ile ilgili farklı yaklaşımların oluşmasını sağlarken, yapılan ampirik çalışmalar ise bu yaklaşımların farklı ülkelerdeki geçerliliklerini sınamaktadır. Bu çalışmada, firmaların sermaye yapısı kararları hakkında kuramsal bir çerçeve oluşturularak, firmaların sermaye yapısı kararlarını nasıl aldıkları incelenecek ve gerçek hayatta sergiledikleri davranışlar değerlendirilecektir.

Çalışma sırasında önerileriyle yol gösteren ve desteklerini esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN'a ve çalışmalarına katkı sağlayan Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK ve Doç. Dr. Zübeyir TURAN'a en içten saygı ve teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETMELER ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN SERMAYE YAPISI KARARLARI
İLE BU KARARLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN İNCELENMESİ

GEÇİLİ, Metin

İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN

Temmuz 2014, 129 sayfa

Firmaların sermaye yapısı borç ve öz sermayelerinin toplamından oluşur. Bu toplam içinde, borç ve öz sermaye ağırlığının nasıl şekilleneceğinin belirlenmesi ise sermaye yapısı kararlarını oluşturur. Borç – öz sermaye dengesinin yanlış oluşturulması firmaların tasfiyesine hatta iflasına neden olabilmektedir. Sermaye yapısını oluşturan unsurların ve sermaye yapısı kararlarının hangi faktörlerden etkilendiğinin bilinmesi, sağlıklı bir finansal yapı oluşturulmasına yardımcı olacaktır.

Bu çalışmanın amacı, firmaların sermaye yapısı ile ilgili kararları nasıl aldıklarını belirleme ve gerçek hayattaki davranışlarını değerlendirmek için sermaye yapısı kararlarına dair teorik bir çerçeve oluşturmaktır. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sermaye yapısı kavramı ve sermaye yapısı unsurları ele alınmış, İkinci bölümünde, sermaye yapısı yaklaşımlarına ve sermaye yapısı kararlarını etkileyen piyasa aksaklıkları inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Üçüncü ve son bölümde ise sermaye yapısını etkileyen faktörler ve kaynak seçimini etkileyen faktörler hakkında bilgi verilmiş olup, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Firmaların sermaye yapısının firma değerini etkileyip etkilemediği ile ilgili birçok çalışma yapılmasına rağmen bu konuda henüz bir görüş birliğine varılamamıştır. Bu çalışma sonucunda, firmaların sermaye yapılarını belirlerken belirli bir sırayı takip ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Finansal Hiyerarşi Kuramı, Dengeleme Teorisi, Finansal Sıkıntı ve Temsilci Maliyetleri.

ABSTRACT

M.A. THESIS

RESEARCH OF CAPITAL STRUCTURE DECISIONS THAT ARE EFFECTIVE ON CORPORATIONS AND THE FACTORS AFFECTING THOSE DECISIONS

GEÇİLİ, Metin

Department of Management

Supervisor: Asst. Prof. Dr. Ayberk Nuri Berkman

July 2014, 129 pages

Capital structure of a corporation is a total of its equity and debt. Capital structure decisions refer to the way a corporation finances its assets through some combination within this total. Misinterpretation of debt-equity balance may lead to liquidation or even to bankruptcy of corporations. Determination of the factors which have impact on capital structure components and capital structure decisions is essential for maintaining a solid financial structure.

The aims of this study are to form a theoretical framework pertaining capital structure decisions, to detect how corporations make capital structure decisions and to evaluate their real-life behaviors. This study is comprised of three sections: In the first section, the concept of capital structure and capital structure components are explained. The second section covers the former studies on capital structure approaches and impacts of market imperfections that influence capital structure decisions. In the third section, information on the factors that affect capital structure and resource decisions are given. In spite of that many studies are performed on whether capital structure of corporations affects the firm value, a consensus has not been reached on this issue. In conclusion, corporations follow a certain order when determining their capital structures.

Anahtar Kelimeler: Capital structure, Pecking Order Theory, Trade-Off Theory, Financial Distress and Agency Costs

İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

ÖNSÖZ.....	I
ÖZET.....	II
ABSTRACT.....	III
İÇİNDEKİLER.....	IV
TABLolar LİSTESİ.....	VIII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	IX
KISALTMALAR LİSTESİ.....	X
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI

KAVRAM VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. SERMAYE KAVRAMI VE SERMAYE YAPISI KAVRAMI	4
1.2. SERMAYE YAPISI UNSURLARI.....	6
1.2.1. Öz kaynaklar.....	6
1.2.1.1. Hisse Senetleri.....	8
1.2.1.1.1. Hamiline ve Nam’a Yazılı Hisse Senetleri.....	10
1.2.1.1.2. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri.....	10
1.2.1.1.3. Adi Hisse Senetleri.....	11
1.2.1.1.4. İmtiyazlı Hisse Senetleri.....	11
1.2.1.2. Oto finansman Kaynakları.....	12
1.2.1.2.1. Yedek Akçeler.....	13
1.2.1.2.1.1. Sermaye Yedekleri.....	14
1.2.1.2.1.2. Kâr Yedekleri.....	15
1.2.1.2.2. Amortismanlar.....	15
1.2.1.2.3. Karşılıklar.....	16

1.2.2. Yabancı Kaynaklar.....	17
1.2.2.1. Banka Kredileri.....	20
1.2.2.2. Satıcı Kredileri.....	21
1.2.2.3. Finansman Bonoları	22
1.2.2.4. Tahviller.....	24
1.2.2.5. Finansal Kiralama(Leasing).....	27
1.2.2.6. Forfaiting Hizmetleri	30
1.2.2.7. Factoring Hizmetleri.....	33
1.2.3. Yabancı Kaynak ve Öz Sermayeyi Ayıran Özellikler.....	35
1.2.3.1. Süre.....	36
1.2.3.2. Firmanın Geliri Üzerindeki Talep Hakkı.....	36
1.2.3.2.1. Talepte Öncelik.....	36
1.2.3.2.2. Talepte Belirlilik.....	36
1.2.3.2.3. Talep Tutarı.....	36
1.2.3.3. Firma Varlıkları Üzerinde Talep Hakkı.....	37
1.2.3.4. Firma Yönetimindeki Hakkı.....	37

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISIYLA İLGİLİ KURAMSAL YAKLAŞIMLAR

2.1. SERMAYE YAPISI KARARLARI.....	39
2.1.1. Sermaye Yapısına İlişkin Temel Teorik Yaklaşımlar	41
2.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	41
2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	46
2.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım.....	51
2.1.1.4. Franco Modigliani ve Merton Miller (M-M) Yaklaşımları.....	55
2.1.1.4.1. Modigliani- Miller'in I. Önermesi.....	58
2.1.1.4.2. Modigliani- Miller'in II. Önermesi.....	60
2.1.1.4.3. Modigliani- Miller'in III. Önermesi.....	62

2.1.1.4.4. Modigliani- Miller Yaklaşımının Vergilerle	
İlişkisi.....	63
2.1.1.4.5. Modigliani- Miller'in Ulaştığı	
Sonuçlar.....	65
2.1.1.4.6. Modigliani- Miller Yaklaşımına Yöneltilen	
Eleştiriler.....	67
2.2. SERMAYE YAPISINA İLİŞKİN DİĞER TEORİK	
YAKLAŞIMLAR.....	69
2.2.1. Vergi Faktörü Kuramı.....	69
2.2.2. Dengeleme Teorisi (Trade- Off Theory).....	71
2.2.2.1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Kuramı.....	73
2.2.2.2. Temsilci Maliyetleri Kuramı.....	75
2.2.3. Bilgi Çarpıklığı (Asimetrik Bilgi) Kuramı.....	79
2.2.3.1. Sinyal Teorisi.....	81
2.2.3.2. Finansman Hiyerarşi Kuramı.....	82
2.2.4. Pazar Zamanlama Teorisi.....	85

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE BU KARARLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

3.1. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ KARARLARI ETKİLEYEN	
FAKTÖRLER.....	88
3.1.1. Kaynaklar Arası Seçiminde Göz önünde Tutulacak İlkeler.....	88
3.1.1.1. Uygunluk.....	89
3.1.1.2. Risk.....	90
3.1.1.3. Finansal Kaldıraçtan Yararlanma.....	91
3.1.1.4. Zamanlama.....	91

3.1.1.5.	Esneklik.....	92
3.1.1.6.	Maliyet.....	92
3.1.1.7.	Kontrol ve Yönetimin Paylaşılması.....	93
3.1.2.	Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler	94
3.1.2.1.	Genel Ekonomik Durum.....	94
3.1.2.2.	Endüstrinin Özellikleri.....	96
3.1.2.3.	Firmanın Özellikleri.....	98
3.1.2.4.	Yasal Hukuk ve Para Otoriterlerinin Kararları...	100
3.1.2.5.	Borç Verecek Olanların Davranışı ve Tepkiler...	101
3.2.	SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN	
	FAKTÖRLERİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR.....	102
3.2.1.	Dünya’da Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler	
	Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar.....	102
3.2.2.	Türkiye’de Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler	
	Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar.....	110
	SONUÇ.....	120
	KAYNAKÇA.....	123

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1.1. : Firma Bilançosu.....	5
Tablo 1.2. : Öz sermaye ile Yabancı Kaynak (Borç) Arasındaki İlişki.....	38
Tablo 3.1 : Dünya’da Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar.....	107
Tablo 3.2. : Türkiye’de Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar.....	116

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1: Net Gelir Yaklaşımı.....	45
Şekil 2.2: Net Gelir Yaklaşımına Göre Firma Değeri.....	45
Şekil 2.3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	49
Şekil 2.4: Net Faaliyet Gelir Yaklaşımına Göre Firma Değeri.....	50
Şekil 2.5: Geleneksel Yaklaşım ve Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	54
Şekil 2.6: Risksiz Borç ile M&M'in II. Önermesi.....	61
Şekil 2.7: Borçla Finansmanın Riski Dikkate Alındığında M&M'in II. Önermesi.....	61
Şekil 2.8 : Kurumlar Vergisi Altında Sermaye Yapısının İki Daire Modeli.....	69
Şekil 2.9 : Kurumlar Vergisinin İşletmenin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi.....	70
Şekil 2. 10 : Dengeleme Teorisi Yaklaşımı.....	72
Şekil 2.11 : Temsilcilik Maliyetleri Kuramına Göre Firmanın Değeri.....	77
Şekil 2.12: Firmanın Fırsat Sermaye Maliyeti.....	78

KISALTMALAR LİSTESİ

MM	Modigliani- Miller
NBD	Net Bugünkü Değer
TTK	Türk Ticaret Kanunu
VUK	Vergi Usul Kanunu
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
ELA	Avrupa Leasing Birliği
TL	Türk Lirası
AR&GE	Araştırma ve Geliştirme
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
FVÖK	Faiz ve Vergiden Önceki Kâr
İMKB	Borsa İstanbul

GİRİŞ

Firmaların kurulabilmesi, çalışmalarını sürdürebilmesi için sermayeye ihtiyaçları vardır. Firmalar ihtiyaç duydukları bu sermayeyi borç ya da öz kaynaklardan temin ederler. Borç firma dışından sağlandığı halde, öz kaynaklar firma içinden yaratılacağı gibi (yedek akçeler ve dağıtılmamış kârlar vb.) firma dışından da (sermaye artışı, yeni ortaklar alınışı, birikim sahiplerine pay senedi, katılma intifa senedi satışı vb.) şeklinde sağlanmaktadır.

Sermaye yapısı, bir firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklarla öz kaynaklarının oluşturduğu yapıdır. Sermaye yapısı kararları; işletmelerin kurulabilmesi ve devamlılığını sürdürebilmesi için gerekli olan yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi açısından önem arz etmektedir. Ayrıca sermaye yapısında meydana gelen değişiklikler sonucunda işletmenin sermaye maliyetinin minimum dolayısıyla işletme piyasa değerinin maksimum kılınmasının mümkün olup olunmadığının belirlenmesi amacıyla çalışmalar yapılmıştır.

Firmaların sermaye yapısı kararları finans literatürünün en tartışmalı konularından biridir. Bu tartışmalar firmaların sermaye yapısındaki değişikliklerin ortalama sermaye maliyetine ve firma değerine etki edip etmediği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bir taraftan sermaye yapısındaki değişikliklerin firmaların beklenen kazançlarını, riskini, ortalama sermaye maliyetlerini ve buna bağlı olarak da firma değerini etkilediğini savunan görüş yer alırken, diğer taraftan ise sermaye yapısındaki değişikliklerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden ve firma değerinden etkilenmediğini savunan görüş yer almaktadır.

Sermaye yapısı kararlarına yönelik yaklaşımlar, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani & Miller (M&M) yaklaşımıdır. Bu yaklaşımlar temel alınarak oluşturulan finansal hiyerarşi teorisi (*pecking order theory*) ve denge teorisi (*trade off theory*) sermaye yapısı kararları ile firma değeri ilişkisini açıklamakta yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlardan net gelir yaklaşımına göre firmanın, borç/öz kaynak oranını, diğer bir ifadeyle kaldıraç etkisinden yararlanma derecesini artırarak, ortalama sermaye maliyetini düşürüp, piyasa değerini yükseltebilir. Net faaliyet geliri yaklaşımında, firmanın borçlanma düzeyindeki artış öz kaynak maliyetini artıracak, buna bağlı olarak sermaye yapısında borç kullanılmasıyla ortalama sermaye maliyetini düşürebilme ve

firma değerini artırabilme olanağının olmadığı yani sermaye yapısı kararları ile firma değeri arasında ilişkinin olmadığını savunmaktadır. Geleneksel yaklaşım, net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımı arasında bir görüş olup, firmaların optimal ölçüde borçlanarak firmanın değerinde artış sağlayabileceklerini savunan görüştür. Modigliani & Miller yaklaşımında da sermaye yapısı kararları ile ortalama sermaye maliyeti ve firma değeri arasında bir ilişki olmadığı görüşünü arbitraj işlemine dayandırılarak açıklanmaktadır.

Firmaların sermaye yapısını açıklamaya yönelik net gelir yaklaşımı, net faaliyet gelir yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımı esas alınarak finansal hiyerarşı teorisi ve denge teorisi gibi teoriler geliştirilmiştir. Ancak bu teorilerden ve yeni yaklaşımlardan hangisinin firmaların sermaye yapısını, en iyi açıklayan teori ve yaklaşım olduğu hl tartışılıyor olmasının en önemli sebebi sermaye yapısını etkileyen faktörlerin ve firmaların sermaye yapısı kararlarını ülkeden ülkeye, sektörden sektöre, zamana ve firmaların özelliklerine göre değişiklikler gösteriyor olmasıdır.

Firmalar sermaye yapısını oluştururken, makroekonomik şartlar, içinde bulundukları endüstrinin özellikleri ve firmaya özgü değişiklikleri dikkate alarak borç ve öz kaynak ile finansman alternatifleri arasından seçim yapmak durumundadır. Firmalar borç ve öz kaynak ile finansman tercihlerinin firmaya sağladığı avantaj ve dezavantajlar dikkate alınarak uygun bir sermaye bileşimi oluşturabilirler.

Bu çalışmada, sermaye yapısı kararlarına ilişkin teorik bir ere ve oluşturulması ve firmalarda sermaye yapısı kararlarının uygulamada nasıl alındığının incelenmesi amaçlanmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde sermaye yapısı kavramı tanımlanmış ve sermaye yapısını oluşturan unsurlar hakkında bilgi verilmiştir. Bu bağlamda sermaye yapısını oluşturan unsurlar ve öz kaynaklar ve yabancı kaynaklar olmak üzere iki başlık altında ele alınmıştır. Daha sonra bu iki kaynak arasındaki temel farklar ile bu kaynakların avantaj ve dezavantajları açıklanmıştır.

İkinci bölümünde, sermaye yapısı yaklaşımlarına ve sermaye yapısı kararlarını etkileyen piyasa aksaklıkları inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Sermaye yapısı yaklaşımları temel teorik olan sermaye yapısı yaklaşımlarını etkileyen piyasa

aksaklıkları ve sermaye yapısına ilişkin güncel yaklaşımlar olmak üzere üç başlık altında ele alınmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise sermaye yapısını etkileyen faktörler ve kaynak seçimini etkileyen faktörler hakkında bilgi verilmiş olup, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri inceleyen çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışma incelenen konuların genel bir değerlendirmesini içeren sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI

KAVRAM VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YAPISI KAVRAMI

Tarihsel gelişim içinde sermaye sözcüğü ilk kez Orta Çağ Latin dünyasında ortaya çıkmış ve sermaye sözcüğü parasal bir öduncün sahibine faiz şeklinde gelir sağlayan anaparası anlamında kullanılmıştır. Daha sonraları yalnız para değil gelir getiren tüm mallar sermaye olarak düşünölmeye başlanmıştır.

İlk kez Adam Smith özel ve toplumsal sermaye ayrımını ortaya koymuştur. Smith'e göre, özel sermaye sahibine gelir getiren her türlü mal stokudur. Toplumsal anlamda ise sermaye, toprak ve emeğin yanı sıra üçüncü ve önemli bir üretim etmenidir. Yeniden üretim için üretilmiş tüm mallar sermaye kapsamına girmektedir. Üretilmiş bir mal olmadığı için toprak ve kısa süreli gereksinmelerin karşılanmasında kullanılan mallar bu yaklaşımla sermayenin dışında tutulmaktadır. Böhm- Bawerk ise sermayeyi toplumda ekonomik malların elde edilmesi için kullanılan ara mallarının toplamı olarak tanımlamıştır. Ulusal ekonomi açısından yapılan ve oldukça geniş kabul gören bir tanımlamaya göre, sermaye, mal ve hizmet yaratma gücüne sahip fiziksel üretim kaynaklarıdır. Fabrika, makine donatım ve stoklar gibi. Bu tür üretim kaynaklarının sahipliğinin ya da denetiminin çeşitli kamu ya da özel kuruluşlar arasında el değıştirmesi sermayenin daha verimli bir şekilde dağılımı sonucu ulusal geliri arttırabilmektedir (Tecer, 1980: 3-4).

Sermaye yapısı kavramı ise dar anlamda, öz sermaye ve borç arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmaktadır. Bir firma genel olarak gereksinim duyduğu fonları borç ve öz sermaye olmak üzere iki kaynaktan sağlarlar. Borç, firma dışından sağlandığı halde, öz sermaye hem firma bünyesinden (dağıtılmamış kârlar, yedek akçeler vb. kullanılarak), hem de firma dışından (yeni ortaklar alınarak, katılma intifa senetleri çıkartılarak vb.) sağlanabilir.

Geniş anlamda sermaye yapısı kavramı ise, bir firmanın ve iştiraklerinin menkul kıymetleri, banka borçları, ticari borçları, finansal kiralama sözleşmeleri, vergi yükümlölükleri, sosyal sigorta ve emeklilik yükümlölükleri, yönetim ve işçilerin

ertelenmiş tazminatları, iş ve ürün garantileri ve diğer yükümlülüklerini içermektedir (Yakar, 2011: 3).

Finansal yapı ve Sermaye yapısı kavramları birbirinden farklı kavramlardır. Finansal yapı; firmanın bilançosunun pasifindeki bütün kalemlerin bileşimini ifade ederken, Sermaye yapısı ise firma tarafından kullanılan uzun vadeli fon kaynaklarının bileşimini ifade etmektedir. Finansal yapı ve sermaye yapısı arasındaki ilişki şu eşitlikte açıklanabilir.

$$\text{Sermaye yapısı} = \text{Finansal yapı} - \text{Cari pasifler}$$

Tablo 1.1: Firma Bilançosu

AKTİF(VARLIKLAR) FİRMA BİLANÇOSU		PASİF(KAYNAKLAR)
1. Dönen Varlıklar		3. Kısa Süreli Yabancı kaynaklar
(CARİ AKTİF)		(CARİ PASİF)
2. Duran Varlıklar		4. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
		5. Öz kaynaklar
		Devamlı
		Sermaye
AKTİF TOPLAMI	=	PASİF TOPLAMI

Kaynak: <http://kisi.deu.edu.tr/aysegul.cimen/>, agis, 2014.

Firmanın sermaye yapısı belirlenirken şu iki sorunun cevabı aranmaktadır:

- 1) Firmanın kısa ve uzun vadeli borç oranı ne olmalıdır?
- 2) Devamlı sermaye yapısı nasıl olmalıdır?

Firmada ne ölçüde kısa ve ne ölçüde uzun vadeli borç kullanılacağı firmanın aktif yapısının özelliğine göre uygun olmalıdır. Finansta, “duran varlıklar ile dönen varlıkların uzun vadeli hale gelmiş kısmının uzun vadeli sermaye fonlarıyla finanse edilmesi ve bir yıl içerisinde dönebilen aktiflerin kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi” kuralı geçerli olmaktadır.

Firmalar uzun vadeli fon olarak öz sermaye ile uzun vadeli borç sermayeyi kullanırlar. Eğer firmada tamamen öz sermaye kullanılırsa finansal risk minimum olacak, buna karşılık öz sermayenin maliyetinin yüksek olması sebebiyle birçok proje ret edilebilecektir. Buna karşılık firma sermaye yapısında önemli oranda borç sermaye kullanıyorsa, faizler vergi matrahından düşüleceği için, ağırlıklı sermaye maliyeti azalacak, faizler kâr oranından düşük olduğu sürece firmanın net kârları ve dolayısıyla hisse başına kârlar yükselecektir. Buna karşılık şirketin finansal riski artacak, iflas etme olanağı yükselecektir. Bir noktadan sonra şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yükseleceği için firmanın yatırımlarının net bugünkü değeri azalacak ve muhtemelen birçok proje de kabul edilmeyecektir. Eğer optimal bir sermaye yapısı oluşturulabilirse, firmanın ağırlıklı sermaye maliyeti minimize olacağı için birçok proje kabul edilecek, yatırımların NBD yükselecek ve dolayısıyla firmanın değeri de artacaktır. Burada amaç firmanın optimal sermaye yapısına kavuşması ve firma değerinin maksimize edilmesidir (Okka, 2009: 478-479).

1.2. SERMAYE YAPISI UNSURLARI

İşletmelerin kurulabilmesi ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri için çeşitli varlıklarının bulunması gerekir. Bu varlıkların elde edilmesi ise fon ihtiyacı kavramının ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Bu fonları işletmeler çeşitli kaynaklardan temin edebilirler. İşletmelerin fon temin kaynakları genel olarak öz kaynaklar ve yabancı kaynaklar olarak ikiye ayrılmaktadır (Büyüktortop, 2007: 32).

1.2.1. Öz kaynaklar

Faaliyetini sürdürmekte olan bir işletmenin herhangi bir nedenle, kısa ya da uzun süreli bir kullanım (harcama) için bir finansman yani fon ihtiyacı ortaya çıktığı zaman, ilk akla gelebilecek finansman kaynağı, işletmenin ve sahiplerinin kendi öz kaynakları yani öz sermayeleridir (Sarıaslan ve Erol, 2008: 99).

İşletmelerde yaygın olarak kullanılan temel kaynak öz sermayedir. Öz sermaye finansman konusunun yanı sıra ortakların işletmedeki haklarını da göstermektedir. Söz konusu bu haklar, ödenmiş sermaye karşılığında çıkarılan pay senetleri ile izlenir. İşletmelere öz kaynak sunanlar, tekrar geri çağırma düşüncesinden ziyade kâr üzerindeki haklarını sürdürmekten yanadırlar. Bu haklar, gerçekleşen kârların bir bölümünün yedeklere eklenmesi ve işletme faaliyetlerinin sona ermesi halinde

kendisine tasfiye payı olarak geri dönmektedir. Söz konusu hakların varlığı için işletmenin kâr elde etmesi gerekir. İşletme zarar ederse, ortaklar bunu da üstlenmek durumundadırlar.

Öz kaynakların çeşitli fonksiyonları bulunmaktadır. Bu fonksiyonları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Öz kaynaklar, her şeyden önce kuruluş, daha sonra işletmeye açılma fonksiyonu gibi önemli bir fonksiyonlar yerine getirdiğini göstermektedir.

İşletmenin varlığı, belirlenmiş minimum ödenmiş sermayenin yerine getirilmesi ile mümkündür. Söz konusu bu tutar, işletmenin hukuki şekli ve faaliyetin niteliğine göre değişir.

- Öz sermaye, işletme ile ilgili çevrelere karşı bir garanti fonksiyonunu da yerine getirmektedir. Özellikle firmada alacaklıların güvencesi için öz sermaye düzeyi önem kazanmaktadır.

Bu durum, işletmenin varlığını sürdürebilmesi ve risklere karşı özünü koruması açısından da önemlidir. Zira yükümlülüklerini yerine getiremeyen bir şirketin iflası istenir.

- Başlangıç sermayesinin yerine getirilmesi ya da sermaye artırımları ile sağlanan kaynaklar finansman fonksiyonunu üstlenmektedir. Özellikle üretim ve satışların fonlanması, işletmede sürekli bir nakit akış sürecinin sürdürülmesine olanak sağlar.
- Faaliyet sonucu yaratılan kaynakların bir bölümü ortaklara kâr payı olarak dağıtılırken, alıkonan kârlar işletmenin rezervlerini güçlendirir.
- Öz sermayesi güçlü bir şirkete kreditorler kolaylıkla kredi sunarlar.
- Öz sermayenin bir başka fonksiyonu da yönetim hakkıdır. Ortaklar, şirketteki paylarıyla orantılı olarak şirket yönetim kuruluna girme ve şirketin denetiminde söz sahibi olma hakkına sahiptir. Öz sermaye işletmeye bağımsız karar alma ve işletme de serbest hareket etme hakkı sunmaktadır (Berk, 2007: 247-248).

Öz sermaye ile finansmanın fayda ve sakıncaları şu şekilde sıralanabilir:

- Öz sermaye ile finansman, borçlarda ve imtiyazlı hisse senetlerinde olduğu gibi firmaya sabit bir faiz ve anapara ödeme yükü getirmez. Firmalar kârlı olduğu dönemlerde temettü dağıtırlar.
- Risk açısından öz sermaye ile finansman, önemli bir emniyet kemeri görevini üstlenir.
- Firma öz sermayesinin kuvvetli olması sebebiyle daha düşük maliyetli borç bulacağından, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürme ve hedef sermaye yapısını gerçekleştirme şansına sahiptir.
- Senetlerin vadesi süreli değildir. Bu sebeple öz sermaye ve finansman, firmaya çok geniş bir sermaye yapısını oluşturma esnekliği sağlar.
- Öz sermaye ile finansmanın maliyeti, riski sebebiyle daha yüksektir. Genellikle firmalar finansal kaldıraca giderek, ağırlıklı sermaye maliyetini azaltmaya ve getiri oranlarını artırmaya çalışır.
- Yeni tertip hisse senedi ihracı gelirlerin paylaşılmasını sulandırabilir. Eski ortaklar daha önce aldıkları temettü kadar temettü alamadıkları zaman rahatsız olurlar.
- Hisse senedi ihracında ihraç giderleri, tahvillere göre yüksek olabilmektedir (Yakar, 2011: 25-26).

1.2.1.1. Hisse Senetleri

Anonim ortaklıklar, Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Ortaklıklar ve Özel Kanunla kurulan kurumlar tarafından çıkarılmaktadır. Hisse senedi, satın alanla ihraç eden kuruluş arasında ortaklık tesis eden, yatırımcısına kârdan pay alma, şirket tasfiyesinden yararlanma ve ihraç edene de tasfiye anına kadar fonları kullanma hakkı sağlayan finansal bir varlıktır. Hisse senedinin 6 farklı değeri bulunmaktadır. Bunlar:

- Nominal Değer
- Defter Değeri
- Tasfiye Değeri
- Piyasa Değeri
- İşleyen Teşebbüs Değeri
- Gerçek Değer (Poyraz, 2008: 387).

Nominal Değer

Hisse senedinin üzerinde yazılı olan değere nominal değer denir. Kayıtlı sermayenin miktarını belirleyebilmek ve sermayeye ilişkin muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedine birincil pazara çıkarılması sırasında, bir nominal değer verilmektedir.

Nominal değer, muhasebe açısından önem arz etmekte olup finans uygulamalarında hisse senedinin sayısı ön plana çıkmaktadır. Hisse başına kâr hesaplamalarında, sermaye artırımlarında nominal değerden faydalanılmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 119).

Defter Değeri

Hisse senedinin defter değeri, öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan değere defter değeri denilmektedir. İşletmenin öz sermayesi, ayrılan zorunlu ve ihtiyari yedek akçeler, geçmiş yıl kâr veya zararları gibi unsurlardan oluşmaktadır. Öz sermaye tutarı kayıtlı sermayeden farklı olabilmektedir. Bu nedenle, büyük olasılıkla, hisse senedinin defter değeri, nominal değerinden farklı olacaktır (Ceylan, 2004: 76).

Tasfiye Değeri

Tasfiye Değeri işletme varlığının belirli bir süre içinde zorunlu satışından sağlanabilecek değerden tüm borçlar çıkarıldıktan sonra kalan değere verilen isimdir. Bulunan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesiyle, hisse başına düşen tasfiye değeri hesaplanmaktadır (Kuğu, 2011: 7).

Piyasa Değeri

Piyasa Değer, bir varlığın satılabildiği fiyattır. Bir işletmenin hisse senetlerinin piyasa değeri piyasa koşullarında arz ve talebe bağlı olarak oluşan bir değerdir. Piyasa değeri, gerçekte insanların hisse senedi için ödeyeceği değerdir (Kınay, 2001: 46).

İşleyen Teşebbüs Değeri

Bir işletmenin vergi ve faizlerden önceki gelirinin, belli bir iskonto oranından bugüne indirgenmesiyle işletmenin toplam değeri bulunmaktadır. Toplam işletme

değerinden, toplam borçların düşülmesiyle bulunan tutar, hisse senedi sayısına bölünerek, hisse senedinin işleyen teşebbüs değeri bulunur (Ceylan, 2004: 77).

Gerçek Değer

Hisse senedinin gerçek değeri o hisse senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, sermaye yapısı, yatırım imkânları, kârlılık durumu, temettü politikası, sektörel yapı ve konjonktürel dalgalanmalar gibi değişkenleri içermektedir. Olması gereken değer olarak da adlandırılan bu değer etkin bir piyasada varlık hakkındaki bilgilerin tamamına dayalı olarak oluşmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 120).

1.2.1.1.1. Hamiline ve Nam’a Yazılı Hisse Senetleri

Ortaklık ana sözleşmesinde konuya ilişkin özel bir hüküm bulunmadıkça hisse senetleri nam’a yazılı kabul edilirler. Hamiline yazılı hisse senetlerinde senedin hamili kim ise hak sahibi o kişidir.

Hamiline yazılı hisse senetleri, devri kolay hisse senetleridir. Hamiline yazılı hisse senetlerinde senedi alan mülkiyetini elde etmiş olur. Hamiline yazılı hisse senedi çıkarılabilmesi için, hisse bedellerinin tamamının ödenmesi zorunluluğunun yanında, şirket ana sözleşmesinde bu konuya ilişkin aksine bir hüküm bulunmaması gerekir.

Nama yazılı hisse senetleri, şirket defterinde adı geçen kişiler adına düzenlenebilir. Sözleşmede tersi bir hüküm olmadığı sürece hisse senetlerinin nama yazılı olması gerekir (Terim, 2009: 9).

1.2.1.1.2. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Senet bedelinin tümüyle ödenmiş olması durumunda bedeli ödenmiş hisse senedinden söz edilebilir. Hisse senetleri karşılığında şirkete taze para girişi sağlayan senetlerdir. Bedelli hisse senetleri kuruluş aşamasında veya sermaye artırımlarında, eski ortakların rüçhan hakkı kullanımıyla veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafında satın alınırlar.

Bedelsiz hisse senetleri ise; dağıtılmayan kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, sabit varlıkların satışından elde edilen kazançlar veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılan ve firmaya fon girişi sağlamayan hisse senetleridir (Ceylan, 2001: 430).

1.2.1.1.3. Adi Hisse Senetleri

Firmalarda sermayenin önemli bir bölümünü adi hisse senetleri oluşturmaktadır. Adi hisse senedi sahipleri firmanın yıllık kârlarından veya aktiflerinden devletin, borç sahiplerinin ve imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin alacakları karşılandıktan sonra, kalan artık değerin tamamı üzerinde hak sahibi olurlar. Hisse senetlerinin vadesi yoktur ve sonsuz süreli kaynak olma özelliğine sahiptirler.

Adi hisse senetlerinin getirileri değişkendir. Şirketin kârlarının yüksek olduğu dönemlerde alacakları temettü artar, zararlı ve durgun olduğu dönemlerde veya genel kurulun temettü dağıtılmamasına karar verdiği dönemlerde temettü alamazlar. Eğer bu dönemde hisse senetlerinin piyasa değeri yükselmişse, ortaklar sermaye kazancı elde ederler (Yakar, 2011: 27).

1.2.1.1.4. İmtiyazlı Hisse Senetleri

Anonim şirketlerde, şirket ana sözleşmesi ile bazı hisse senetlerine kâr payı alımında, tasfiye halinde şirket mevcudunun dağıtılmasında ve diğer konularda öncelik tanınabilir. İmtiyazlı hisse senetleri, tahviller ile adi hisse senetleri arasında karma bir özelliğe sahiptir. İmtiyazlı hisse senedi sahipleri, belirli aralıklarla sabit ödeme alırlar ayrıca işletmenin tasfiyesi halinde varlıklardan da öncelik alma hakkına sahiptirler (İrk, 2012: 5).

İmtiyazlı hisse senetlerinin bazı özellikleri şöyledir:

- İmtiyazlı hisse senetlerinin daima bir nominal değeri bulunmaktadır. Nominal değer alınacak temettü hissesini ve tasfiyede pay hissesini belirler. İmtiyazlı hisse senetlerinin pazar değeri yatırımcıların bekledikleri getiri oranı ile arz ve talebe bağlı olarak teşekkül etmektedir.
- Şirketin kârlarının arttığı dönemlerde hisse senedi sahiplerine daha yüksek miktarlarda temettü dağıtılabildiği halde, imtiyazlı hisse senedi sahipleri bundan yararlanamazlar. Çünkü onlar sabit bir temettü almaktadırlar.
- İmtiyazlı hisse senetleri de, diğer menkul değerler gibi, ilk ihraçlarından sonra ikincil pazarlarda yatırımcılar tarafından alınıp satılabilirler.

- İmtiyazlı hisse senetleri firmanın finansal derecesini artırır. Bu sebeple finansal yönetici imtiyazlı hisse senetlerini firmada bir borç gibi göze alır ve değerlendirir.
- Firmaların imtiyazlı hisse senedi ihraç etmeyi tercih etmelerinin önemli sebeplerinden birisi de firmanın finansal yönden kötü olduğu dönemlerde temettü ödemelerini tehir etmeleri ve imkân doğduğu yıl ödemelerinin mümkün olmasıdır. Oysaki böyle bir esnekliğe faiz ödemelerinde sahip olunmaz.

İmtiyazlı hisse senetlerinin en önemli dezavantajı vergiden sonra maliyetlerinin yüksek olması ve neredeyse vergiden sonraki borç sermayenin iki katını bulmasıdır. Marjinal sermaye maliyetini yükselteceği ve bir kısım projelerin gerçekleştirilmesine mani olacağı için, birçok firma, borç sermayeyi imtiyazlı hisse senetlerine tercih etmekte ve imtiyazlı hisse senedi ihraç etmemektedir (Okka, 2009: 464-465).

1.2.1.2. Oto finansman Kaynakları

Oto-Finansman, kendi kendine finansman veya fon oluşturma anlamına gelen, firmaların dönem sonunda elde ettikleri kârın bir kısmını dağıtmayarak alıkoymaları sonucu ortaya çıkan bir finansman biçimidir. Bir başka ifadeyle oto-finansman, firmanın dışarıdan kaynak almaksızın kendi bünyesindeki kaynaklarla sermaye yaratmasıdır. İşletmelerin kendi yarattığı fonlarla faaliyetlerini finanse etmesi olarak da ifade edilen oto-finansman, açık ve gizli oto-finansman olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilebilir.

Açık oto-finansman, faaliyetler sonucunda elde edilmiş olan kârın firma içinde tutulmasıyken, gizli oto - finansman ise ticari kârın tespitinden önce, faaliyetler sonucunda elde edilmiş olan gelirlerin, firma dışına çıkmasını önleyici tedbirler olarak, ticari kârın düşük hesaplanmasının sağlanması olarak ifade edilir (Terim, 2009: 12).

Kredi verenler açısından oto - finansmanla fon sağlamak firmaların kredi değerliliğini artırmaktadır. Bankalar ve diğer kredi veren kurumlar için firmaların borçlanma oranları kredi değerlendirme aşamasında önem taşımaktadır. Bununla beraber aşırı oto finansmanın işletmeler açısından sakıncaları vardır. Halka açık firmalarda

uzun süre kâr dağıtılmadığında firmaların hisse senedi fiyatları düşebilir (Yükeri, 2009: 6).

Oto-financemanla işletmelerin fon sağlama yönüne gitmesi işletmeler açısından olumludur. Günümüzde işletmeler, finansman gereksinimlerinin büyük bir bölümünü oto finansmanla karşılamaktadırlar. Bu finansman metoduyla işletmelerin finansal anlamdaki bağımsızlıkları artmakta ve aynı zamanda da kredi veren kurumlar için oto-financeman emniyet görevini yerine getirmektedir. Oto finansman da aşırıya kaçılmasının bazı dezavantajları olabilmektedir. Bu noktada bazı küçük halka açık işletmelerde uzun süre kâr payının dağıtılmaması durumunda işletme ortaklarının sermaye piyasasına olan güvenleri sarsılabilmektedir. Bu durumda şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşmesi sebebini ortaya çıkarabilmektedir. Diğer taraftan oto finansman işletmelerin bünyelerinde ki kaynaklarını rasyonel bir şekilde kullanamama imkânını da verebilmektedir. Bu sebepten dolayı da ellerindeki kaynakları iyi kullanamayan işletmeler çeşitli finans sıkıntılarıyla yüz yüze kalabilmektedirler. (Yurttadur, 2009: 77).

Çalışmanın ilerleyen bölümünde oto- finansman kaynakları olarak yedekler, amortisman ve karşılıklara yer verilecektir

1.2.1.2.1. Yedek Akçeler

Yedekler, işletmenin istikrarını sağlamak amacıyla mal fiyatlarındaki ani düşüşler gibi önceden kestirilemeyen zararlara karşılık olarak, kârdan ayrılır ve belli kurallara uyularak kullanılabilir.

Yedekler, kanuni ve ihtiyari olmak üzere ikiye ayrılır. Kanuni yedekler, Türk Ticaret Kanunu'na göre, işletmelerin ayırmak zorunda olduğu yedeklerdir. Türk Ticaret Kanunu'nun 466. maddesine göre ödenmiş sermayenin %20'sini buluncaya kadar her yıl kârdan %5 kanuni yedek akçe olarak ayrılmaktadır.

İhtiyari yedek akçe ise, sözleşmede gösterilen yerlerde kullanılmak ve amaçların gerçekleştirilmesi için ayrılır. Özellikle, gelişme ve genişleme yedek akçeleri, işletmenin en önemli iç finansman kaynağını oluşturur. Yönetim Kurulu'nun teklifi ve Genel Kurul'un vereceği kararlar üzerine, genişleme amaçları için net kâr payının bir kısmı pay sahiplerine dağıtılmaz, işletmede bırakılıp genişleme ve gelişme hedefleri için ayrılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 211-212).

Şirketler, aşağıda açıklanan çeşitli nedenlerle elde ettikleri kârın bir bölümünü, yedek akçe olarak işletmede alıkoymak.

- İşletmenin devamlılığını ve gelişmesini sağlamak,
- Borçların zamanında ödenmesini sağlayarak, alacaklıların haklarını korumak,
- Dönem kârının belirlenmesindeki öznelliği ortadan kaldırmak veya azaltmak.

Dönem kârı, muhasebenin temel prensiplerine, varsayımlarına dayanılarak yapılmış bir tahminden ibarettir. Bu nedenle, dönem kârının hesaplanmasındaki hataları veya öznelliği ortadan kaldırmak, hiç olmazsa azaltmak için kârın tamamının dağıtılmayarak bir bölümünün bünyede bırakılması işletmelerce gerekli görülmektedir.

- Kredi sözleşmelerinden doğan yükümlülükleri yerine getirmek.

Genellikle orta ve uzun vadeli kredi veren finansman kurumları, krediyi güvence altına almak amacı ile kredi sözleşmelerine, işletmenin mali bünyesi kuvvetleninceye kadar, kâr dağıtılmaması veya nakden dağıtılacak kârların belirli sınırları aşmaması, elde edilen kârların oto-finance için kullanılması hakkında şartlar koymaktadırlar.

- Kâr dağıtımında istikrar sağlamak.
- İş hayatındaki belirsizlikten doğan riski azaltmak, gelecekteki olası zararları karşılamak
- Varlıklarda olası değer düşüşlerini karşılamak amacıyla yedek akçe ayırırlar (Akgüç, 2006: 210-211).

1.2.1.2.1.1. Sermaye Yedekleri

İşletme faaliyetleri sonucunda yaratılan kâr dışındaki nedenlerle de sermaye artış olabilir. Bunlar;

- İhraç edilen hisse senetlerinin nominal değerinden daha yüksek bir değerle satılması veya sermaye taahhüdünü yerine getirmeyen bir ortağın payının iptalinden doğan kârlar,
- Varlıkların yeniden değerlendirilmesi nedeniyle öz sermayenin de aynı miktarda artırılması (Çaldağ ve Ayanoğlu, 2012: 317).

Sermaye yedekleri hisse senedi ihraç primi (emisyon primi), hisse senedi iptal kârları, maddi duran varlıkları yeniden değerlendirme artışları, iştirakler yeniden değerlendirme artışları, borsa da oluşan değer artışları gibi sermaye hareketleri sonucunda oluşan ve firmalar tarafından alıkonulan tutarlardır (Yükeri, 2009: 6).

1.2.1.2.1.2. Kâr Yedekleri

Kâr yedekleri, işletmenin bünyesini sağlam tutmak, işletmenin sürekliliği ve gelişimi ile işletme sahipleri ve alacaklıların haklarının korunmasını sağlamak ve öz kaynaklarda faaliyetler sonucunda oluşabilecek azalışları karşılamak amacıyla net kârın dağıtılmayarak işletmede alıkonulan kısmına denilmektedir.

Kâr yedekleri T.T.K.'na göre sermaye şirketleri için ayrılması zorunlu olan yedekler olup, şahıs işletmeleri ve şirketleri için böyle bir zorunluluk yoktur. Şahıs işletmeleri ve şirketlerinde ise, ortaklar sınırsız sorumlu olduklarından dolayı, tüm mal varlıkları yedek hükmündedir.

Kâr yedekleri hesap grubu, kanun, ana sözleşme hükümleri ya da ortaklıkların yetkili organları tarafından alınan kararlar uyarınca, dağıtılmamış ya da işletmede alıkonulmuş kârlar bu grupta gösterilmektedir. (Atabey, Parlakkaya ve Alagöz, 2012: 522-523).

1.2.1.2.2. Amortismanlar

Amortisman duran varlıkların muhasebe dönemlerinde gidere dönüştürülen kısımlarıdır. Bu kısımların kümülatif toplamı birikmiş amortismanların kendisini oluşturmaktadır.

VUK Md. 313 amortismanı tanımlarken işletmede bir yıldan fazla kullanılan ve yıpranmaya, aşınmaya veya kıymetten düşmeye maruz bulunan gayrimenkullerle, gayrimenkul gibi değerlendirilen iktisadi kıymetlerin, alet, edevat, mefruşat, demirbaş ve sinema filmlerinin değerlendirme esaslarına göre tespit edilen değerlerinin, bunların kullanılabildikleri süre içinde yok edilme (itfa) payları olarak tanımlanmıştır.

Amortismanın, varlıklardaki aşınmadan kaynaklanan değer kaybının muhasebeleştirilmesi olarak tanımlanmasının yanı sıra bir duran varlığın elde edilmesi için yapılan giderlerin, ilgili duran varlıktan yararlanma süresine bölünmesi olarak da tanımlanabilmektedir (Kartal ve Atay, 2009: 264).

Muhasebecilere göre, amortismanlar sabit kıymet maliyetlerinin sistematik ve makul bir şekilde işlemlere verilmesi ve dağıtılması olarak kabul edilirken, finansal yönetimcilere göre amortismanlar müşterilerden sağlanan fonların, sabit kıymetler için harcanmaya veya önceki sabit kıymetlerin alımından doğan uzun vadeli borçların ödenmesine ayrılan ve ayrılması gereken kısım olarak kabul edilmektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 40).

Günümüzde amortisman, bir çok anlamlara gelecek şekilde kullanılmaktadır. Bunlardan başlıcaları; Finansal anlamda (duran varlıklara yatırılmış olan sermayenin tekrar geri dönmesi işlemidir), iktisadi anlamda (verimli kapasitenin sürekliliğini sağlama işlemidir) ve maliyet anlamında (kullanılan duran varlıkların kullanımlarından ya da diğer nedenlerden dolayı meydana gelen değer azalışlarının maliyetlere geçirilmesi işlemidir) kullanılanlarıdır (Sürmen, 2011: 242).

Amortismanlar vergi hesaplanırken gider gösterebileceğinden, vergi tasarrufu sağlarlar ve ödenecek vergi tutarını azaltır. Amortismanlar ayrıca kârlı firmalarda dağıtılacak kârları azaltırlar. Bu sayede işletme içinde kalan tutarlar serbestçe kullanabileceği için, amortisman aracılığıyla işleyen bir oto finansman merkezi oluşturmaktadır (Büyüktortop, 2007: 37).

1.2.1.2.3. Karşılıklar

Karşılık, bilanço tarihinde meydana gelen ya da meydana gelmesi beklenen ancak tutarının ne olacağı kesin olarak bilinemeyen veya tutarı bilinmekle birlikte ne zaman tahakkuk edeceği bilinemeyen giderler için ve birtakım zararları karşılamak amacıyla hesaben ayrılan tutardır. Karşılık ayrılması, firmaların faaliyetlerini sorunsuz bir şekilde sürdürmesi ve gelecekte oluşabilecek olumsuzluklardan en az derecede etkilenmesi için önemlidir (Yükeri, 2009: 7).

Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 37) Karşılıklar, Koşullu Borçlar ve Koşullu Varlıklara ilişkindir. Buna göre gelecekteki olayın gerçekleşme olasılığına bağlı olarak;

- Olasılık kuvvetli ise ve tutar tahmin edilebiliyorsa, borç ve zarar tahakkuk ettirilip mali tablolarda gösterilir. (karşılık ayrılır)
- Olasılık kuvvetli değil ya da olasılık kuvvetli fakat tutar tahmin edilemiyorsa, tahakkuk kaydı yapılmaz, dipnotlarda açıklama yapılır.(koşullu borçlar)

- Olasılık zayıf ise tahakkuk ve açıklama yapılmaz.

Aşağıdaki koşulların varlığı halinde karşılık mali tablolara alınır:

- Geçmiş olaylardan kaynaklanan mevcut bir hukuki veya zımni yükümlülüğün bulunması.
- Yükümlülüğün yerine getirilmesi için ekonomik fayda içeren kaynakların işletmeden çıkmasının muhtemel olması.
- Yükümlülük tutarının güvenilir bir biçimde tahmin edilebiliyor olması gerekir.
- Karşılık olarak muhasebeleştirilen tutar, mevcut bir yükümlülüğü yerine getirmek için bilanço tarihi itibarıyla yapılması gereken harcamaya ilişkin en gerçekçi tahmin olmalıdır (Gücenme, 2006: 286).

Karşılık ayırmak için, belli bir hukuki yükümlülüğün varlığı gerekmemektedir. Bu konuda kuvvetli bir olasılığın varlığı, karşılık ayrılmasını haklı kılan bir neden olabilmektedir (Ceylan, 2001: 187).

1.2.2. Yabancı Kaynaklar

Yabancı kaynaklar, işletmenin üçüncü kişilere olan borçlarını gösterirler. Borç ise işletmenin üçüncü kişilere belirli bir zaman sonra nakit ya da mal ve hizmet ödemek üzere yazılı veya sözlü olarak taahhütte bulunduğu bir ödeme yükümlülüğüdür (İrk, 2012: 8).

Yabancı kaynaklar süre açısından; kısa, orta ve uzun vadeli olarak yabancı kaynaklar olarak ayrılmaktadırlar. Buna göre;

- **Kısa Süreli Yabancı Kaynaklar:** Firmanın bilançosunun düzenlediği tarihten itibaren normal olarak bir yıl içinde para veya paradan başka değerlerle (mal ve hizmetlerle) ödenmesi gereken yükümlülükleri kapsamaktadır (Akgüç, 2006: 160). Kısa vadeli fonlar, genellikle dönen varlıkların finansmanı için kullanılır. Ancak, günümüzde birçok işletme, kısa vadeli kaynakları sabit varlıkların finansmanı için de devamlı olarak kullanmaya çalışmaktadır. Şüphesiz, bu tür bir uygulamanın işletmeler için birçok sakıncası bulunmaktadır. İşletmelerin kullanacakları fon tutarını birçok faktör etkilemektedir. Eğer, işletmelerin toplam varlıklarının önemli bir bölümünü dönen varlık oluşturuyorsa, işletmenin kullanacağı kısa vadeli

fonlar da artacaktır. Öte yandan, mevsimlik değişimler, işletme varlıklarının yapısı, kaynakların maliyeti, ekonomik koşullar, başka seçeneklerin yokluğu ve benzeri faktörler kısa vadeli fon kaynaklarının tutarını belirlemektedir (Ceylan, 2001: 125).

- **Orta Süreli Yabancı Kaynaklar:** Firmaların genellikle 1 ile 5 yıl arasındaki süre içinde geri ödemek yükümlülüğü altında bulunduğu yabancı kaynaklar şeklinde tanımlanmaktadır. Genellikle firmaların süreklilik gösteren işletme sermayesinin ve duran varlıkların finansmanında kullanılırlar (Büyüktortop, 2007: 38). Orta vadeli fonlar, genellikle belli bir süre ödemesiz dönemden sonra, üç ay, altı ay veya yıllık taksitler halinde geri ödenir. Kısa vadeli fonlar, genellikle işletmelerin mevsimlik veya geçici gereksinimleri için kullanılırken, orta vadeli fonlar, devamlılık taşıyan fon gereksinimleri için kullanılır. Kiralamayla sağlanan fonlar, orta vadeli kredilerin içinde düşünülmektedir (Ceylan, 2001: 163).
- **Uzun Süreli Yabancı Kaynaklar:** Bir firmanın sermaye yapısını oluşturan, onun risk ve kârlılığını uzun yıllar yakından etkileyen kaynaklardır. Firmada uzun vadeli kaynak arayışı daha çok kuruluş ve büyüme dönemlerinde ortaya çıkmaktadır. Bu konuda alınacak karar finansal yöneticinin alacağı önemli bir karar olup, firma faaliyetleri üzerindeki etkilerini uzun yıllar hissettirir. Uzun vadeli finansman kaynaklarından yabancı kaynakların firmaya sağladığı bir takım avantajlardan söz edilebilir. Yabancı kaynakla finansman firma yönetiminde herhangi bir değişikliğe neden olmaz. Çünkü borçlanma ile firmanın ortak sayısında ve yapısında değişiklik olmamaktadır. Yabancı kaynağa genel olarak sabit faiz ödenir ve faizler vergi matrahının hesaplanmasında gelirden düşülür. Yabancı kaynak kullanarak firma finansman kaldıracından yararlanır, öz sermaye kârlılığını artırır, hisse başına kâr tutarını yükseltir. Yabancı kaynakla finansmanın yukarıda sayılan avantajları yanında önemli dezavantajları da bulunmaktadır. Her şeyden önce borç kullanımı faiz gibi sabit bir ödemeyi gerektirir ki, bu da firma için bir risk taşımaktadır. Satışları düzenli olmayan, büyük dalgalanmalar gösteren firmaların sabit ödeme yükümlülüğünü yerine getirmesi oldukça zordur. Kredi sözleşmelerinin uzun vadede yeterince esnek olmaması, firma yöneticilerinin hareket serbestisini kısıtlamaktadır. Yabancı kaynakla finansmanın bir diğer

sakıncası firma riskini artırmasının yanında firmanın kredi değeriğini de düşürmesidir (Türko, 1999: 571-572).

Yabancı Kaynak ile finansmanın üstünlük ve sakıncalı yönleri şunlardır:

- Yabancı kaynağın firmaya maliyeti özellikle sabit faiz borçlanıldığında belirli ve sınırlıdır. Borç verenlerin, firma çok başarılı olsa dahi firmanın başarısına, kârına, iştirak etme hakları bulunmamaktadır.
- Borçla finansmanın maliyeti, belirli ve sınırlı oluşunun yanı sıra genellikle öz sermaye ile finansmana kıyasla daha düşüktür.
- Faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebilmesi olanağı bir vergi avantajı sağlamaktadır.
- Kredi sözleşmesine konulacak koşullarla, borçla finansman esnek bir nitelik alabilmektedir.
- Yabancı kaynakla finansman, firmanın satış ve kârlarında dalgalanma gösterdiği dönemlerde büyük risk taşır. Firmanın borçlarının süresinde ödeme gücüne sahip olmaması, varlığını tehlikeye düşürmektedir.
- Yabancı kaynak, süresi ne olursa olsun belirli bir tarihte geri ödenecektir. Bu nedenle finans yöneticileri, borçların zamanında ödenmesine olanak verecek fonların sağlanması için gerekli önlemleri almak zorundadırlar.
- Özellikle uzun süreli yabancı kaynak, firmayı uzun süreli yükümlülük altına soktuğu için risk taşır, bu risk borç alınırken yapılan tahmin ve planların, koşulların değişmesi sonucu gerçekleşmemesinden meydana gelir. Koşulların firmanın aleyhine değişmesi durumunda borç fark etmez, firma açısından ağır bir yük halini alabileceği gibi, koşullarda ilk tahminlere kıyasla lehe bir gelişmenin sonucunda borçlanma çok avantajlı bir halde olabilir.
- Orta ve uzun süreli kredilerde finansman kurumları, kredi sözleşmelerine bağlayıcı, firma yöneticilerinin hareket serbestisini sınırlayan hükümler koymaktadırlar. Böyle bir durumda firma, uzun süreli kredi almakla, kısa süreli kredileri hatta sermaye artırımına kıyasla çok daha sınırlayıcı şartların baskısı altına girmiş olmaktadır (Terim, 2009: 36-37).

Firmalar yabancı kaynak gereksinimlerini banka kredileri, satıcı kredileri, finansman bonoları ve tahvilleri, finansal kiralama, Forfaiting ve Factoring gibi yollarla karşılayabilmektedirler.

1.2.2.1. Banka Kredileri

Firmalar fon ihtiyaçlarını bankalar aracılığıyla da karşılayabilmektedir. Bankalar süresine göre firmalara kısa, orta ve uzun vadeli krediler sunmaktadır. Uygulama da bankaların firmalara genelde kısa süreli krediler verdikleri görölmektedir. Bankaların yüksek ve sürekli enflasyon nedeniyle üretimi arttıracak ve yatırımları hızlandıracak kredi türleri yerine işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimini karşılamaya yönelik kısa vadeli krediler ve riski düşük tüketici kredileri vermeyi tercih ettikleri söylenebilir (Yükeri, 2009: 9).

Banka kredileri işletmelerin önemli finansman kaynaklarından birisidir. Farklı uygulama şekilleri vardır: işletmeler maddi bir teminat olmaksızın, yalnızca imza karşılığında verilen açık kredi şeklindeki banka kredisini kullanabilecekleri gibi, bankaya verilen teminat karşılığında, senet üzerine avans şeklinde banka kredisi veya zirai ve ticari malların bankaya teminat olarak verilmesiyle emtia karşılığı avans şeklinde de banka kredisi kullanabilirler.

İşletmelerin banka kredisi kullanabilmesi bankanın yapacağı kredi analizine bağlıdır. İşletme kredibilitesi yüksek ve bankanın asgari isteklerini yerine getirebilen bir yapıya sahipse, bankacılık sisteminden çok kolay bir şekilde kaynak kullanılabilir. Uygulamada banka kredilerini kullanma konusunda genç firmaların yeni kurulan firmalara göre daha şanslı olduğunu görmekteyiz. Çünkü yeni kurulan firmalar bankacılık sistemi açısından güvenilir bulunmamaktadır. Yeni kurulan firmalar gerek kredibilitelerinin düşüklüğü, gerekse yeterli düzeyde teminata sahip olamamaları nedeniyle yeterli düzeyde banka kredisi kullanamamaktadır. Buna karşın genç firmalar özellikle kısa dönemli işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında banka kredilerini tercih ederler (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 411).

Banka kredilerini tercih eden firmaların genel özellikleri şunlardır:

- Yeni kurulmuş ya da genç firmalar,
- Orta büyüklükteki firmalar,
- Mevsimlik fon ihtiyacı olan firmalar,
- Kârlılığı düşük firmalar,
- Kârlılığı yüksek olan firmalardır (Irk, 2012: 11-12).

1.2.2.2. Satıcı Kredileri

İşletmeler çeşitli mal ve hizmetleri peşin alabilecekleri gibi kredili de alabilirler. Kredili mal satın alınması, satıcıların işletmeye kredi kullandırması anlamına gelmektedir. Satıcı tarafından tanınan vade alıcı işletmeyi finansal açıdan desteklemekte, işletmenin ihtiyaç duyacağı sermaye miktarını azaltmaktadır. Satıcı kredilerinde vadenin uzaması alıcı işletme açısından arzu edilen bir durumdur. Fakat vade üzerinde etkili olan çeşitli faktörler, vadelerin uzamasına veya kısalmasına neden olmaktadır.

Satıcının ve alıcının mali gücü de satıcı kredilerinin vadesi üzerinde etkilidir. Mali açıdan kuvvetli işlemler rakip firmalara göre avantaj elde edebilmek için daha uzun vadelerde satış yapabilmektedir. İşletmelerin mali güçleri vadenin uzunluğunu finanse edebilmekte veya vade farkı satış fiyatına yansıtılabilmektedir. Mali açıdan güçsüz firmalar ise peşin satışı veya çok kısa vadelerle satışı tercih etmektedir. Güçlü mali yapıya sahip işletmelerden mal ve hizmet satın alan işletmeler satıcı kredisinin avantajını kullanabilmektedirler (Aksoy ve Yalçın, 2008: 407-408).

Ticari kredilerin üstünlüklerini şöyle sıralayabiliriz:

- Sağlanması kolaydır,
- Esnekler,
- Formalite azdır,
- Maliyet,
- Yenilenme, vadelerin uzatılması kolaydır (İrk, 2012: 10-11).

Ticari kredi, diğer kısa vadeli kredi türlerinde olduğu gibi, kredinin açılmasının kabul edilmesiyle, kullandırılması arasında bir gecikmeye neden olmamaktadır. Ticari kredi kullanan bir işletme, varlıklarını rehin veya ipotek etmez. Bu tür kredi, özellikle, diğer kaynaklardan yeterli fon sağlayamayan küçük işletmeler için büyük bir öneme sahiptir.

Ancak, ticari kredi kullanımının bir maliyeti olduğu unutulmamalıdır. Ayrıca, vade dolduğunda, ödemenin yapılmazsa, vade farkı ödemesi söz konusu olabilir. Satıcılar, alacaklarını vadesinde tahsil etmek için, oldukça yüksek vade farkı talebinde

bulunurlar. Bu nedenlerle, ticari kredinin işletmelere maliyeti çok yüksek olabilir (Ceylan, 2001: 127).

1.2.2.3. Finansman Bonoları

Finansman bonosu genellikle büyük işletmelerin kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, aracı kurumlara veya doğrudan yatırımcılara sunmak amacıyla ihraç ettikleri borç senedi olarak tanımlanabilir. Sermaye piyasası kurulu, finansman bonosunu ihraç edecek kuruluşları sıralamıştır. Bunlar; anonim ortaklıklar, özelleştirme kapsamındaki kamu iktisadi teşebbüsleri ve mahalli idarelerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 227).

Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden fazla olmamak üzere ihraççılar tarafından belirlenir. Vadenin başlangıç tarihi, finansman bonolarının satışa sunulduğu ilk gündür. Finansman bonoları, vadenin $\frac{1}{4}$ 'ünü geçmeyecek satış süresi içinde her gün, iskonto esasına göre hesaplanarak o değer üzerinden satılır. İskonto esasına göre satılan finansman bonolarının nominal değeri, anapara ve faizi içerir (İnam, 2007: 408).

Finansman bonosu ihracında firmaların borçlanma limiti hukuki durumlarına göre değişmektedir. Bunlar;

- Tebliğ'e göre halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki (finansman bonosu gibi) diğer borçlanma senetlerinin toplamı; bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan ödenmiş sermaye ile yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararlar düşüldükten sonra kalan miktarı geçemez. Ancak halka açık anonim ortaklık son bilançoya göre kârlı olmuş ve finansal tabloları bağımsız denetimden geçmişse bu limit altı katına kadar yükseltilebilir.
- Son yıl mali kâr elde etmemiş olan halka açık anonim ortaklıklar finansal tablolarını bağımsız denetime denetlemek şartıyla, borç senetleri çıkarma sınırı üç kat artırılabilir.
- Halka açık olmayan anonim ortaklıklarda bu sınır esas sermayesinin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançoya göre varlığı anlaşılan tutarını aşamaz. Bu

şirketlerde yedek akçeler çıkarma sınırına dâhil edilmemiştir (Okka, 2011: 153).

Finansman Bonoları teminat durumuna göre şu türlere ayrılır:

A tipi: Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları,

B tipi: Banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları,

C tipi: Banka garantisi taşıyan finansman bonoları,

E tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları,

F tipi: Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatı ile ödeme vadini ihtiva eden finansman bonoları (Yakar, 2011: 33).

Finansman bonosu yolu ile fon sağlamanın çıkaran ortaklık açısından üstünlükleri şöyle sıralanabilir:

- Alternatif yöntemlere oranla ucuz bir fon sağlama aracıdır.
- Finansman yolu ile gerek duyulan kaynak, zaman kaybı ve uzun işlemler gerekmeden elde edilebilmektedir.
- Banka kredilerinde gerek yasalardan gerekse banka yöneticilerinden kaynaklanan bazı sınırlamalar vardır. Finansman bonosunda ise bu tür bir sınırlama söz konusu değildir.
- Finansman bonosu çıkartan işletmelerin kredi piyasalarında saygınlığı ve dolayısıyla pazarlık gücü de artmaktadır.
Yatırımcı açısından üstünlükleri ise;
- Likiditesinin yüksek olması.
- Risksiz, güvenli ve yüksek gelir sağlamasıdır.

Finansman bonosu çıkarılmasının üstünlüklerine karşın bazı sakıncalı yönlerinin de olduğu ileri sürülmektedir. Bunlar;

- Finansman bonosu çıkartarak kaynak sağlama olanağından sadece tanınmış, kredibilitesi yüksek büyük ortaklıklar yararlanabilir.
- Bu bonoların geniş bir piyasası yoktur, alıcıları sınırlıdır.
- Dar bir süre içinde ödenmesi zorunludur. Banka kredilerinde olduğu gibi yenilenme olanağı yoktur. Ayrıca belirlenen faiz ve diğer koşulların süre boyunca değiştirilmesi olanaksızdır (Taner ve Akkaya, 2009: 151-152).

1.2.2.4. Tahviller

Tahvil yatırımcısına sabit gelir sağlayan uzun vadeli bir menkul değer türüdür. Tahviller sabit getirili bir menkul kıymet olup, şirketler, devletler, kamu kuruluşları ve mahalli idareler tarafından ihraç edilen bir sermaye piyasası aracıdır. Hazine bonosu, finansman bonosu, varlığa dayalı menkul kıymet gibi menkul kıymetlerden farkı uzun vadeli olmasıdır. Tahviller sermaye piyasasının en önemli araçlarından biri olup, tüm dünyada çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Türkiye’de tahvil ihracı, özellikle özel sektör kuruluşlarınca 1970’li yıllarda başlamış ve giderek önemli bir pazar oluşturmuştur. Bugün Türk sermaye piyasasında özellikle birinci el piyasasında hazine bonosu ve tahvil kesiminin hisse senedi piyasasından daha hareketli olduğu gözlenmektedir. Vadeleri bir yıldan daha uzun olan bir menkul kıymet türüdür. Bir yıldan daha kısa vadeli olanlar eğer devlet tarafından ihraç ediliyorsa, hazine bonosu, özel sektör tarafından ihraç ediliyorsa finansman bonosu ismini alırlar (Karan, 2011: 383).

Tahvil, basitçe söylersek, uzun süreli bir borçtur. Hükümetler ve şirketler yatırımcılara tahvil satarak ödünç para alırlar. Bir tahvil satın aldığınız zaman, tahvilin vadesi sona erinceye kadar her yıl sabit bir faiz ödemesi alırsınız. Bu ödemeler kupon adıyla bilinmektedir, çünkü tahvillerin çoğunda, yatırımcıların keseceği ve faizini talep etmek üzere ihraç eden kuruma göndereceği kuponlar vardır. Tahvilin vadesi geldiğinde borç geri ödenir. Geri ödenen bu tutar tahvilin itibari değeri, nominal değeri veya vade değeri diye bilinmektedir (Brealey, Myers ve Marcus, 2007: 84).

Özellikle, enflasyon dönemlerinde, tahvil ihracıyla fon gereksinimlerini karşılayan işletmeler, paranın satın alma gücündeki azalma nedeniyle kârlı çıkmaktadırlar. Ülkemizde tahvil vadesi 2 yıldan az olmamak üzere istenildiği gibi düzenlenmektedir. Satış süresinin son günü, vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir (Ceylan, 2001: 445).

TTK’ya göre, tahvil ve benzeri borçlanma araçlarının ihraç sınırı, ödenmiş sermayeye, yeniden değer artış fonunun eklenmesiyle bulunan tutardan, zararların düşülmesiyle bulunmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu, halka açık şirketlerin tahvil ve benzeri araçlarla borçlanma sınırını yükseltmiştir. Buna göre, Sermaye Piyasası Kurulu'na gönderilen, bağımsız denetimden geçmiş, son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye ve ödenmiş sermaye ile genel kurul tarafından onaylanan, son mali tabloda varsa zararların indirilmesinden sonra kalan tutar kadar tahvil ihraç edilebilir.

TTK ve SPK'ya göre ihraç edilebilecek tahvil ve diğer borçlanma senetleri limitlerini artırma yetkisi Bakanlar Kurulu'na verilmiştir. Buna göre, Bakanlar Kurulu, halka açık şirketlerde borçlanma sınırını yukarıda belirtilen sınırların 6 katına, TTK'ya tabi şirketlerde 3 katına kadar arttırılabilir. Halka açık anonim şirketlerin yurt dışına ihraç ettikleri tahvil ve diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, bu limitlere dâhil değildir (Ceylan, 2001: 447).

Tahvillerin Özellikleri;

- Tahviller belirli şekil şartlarına tabi uzun dönemli finansman ve kredi aracı olan borç senetleridir.
- Tahviller, dolaşım yeteneği bulunan menkul kıymetlerdir.
- Tahvillerin faiz kuponları, tahvilden ayrılmış ise, bunlar bağımsız nitelik kazanmış olur ve hamiline yazılı tahvil gibi işlem görür.
- Tahvillerin belirli bir ödeme planına göre itfa edilirler.
- Tahvil sahiplerinin gelir ve varlıklar üzerinde öz kaynak sahiplerine göre öncelik hakkı bulunmaktadır.
- Tahvil sahipleri işletmenin ortağı olmadıkları için hiçbir şekilde yönetime katılamazlar (Yakar, 2011: 34-35).

Tahvillerin birçok çeşidi bulunmaktadır. Sağladıkları haklar, olanaklar ve güvencelere göre başlıca tahvil türleri şunlardır:

- Devlet-Özel Sektör Tahvilleri
- Primli- Başabaş Tahvil
- İkramiyeli- İkramiyesiz Tahvil
- Hamiline ve Nama Yazılı Tahviller
- Değişken Faizli Tahviller
- Endeksli Tahviller
- Kâra İştirakli Tahviller

- Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahviller (Irk, 2012: 16-17).
- **Devlet – Özel Sektör Tahvilleri:** Maliye Bakanlığı tarafından çıkarılan iç borçlanma tahvilleri ve hazine bonoları, belediyeler ve Emlak Bankası gibi kamu kuruluşlarının çıkardıkları tahviller bu gruba girmektedir. Maliye Bakanlığı tarafından çıkarılan tahvillerden süresi 6 aya kadar olanlara hazine bonusu, 6 aydan uzun olanlara, örneğin 1 yıl vadeliilere de devlet tahvilleri denilmektedir (Yükeri, 2009: 10-11). Özel sektör tahvilleri ise, tahvil çıkartma yetkisine sahip anonim şirketlerin, tahvil alıcılarına alacak hakkı ve faiz gelirlerinin ötesinde sundukları ek haklar, değişik güvenceler ve çeşitlendirilmiş olanaklar farklı tahvil türlerinin çıkmasına neden olmaktadır (Taner ve Akkaya, 2009: 131).
- **Primli Tahviller ve Başabaş Tahviller:** Tahviller üzerinde yazılı bir değerden satışa çıkarılıyorsa buna Başabaş Tahvil denir. Tahviller üzerinde yazılı olan nominal değerinden daha düşük bir bedelle başka satışa çıkarılan tahvillere de primli tahviller denilmektedir. Primli tahvil çıkaran şirket, tahvillerine yatırım yapan kişilere satış anında veya geri ödeme tarihinde faize ek olarak prim ödemeyi öngörmüştür (Karan, 2011: 387).
- **İkramiyeli Tahviller ve İkramiyesiz Tahviller:** Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilmektedir. Türkiye’de mevcut yasalara göre, tahvil sahiplerine para ikramiyeli çekilişlerde dâhil, her ne ad altında olursa olsun, faiz dışında bir ikramiye verilmemektedir (Yükeri, 2009: 11).
- **Hamiline ve Nama Yazılı Tahviller:** Nama (ada) yazılı tahvillerin üzerinde hakiki şahısların adı ve soyadı ile tüzel kişilerin ticaret unvanlarını taşıyan ifadeler bulunur. Nama yazılı tahvillerin aktarılması için yazılı bir aktarma bildirisine ihtiyaç bulunmaktadır. Bu bildiri senedin üzerine yazılabileceği gibi ayrı bir kâğıt üzerine yazılabilir. Hamiline yazılan tahviller ise alacaklısı belli olmayan senetlerdir. Bu nevi tahviller için önemli olan kişinin onu taşımasıdır (Karan, 2011: 385-386).
- **Değişken Faizli Tahviller:** İhraççılar faiz belirleme usul ve esasları izahname ve sirkülerde açıkça gösterilmek kaydıyla değişken faizli tahvil ihraç edebilirler. Değişken faizli tahvillere uygulanacak faiz oranının, hangi esaslara göre belirleneceği izahnamede açıkça belirtilir. Faiz ödemeleri 3 aylık, 6 aylık

ya da 1 yıllık dönemler itibariyle yapılmaktadır. Uygulamaya esas alınacak faiz oranının belirlenmesi için gerekli unsurlar Sermaye Piyasası Kurulu'na müracaat edilmeden önce tespit edilir ve bu hususlar izahname ile sirkülerde yer alır (İnam, 2007: 402-403).

- **Endeksli Tahviller:** Gerek değişken faizli tahvillerin gerekse kâra iştirakli tahvillerin faiz gelirinin enflasyona karşı korunması açısından bir ölçüde başarıya ulaşabilmelerine rağmen, anaparadaki aşınmaya önlem getiremedikleri gözlemlenmektedir. Bu nedenle yatırımcıları para değerindeki düşüşlere karşı korumak ve dolayısıyla tahvil alıcılarına fiyat düzeyi istikrarı getirebilmek amacıyla endeksli tahviller düzenlenmiştir (Taner ve Akkaya, 2009: 141).
- **Kâra İştirakli Tahviller:** Kâra iştirakli tahviller, genellikle işletmelerin yeniden organizasyonları durumunda ortaya çıkar. Kâra iştirakli tahviller, yatırımcılara, hem faiz elde etme, hem de kâra katılma olanağı sağlamaktadır. Kâra iştirakli tahvillere, işletmenin kârlı olması durumunda ödeme yapılacağından, imtiyazlı hisse senetlerine benzerler. Türkiye'de kâra iştirakli tahviller, vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılır (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 206).
- **Hisse Senediyle Değiştirilebilir Tahviller:** Firmalar ihraç ettiği tahvilleri cazip hale getirmek ve ileride borçları öz sermaye şekline çevirebilmek için hisse senedine çevrilebilir tahvil ihraç etmektedirler. Hisse senedine çevrilme işlemi vadenin sonunda yapılabileceği gibi, belirli bir yıldan sonra başlamak üzere vadeye kadar devam edebilir. Bu durumda her yıl için tespit edilen değiştirilme oranı farklılaşacaktır. Burada amaç tahvili daha cazip hale getirmek ve satılmasını sağlamak olduğu gibi aynı zamanda şirketin uzun vadeli borçlarının öz sermayeye çevrilmesidir (Okka, 2009: 349).

1.2.2.5. Finansal Kiralama (Leasing)

Türkiye'de leasing kelimesi karşılığı olarak, kiralama, teçhizat kiralama kredisi, finansal kiralama gibi kavramlar kullanılmaktadır. Ancak, bu kavramların İngilizce "leasing" kavramının tam olarak karşılığını vermediği bir gerçektir. Bu nedenle, Türkçe'de yazılmış birçok çalışmada, finansal kiralama kavramı yerine, leasing kelimesi kullanılmaktadır. Çünkü leasing, günümüzde, kira veya ürün

kiralamasından çok farklı bir anlamda kullanılmaktadır. Bu nedenle Avrupa ülkelerinin birçoğu, kendi dillerine özgü bir karşılık bulma yerine “leasing” kelimesini kullanmayı tercih etmektedirler.

Leasing veya finansal kiralamanın, uygulamada karşılaşılan tüm tür ve şekillerine içine alacak bir tanımının yapılması zordur. Bu nedenle, leasing tanımları genellikle finansman kiralamasının özelliklerini yansıtmaktadır (Ceylan, 2002: 89).

Avrupa Leasing Birliği ELA (*European Leasing Association*) Leasing’i şöyle tanımlamaktadır; leasing, leasing veren (*Lessor*) ve leasing alan (*Lessee*) arasında imzalanan ve üreticiden leasing alan tarafından seçilip, leasing veren tarafından satın alınan bir malın mülkiyetini leasing verene, kullanım hakkını ise leasing alana bırakan bir sözleşmedir.” Malın kullanımı, belirli bir kira ödemesi karşılığında leasing alana bırakılmıştır. Bu tanımlamaya göre, kira bedeline leasing verenin toplam giderleri olan mal bedeli faiz ve kâr marjı dâhil olmaktadır.

Kiralama en genel tanımıyla herhangi bir varlığın mülkiyetini devralmadan sadece kullanım hakkını belli bir süre için elde etmektir. Yani kiralama mal sahibinin mal üzerindeki mülkiyet hakkı saklı kalmak şartıyla malının kullanım hakkını, bir menfaat karşılığında bir başka kişiye devretmesidir (Doğukanlı, 2008: 309).

Leasing Tarafları

Kiracı: Leasing işlemlerinde ekipmanın kullanım hakkını sözleşme ile önceden belirlenen kira ödemeleri karşılığında satın alan taraftır. Hukuki işlem yapmaya yetkili her türlü kişi ya da kuruluş finansal kiralama işlemi yapabilmektedir. Anonim şirketler, limited şirketler, kollektif şirketler, şahıs firmaları, kooperatifler, yabancı sermaye şirketleri ve ortak girişimler, vakıflar, özetle tüm tüzel kişilerdir.

Kiralayan: Leasing işlemine konu olan ekipmanın hukuki mülkiyetini üzerinde taşıyan ve sözleşme ile önceden belirlenen kira ödemeleri karşılığında kullanım hakkını kiracı’ya devreden taraf.

Sözleşme: Kiracı ile kiralayan arasında, leasing işlemine konu olan ekipmanın kullanım hakkının kiracıya devri ve kullanım bedellerinin kiralayana geri ödenmesi ile ilgili tüm şartları kapsayan yazılı anlaşma.

Satıcı: Leasing işlemine konu olan ekipmanı temin eden üretim veya pazarlama kuruluşudur.

Kira: Kiracı'nın Kiralayan'a, leasing konusu ekipmanın kullanım hakkı için yaptığı ve sözleşme ile önceden belirlenen periyodik ödemelerdir (Kaya, 2011: 72-73).

Dünyada leasinge en fazla konu olan mallar ise; taşıtlar, büro makineleri, santraller dahil her türlü haberleşme araçları, otellerde kullanılan her türlü demirbaş ve ekipman, yol, iş, inşaat makineleri, petrol sondaj ve çıkarma ekipmanları, matbaa makineleri, tıbbi cihazlar olarak sıralanabilmektedir.

Türkiye de Finansal Kiralama Kanunu'na göre her türlü taşınır ya da taşınmaz mal leasing konusu olabilir. Ancak patent hakkı, fikri ve sınai haklar ile bilgisayar yazılımı gibi maddi olmayan konular için leasing işlemi yapılamamaktadır.

Kanuna göre; tıbbi cihazlar, bilgisayarlar ve diğer bilgi işlem üniteleri, santraller ve haberleşme cihazları, enerji tesisleri, kara nakil vasıtaları, hava taşıma araçları, kara yük gemileri, tanker ve diğer deniz taşıtları, inşaat makineleri, vinçler, iş makineleri, matbaa makineleri, her türlü tezgâh ve üretim makineleri, tekstil makineler, komple fabrikalar, komple hastane, otel ve büro donanımları leasing işlemine konu olan mallardır (Yalçiner, Tanrıöven, Bal, Aksoy ve Kurt, 2011: 56).

Finansal kiralamanın üstünlükleri şunlardır:

- Kiralama %100 finansman sağladığından işletmenin çalışma sermayesini korur.
- Finansal kira sözleşmesi hükümleri orta vadeli kredi sözleşmesi hükümleri kadar kısıtlayıcı olmayabilir.
- Kira ödemelerinin tümü vergi matrahından indirilebilir bir gider olarak kabul edilir.

Finansal kiralamanın sakıncaları şunlardır:

- Maliyeti, kiralayanın modası geçme riskini üstlendiğinden, genellikle orta vadeli kredilere göre yüksek olabilmektedir.

- Kiracı, duran varlığın değerinin artmasından dolayı bir kazanç sağlayamaz (Tevfik, 2012: 423).

1.2.2.6. Forfaiting Hizmetleri

Bankacılık ve uluslararası ticaretin finansmanında Batı dünyasının önde gelen merkezlerinden olan İsviçre, 1960'lı yılların başında forfaiting işleminde öncülük etmiştir. Ancak 1970'lerin başından itibaren Euro pazarlarında gelişmesiyle dünyanın en önemli finans merkezlerinden birisi haline gelen Londra, forfaiting faaliyetlerinin en önemli merkezi olmuştur.

Bu finansal araç tarihsel olarak önceleri 5-7 yıl vadeli sermaye malları dış satımının finansmanına yönelik olarak kullanılmıştır. Günümüzde forfaiting, yabancı ülkelerdeki yol, baraj ve liman gibi bayındırlık tesisleri yapımı ve büyük inşaat programlarına ilişkin hizmet dışsatımının finansmanında da kullanılmaktadır (Doğukanlı, 2008: 308).

Forfaiting; mal ve hizmet ihracatından doğan ve belirli bir vadesi olan, bir banka tarafından garanti edilmiş senetli ve senetsiz alacakların rücu edilmeksizin belirli bir iskonto oranı ile satın alınması işlemine denilmektedir. Bir banka tarafından garanti edilmiş olan bu alacakları satın alan gerçek ve tüzel kişiye forfaiter denir. Forfaiting, özellikle yatırım malı ve hizmeti ihracatından doğan ve belirli bir ödeme planına bağlı vadeli alacakların satın alınması işlemidir (Kaya, 2011: 97).

Forfaiting, özellikle 6 aydan uzun olan yatırım malları ihracında kullanılan bir finansman yöntemidir. Forfaiting'de ithalatçının borca karşılık ihracatçıya verdiği emre yazılı senet ya da poliçeler kullanılmakta ve işlem bitirildiğinde ihracatçının hiçbir yükümlülüğü kalmamaktadır.

Önce ihracatın finansmanındaki ilgili kesimleri tanıyalım:

- İhracatçı,
- İthalatçı,
- Aval ya da garanti veren banka,
- Alacak hakkını satın alan forfaiter.

Bu dört kesim arasında mal, senet ve para akışı aşağıdaki gibi olmaktadır:

- İthalatçı ve ihracatçı firmalar aralarında bir ticari anlaşma yaparak fiyat ve ödeme planı saptarlar.
- İthalatçı ihracatçıya sipariş verir.
- İhracatçı malları gönderir.
- İthalatçı, bir banka tarafından aval ya da garanti verilen ticari senet ihracatçıya gönderilir.
- İhracatçı ticari senedi forfaiter'e verir.
- Forfaiter komisyon ve faizi düşerek kalanı ihracatçıya öder. Forfaiter elindeki senedi ikinci elde satarak nakde dönüştürebilir.
- Forfaiter vadede ödeme yapması için aval ya da garanti veren bankaya başvurur. Ya da ithalatçı vade sonunda ödemeyi forfaiter'e yapar (Tevfik, 2012: 431).

Forfaiting Finansmanının Taraflara Sağladığı Avantajlar ve Dezavantajlar:

İhracatçıya Sağladığı Avantajlar ve Dezavantajlar

Avantajlar:

- Forfaiting işlemi ihracatçıya sabit faizli bir finansman imkânı sağlamakta ve ihracatçı faiz oranlarındaki değişimlerden etkilenmemektedir.
- Forfaiting işleminde bilanço analizi açısından alacakların gözükmemesi ihracatçının yeni krediler temin etme olanağına sahip olmasına neden olmaktadır.
- Forfaiting'de kredi işlemi hızlı bir şekilde tamamlanmaktadır.

Dezavantajları

- Forfaiter'in tüm riskleri üstlenmesi, forfaiter'ı diğer borç veren finans kurumlarına göre daha yüksek bir marj uygulamasına neden olmaktadır. Bundan dolayı forfaiting'in maliyeti diğer finansman yöntemlerine göre daha yüksektir.
- İhracatçı, alıcı ülkenin borç araçları senetleri konularındaki güncel mevzuatını izlemek ve yeterince bilmek, borç araçlarının doğru düzenlenmesini ve garanti

edilmelerini sağlamakla yükümlüdür. Fakat uygulamada bu husustaki sorumluluk yine forfaiter'e yüklenmektedir.

İthalatçıya Sağladığı Avantajlar ve Dezavantajlar

Avantajlar: Alternatif bir finansman kaynağı olması, ithalatçının her türlü yatırım indiriminden yararlanma imkânına sahip olması, işlemlerin basit oluşu, hızlı bir şekilde yürümesi ve sabit faizli bir finansman olması ithalatçı açısından önemli avantajlardır.

Dezavantajlar: Verilen aval ve garantilerin ithalatçının kredi limitini azaltması, ithalatçının garanti ücreti ödemesi ve forfaiter'in uyguladığı yüksek marjlar ithalatçı yönünden dezavantajlardır.

Garantör'e Sağladığı Avantajlar ve Dezavantajlar

Avantajlar: Garantör'ün, forfaiting işleminde faiz geliri temin etmesi ve sağladığı hizmetler için ücret alması forfaiting işleminin garantöre sağladığı avantajlardır.

Dezavantajlar: Forfaiting işleminde garantör, garanti ettiği borcu mutlak surette ödemekle yükümlüdür. İleride sözleşmeyle ilgili oluşabilecek herhangi bir anlaşmazlık durumunda ödemeleri geciktirememektedir (Kaya, 2011: 101-102).

Forfaiter'e Sağladığı Avantajlar ve Dezavantajlar:

Avantajlar: Forfaiting işlemiyle ilgili işlemlerin kolaylığı, alacaklara ilişkin belgelerin ikincil piyasada satılabilmesi, sunmuş olduğu finansman da hizmet ve teminat fonksiyonları için komisyon ve faiz geliri elde etmeleri forfaiter'in avantajlarıdır.

Dezavantajlar: Yurtdışı satışlardan doğan alacaklarda kur riski, faiz oranı riski, ülke riski ve ticari risk daha fazladır. Bu riskler ise garantör bankanın olmaması durumunda forfaiter'e aittir (Yalçiner, Tanrıöven, Bal, Aksoy ve Kurt, 2011: 36-38).

1.2.2.7. Factoring Hizmetleri

Factoring kısa vadeli, aktive dayalı bir ticari finans türü olup, kısa vadeli ve daha çok tüketim malları finansmanı için kullanılan, ihracatçıların şüpheli alacaklardan kaynaklanacak zararlarına karşı tam bir güvence sağlayan bir sistemdir. Bu finansman yönteminin, işletmenin ülke içinde ve dışındaki satışların arttırılması için, yoğun kullanım alanı bulunmaktadır.

Factoring, factor ile ticari borçlular ve mal satan veya hizmet arz eden bir ticari işletme arasında üç taraflı bir akit olup, satıcı firmanın yaptığı kredili satışlarla ilgili her türlü muhasebe kayıtlarının tutulması, kredili satışlardan doğan alacakların vadesinde tahsil ve takip edilmesi, alacakların tahsil edilmemesi halinde doğacak kayıpların tam olarak karşılanması, satıcı firmaya kredili satış tutarının belirli bir oranda avans olarak verilmesi, potansiyel ve mevcut müşterilerin mali durumları hakkında bilgi toplanması ve malların satış imkânlarını arttırmak üzere piyasa araştırmaları yapılması gibi hizmetler sunar (Erdoğan, 1993: 138).

Factoring şirketleri 3 önemli işleve sahiptirler. Bunlar:

- Finansman,
- Hizmet,
- Teminat.

Factoring şirketleri fatura tutarının %80'ini nakden ve geri kalan %20'yi ise tahsilat yapıp, çeşitli giderler düşüldükten sonra ödemektedirler. Böylece işletmelerin çalışma sermayesinin karşılanmasında büyük bir finansman kolaylığı sağlamış olmaktadır.

Factoring şirketlerinin hizmet fonksiyonları içinde müşteriye ait olan muhasebe defterlerinin tutulması, kredi hizmetlerinin üstlenilmesi, tahsilatın üstlenilmesi, pazarın gözlenmesi ve danışmanlık hizmeti sunulması vb. hizmetler de yer almaktadır.

Factoring şirketleri, kredili satış bedellerinin tahsil edilememesi halinde doğacak tüm kaybı üstlenerek satıcı firmanın karşılaşılabileceği güçlük ve riskleri tamamen ortadan kaldırmaktadır. Bu durumda factoring şirketi işletmelerin

alacaklarını tahsil edememe riskini üstlenmiş olmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007: 255).

Factoring'ın genel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Factoring kullanan firma, alacakları izleyen kredi ve tahsilatı yapan tahsilat bölümlerini ortadan kaldırabilir.
- Şüpheli alacaklar azaltılabilmektedir.
- Bu iki maliyet tasarrufu, factor'e ödenen komisyonları çoğu kez aşabilir.
- Factor konusunda müşterisinden daha uzman olduğu için daha etkin çalışır.
- Bilançoda alacaklar nakde dönüştüğünden firmanın likiditesi daha iyi gözükür (Tevfik, 2012: 420-421).

Factoring yönteminin bazı yararları şunlardır:

- Firmanın faaliyet hacmi genişledikçe, kendiliğinden artan bir finansman kaynağı sağlar.
- Alacaklara bağlanan fonların vadelerinden önce çözülmesi, fonların başka alanlarda kullanılabilmesini sağlar.
- Factoring firmaları, müşteri değerlendirmede firmaya katkı sağlar.
- Ödeme taahhütlü bir factor sözleşmesi olması durumunda alacakların tahsil edilememe riski kısmen ya da tamamen ortadan kalkar.
- Factoring yapılması durumunda, bilançoda firmanın borcu olarak gözükmemektedir. Bu durum firmanın kredi değerliliği üzerine olumlu etki yapar (İrk, 2012: 13-14).

Factoring yönteminin bazı sakıncaları şunlardır:

- Factoring kurumunun riskleri üstlenmesi sebebiyle faize ek olarak aldığı komisyon firmalar için bu işlemin en önemli dezavantajını oluşturur (Terim, 2009: 28).
- Yapılan satışların değeri küçük ve fatura sayısı çoksa, factoring işleminin maliyeti yüksek olabilir.
- Alacakların satışı bazı iş kollarında uygulama olanağı olmayabilir.
- Alacak haklarının satışı, piyasada bazı işletmelerin güven kaybetmelerine neden olabilir. Çünkü alacak haklarının satışı, söz konusu işletmelerin finansman açısından zor durumda oldukları şeklinde yorumlanabilir. Bunun için, bazı işletmeler, alacak hakkının satışı ile finansman sağlayan işletmelerin

kredi değerliliğinden şüphe etmekte ve kredili mal satmaktan kaçınmaktadırlar (Ceylan, 2002: 21-22).

1.2.3. Yabancı Kaynak ve Öz Sermayeyi Ayıran Özellikler

Finansman planları (proforma fon akış tablosu, nakit bütçeleri) gelecek dönem veya dönemlerde firmanın gereksineceği fonların tutarı ile ihtiyaç süresini gösterirler. Fon gereksiniminin tutar ve süresinin saptanması finans yöneticisinin görevi olduğu gibi, bu gereksinimin hangi tür finansman kaynakları ile sağlanacağını kararlaştırılması da bu yöneticinin görevleri arasında yer almaktadır.

Bir firma genel olarak, başlıca iki kaynaktan gereksinim duyduğu fonları sağlar. Bunlar:

- Borç,
- Öz sermaye.

Borç, firma dışından sağlandığı halde; öz sermaye firma tarafından yaratılacağı gibi (dağıtılmamış kârlar, yedek akçeler vb.), firma dışından da (sermaye artışı, yeni ortaklar alınışı, birikim sahiplerine pay senedi, katılma intifa senedi satışı vb.) sağlanabilir.

Firmanın, finansmanında göz önünde bulundurması gerekli etmenleri incelemekten önce, firmanın sermaye yapısını oluşturan bu iki kaynağın (borç ve öz sermayenin) temel özelliklerini ve birbirlerinden ayrıldıkları noktaları belirtmek yararlı olacaktır (Akgüç, 1994: 483).

Borç ve Öz sermayeyi Ayırıcı Özellikler:

Yabancı kaynak ile öz sermaye arasındaki ayırıcı özellikler dört başlık altında toplanabilir. Bunlar;

- Süre,
- Firmanın geliri üzerindeki talep hakkı,
- Firmanın varlıkları üzerinde talep hakkı,
- Yönetime katılma hakkı.

1.2.3.1. Süre

Öz sermaye sürekli bir kaynak niteliği taşımaktadır, yani bir vadesi yoktur. İşletme sahip veya sahiplerinin, işletmeye yaptıkları yatırımı geri alabilmeleri için, işletmedeki haklarını üçüncü bir kişiye devretmeleri, işletmeyi tasfiye yoluna gitmeleri veya yasal koşullara uygun olarak sermaye azaltmaları gerekir. Bunların dışında öz sermayenin belirli bir tarihte geri ödenmesi söz konusu değildir.

Öz sermayenin bu özelliğine karşın yabancı kaynağın vadesi sonunda ödenmesi zorunludur. Yabancı kaynağın vadesi ne kadar uzun olursa olsun, işletme ile krediyi verenler arasında belirlenen bir tarihte borcun işletme tarafından geri ödenmesi, sorumluluğunu yerine getirmesi gerekir.

1.2.3.2. Firmanın Geliri Üzerindeki Talep Hakkı

Firmanın geliri üzerindeki talep hakkı açısından yabancı kaynak, öz sermayeden talepte öncelik, talepte belirlilik ve talep tutarları bakımından ayrılmaktadır (Apak ve Demirel, 2010: 267-268). Bunlar;

1.2.3.2.1. Talepte Öncelik

Borç verenlerin, firmanın geliri üzerinde, firmanın sahip veya sahiplerine kıyasla öncelik hakları vardır. Firmaya borç verenlere karşı tüm yükümlülükler yerine getirildikten sonra, firmanın bazı ortaklarına kârdan pay almak konusunda öncelik tanınmış ise, diğer paydaşlara ancak imtiyazlı pay sahiplerine kâr dağıtımı yapıldıktan sonra kârdan pay verilebilir (Akgüç, 1994: 484).

1.2.3.2.2. Talepte Belirlilik

İşletme, borçları için faiz ödemeyi kabul etmişse, kâr elde etsin veya etmesin, faizleri ödemek zorundadır. Yabancı kaynaklara karşılık olarak belirli oranda faiz işletmenin gelirine göre bir değişme göstermez. Bu nedenle faiz ödemeleri sabit ödemelerdir. Ortaklara kâr payı ödenip ödenmemesi, ödenecekse ne biçimde yapılacağı ise yönetim kurulunun kararına bağlıdır (Kınay, 2001: 117).

1.2.3.2.3. Talep Tutarı

İşletmeye borç verenlerin, talep tutarları, anapara ve faiz ödemeleri belirlenen vade içerisinde yerine getirilmediğinde yasal yollara başvurmak hakları bulunduğu

halde; işletme sahip veya ortaklarının kârdan alacakları pay yıllar itibariyle dalgalanma gösterebilmektedir. Kâr sağlanamaması halinde yetkili ya da yetkililer tarafından kârın dağıtılmamasına karar verilmesi durumunda, ortakların icra yoluyla kâr payı almaları mümkün değildir (Apak ve Demirel, 2010: 268).

1.2.3.3. Firma Varlıkları Üzerinde Talep Hakkı:

Firmanın varlıkları üzerinde talep hakkı, daha çok firmanın tasfiyesi halinde söz konusudur. Firmanın tasfiyesi halinde, firmanın varlıkları üzerinde borç verenlerin, firmanın sahip ve ortaklarına kıyasla öncelik hakları vardır. Firmanın bütün borçları ödendikten sonra ancak kalan bakiye, firmanın ortakları arasında paylaşılır.

Firma kredi sağlarken, varlıklarının bir bölümünü güvence olarak göstermişse, yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde, kredi verenlerin teminatı para çevirmek yollarına başvurmak hakları mevcuttur. Firma sahip ve ortaklarının ise firmaya yapmış oldukları yatırımın arkasında özel bir güvence söz konusu değildir (Akgüç, 1994: 484- 485).

1.2.3.4. Firma Yönetimindeki Hakkı

Alacaklıların prensip olarak firma yönetiminde herhangi bir rolleri veya hakları yoktur. Ancak, banka firmaya vereceği kredi için firmanın hazırlayacağı raporda uygun bulmadığı bazı hususların değiştirilmesini isteyebilmektedir. Ayrıca Ticaret Kanunumuzun tahvil sahiplerinin bir genel kurul teşkil edeceğinden, şirket işlerinin kötü gittiği dönemlerden yönetim kuruluna bir temsilci göndererek tavsiyelerde bulunabileceğinden söz etmektedir.

İmtiyazlı hisse senedi sahiplerinin genellikle yönetimde rolleri bulunmamaktadır. Yönetim kurulu imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin kâr paylarının ödenmesini erteleyebilir. Firma faaliyetlerinin iyi gitmediği dönemlerde imtiyazlı hisse senedi sahipleri kontrol hakkı elde edebilirler. Bu kontrol yönetim kurulu seçimini iştirak şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Şirket yönetiminde yegâne hak sahibi adi hisse senedi sahipleridir. Adi hisse senedi sahiplerinin meydana getirdiği genel kurul yönetim kurulunu seçer. Yönetim kurulu faaliyetlerini ibra eden yine adi hisse senedi sahipleri genel kuruldur. Aktifler

ve kâr üzerinde en sonuncu olarak hak sahibi olduklarından, hisse senedi sahiplerinin yüklendiği risk imtiyazlı hisse senedi sahipleri ile alacaklılara nazaran daha fazladır. Dolayısıyla tasfiyeden fazla nakit sağlanırsa, borçlar ve imtiyazlı hisse senetleri ödendikten sonra, arta kalan adi hisse senedi sahiplerinindir (Türko, 1999: 497).

Tablo 1.2. : Öz sermaye ile Yabancı Kaynak (Borç) Arasındaki İlişki

	Öz sermaye	Borç
Süre	Belirli bir süresi yoktur. Sürekli kaynak.	Belirli bir süresi var. Süre sonunda ödenmek zorunda
Firma Geliri Üzerinde Talep Hakkı	Öncelik hakkı yok. Tutar belirli değil. Kesinlik yok.	Öncelik hakkı var. Tutar belirli. Kesinlik var.
Firma Varlıkları Üzerinde Talep Hakkı	Öncelik hakkı yok. Tutar belli değil. Kesinlik yok.	Öncelik hakkı var. Tutar belirli. Kesinlik var.
Yönetime Katılma Hakkı	Var.	Yok.

Kaynak: Yılmaz Yükeri (2009); “İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi’nde Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana, s. 14.

Sermaye yapısı seçiminde bu iki fon kaynağının temel özelliklerinin ve birbirlerinden ayrılan yönlerinin bilinmesi, her iki fon kaynağının sermaye yapısı seçiminde firmalara ne gibi avantaj ve dezavantajının olacağının iyi tahlil edilmesi, firmaların gelecekte karşılaşılabilecekleri finansal sıkıntılarını minimuma indirmelerine yardımcı olacaktır (Yükeri, 2009: 14).

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISIYLA İLGİLİ KURAMSAL YAKLAŞIMLAR

2.1. SERMAYE YAPISI KARARLARI

Sermaye yapısı kararları, gereksinim duyulan fonların ne kadarının borç, ne kadarının öz sermaye kullanılarak elde edileceği konusunu ve firmanın sermaye yapısında borç ve öz sermaye kullanma oranı ile sermaye maliyeti ve firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığını tartışmaktadır. Bu yaklaşımlarda, sermaye yapısındaki değişikliklerin öz sermaye maliyeti, borç maliyeti ve ortalama sermaye maliyetinde neden olduğu değişiklikler, bu değişikliklerin nedenleri ve firma değerine olan etkileri araştırılmaktadır.

Sermaye yapısı yaklaşımları çerçevesinde yapılan tartışmaların açıklanabilmesi için, öz sermaye maliyeti, borç maliyeti ve ortalama sermaye maliyeti kavramları tanımlanacaktır (Yücel, 2006: 5).

Öz sermaye maliyeti, kuramsal olarak bir firmanın piyasa değerinin (veya pay senetlerinin borsa değerinin) sabit kalması için, firmanın yatırım projelerinin öz sermaye ile finanse edilen kısmı üzerinden elde etmesi gerekli asgari karlılık oranı olarak tanımlanmaktadır (Akgüç, 1994: 452).

Borç maliyeti, İşletmede kullanılacak olan yabancı kaynak değişik zamanda faiz ve anapara ödemelerini, borç tutarına eşitleyen iskonto oranı bize yabancı kaynağın maliyetini verir. Ancak, faiz ödemelerinin vergi matrahından düşülebilmesi nedeniyle, vergi etkisini de hesaplamalara katmak gerekmektedir. Eğer işletme zarar etmişse, vergi etkisi olmayacağından, borçlanmanın maliyeti değişmeyecektir. Oysa işletmenin kâr elde etmesi durumunda yabancı kaynak maliyeti düşecektir (Ceylan, 2001: 199).

Ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullanmış olduğu yabancı kaynak, öz sermaye, imtiyazlı hisse senedi, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi kaynakların ortalama maliyeti olarak tanımlayabiliriz. Ortalama sermaye maliyeti, borcun toplam kaynaklar içerisindeki oranı ve öz sermayenin toplam kaynaklar içerisindeki oranı belirlenerek, cari değerleri ve defter değerleri üzerinden hesaplanmaktadır. Öz

sermayenin cari değeri olarak, firmanın borsadaki hisse senedi fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı kullanılmaktadır (Yücel, 2006: 6).

Ortalama sermaye maliyeti hesaplanmasında kullanılan, sermaye kaynaklarının ağırlıklı değerinin bulunması için piyasa değerlerinin ağırlıklarının hesaplanması gerekmektedir. Yabancı kaynakların ve öz kaynakların defter değeri yerine piyasa değerinin kullanılmasının nedeni, menkul kıymetlerin (hisse senedi, tahvil, bono vb.) piyasaya çıkarılırken defter değerinden değil piyasa değerinden çıkarılmasıdır (Cengiz, 2007: 51).

Optimal sermaye yapısı, işletmenin toplam değerinin en büyük ve ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu bileşimi olarak ifade edilmektedir. Optimal sermaye yapısında, işletmenin pay senetlerinin piyasa fiyatı maksimum olur (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 238).

İşletmeler sermaye yapısını oluştururken, optimal maliyet sınırı içinde kalmayı amaçlarlar. İşletmelerin sermayeleri öz kaynaklar ve borç yolu ile sağlanan fonlardan oluşmaktadır. Genelde borçlanma yolu ile sağlanan fonların maliyeti; öz kaynaklardan sağlanan fonların maliyetinden düşük olduğundan, borçların arttırılması ile öz kaynaklardan sağlanan fonların kârlılığı arttıracığı belirtilirse de bir noktadan sonra işletmenin riskinin de finansal kaldıraç etkisi nedeniyle artması söz konusu olabilmektedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2010: 499).

Sermaye yapısıyla ilgili olarak dört farklı yaklaşım finans literatüründe yer almaktadır. Bunlar;

- Net Gelir Yaklaşımı
- Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- Geleneksel Yaklaşım
- Modigliani- Miller Yaklaşımı'dır.

Optimal sermaye yapısıyla ilgili çeşitli görüşler ileri sürülmüştür. Optimal sermaye yapısıyla ilgili farklı yaklaşımları açıklamadan önce, temel varsayımlar ve tanımlar üzerinde durmak yararlı olacaktır. Bu varsayımlar şunlardır:

- İşletmeler tarafından, yalnız öz kaynak ve uzun vadeli yabancı kaynaklarla faaliyetler yürütülmektedir.

- Elde edilen kârlar üzerinden vergi ödenmemektedir. Daha sonra bu varsayımdan vazgeçilecektir.
- İşletmelerin toplam kârları, veri olarak kabul edilmiş, ancak sermaye yapısında değişimin olabileceği varsayılmıştır.
- Elde edilen bütün kârlar ortaklara dağıtılmaktadır.
- İşletme ortaklarının gelecekle ilgili beklentileri, birbirleriyle aynı kabul edilmiştir. Başka bir deyişle, bütün işletme ortakları için faiz ve vergiden önceki kârların sübjektif olasılık dağılımları aynı varsayılmıştır.
- İşletmenin faiz ve vergiden önceki kârlarının gelecekte de değişmeyeceği, başka bir deyişle, işletmenin büyümeyeceği öngörülmüştür.
- İşletmenin, işletme riski, zaman içerisinde sabit ve sermaye yapısı ile finansal riskinden bağımsızdır (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 238).

Bu yaklaşımlar, üç farklı getiri oranından bahseder. Bunlardan birincisi, borçlanmanın getirisi (k_d) ve yıllık borcun faizinin borçların piyasa değerine oranı ile bulunur. İkinci oran ise, hissedarların sağladıkları kazançların, hisse senetlerinin piyasa değerine oranı ile bulunan öz sermaye getirisi (k_e)'dir. Firmanın genel kapitalizasyon oranı olan son oran ise, faaliyet gelirlerinin, firmanın toplam değerine bölünmesi ile ulaşılır. Bu değer aynı zamanda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) olarak bilinir ve borçlanma getirisi ile öz sermaye getirisinin sermaye yapısına göre ağırlıklandırılması ile hesaplanır.

Bu varsayımlar altında, farklı yaklaşımlar, değişik sermaye yapılarında borçlanmanın getirisi (k_d), öz sermaye getirisi (k_e) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) farklı tepkiler göstereceğini savunmaktadır (Uysal, 2010; 6).

2.1.1. Sermaye Yapısına İlişkin Temel Teorik Yaklaşımlar

2.1.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

David Durand tarafından 1952 yılında yazılan makalede tanımlanan Net Gelir Yaklaşımına göre sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki vardır. Bu yaklaşım vergilerin olmadığı, borcun maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olduğu ve borç kullanımının risk de değişikliğe neden olmadığı varsayımlarına dayanmaktadır. Sermaye yapısı içerisinde borç oranındaki artış ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde (k_a) düşüşe neden olarak ve firma değerinde (V) veya hisse

senetlerinin piyasa fiyatlarında artışa neden olur. Diğer taraftan borç oranındaki azalış ise sermaye maliyetini arttırır ve firma değeri veya hisse senetlerinin piyasa fiyatlarında azalışa neden olacaktır (Burca, 2008: 9).

Net Gelir Yaklaşımı, firmanın sermaye yapısının değiştirilerek ortalama sermaye maliyetinin düşürülebileceğini ve firma değerinin yükseltebileceğini savunur. Diğer yaklaşımlara göre sermaye yapısı oluşumunda kaldıraç faktörü (Borç/Öz sermaye) etkisini önemli derece de dikkate alır. Bu yaklaşım firmanın istediği kadar borç kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebileceğini ve firmanın piyasa değerini yükseltebileceğini açıklamaktadır (Yükeri, 2009: 23).

Net Gelir Yaklaşımında, borcun ve öz sermayenin maliyetlerinin sermaye yapısından etkilenmediği ve sürekli sabit kaldığı kabul edilmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) ise, borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azalmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti k_a , sıfır borç düzeyinde öz sermaye maliyeti olan k_e 'ye, borç düzeyinin %100 olduğu durumda da borcun maliyeti k_d 'ye eşit olmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 228).

$$V = \frac{E}{k_e} + \frac{F}{k_d}$$

V = Firmanın piyasa değeri,

k_e = Öz sermaye maliyet,

k_d = Borç maliyeti

E = Ortaklarca kullanılabilir gelir,

F = Faiz.

Yukarıdaki formülde kullanılan öz sermaye maliyeti ve borç maliyeti ise aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

$$k_d = \frac{\text{Borcun Senelik Faizi}}{\text{Borcun Piyasa Değeri}}$$

$$k_e = \frac{\text{Hissedarların Gelirleri}}{\text{Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri}}$$

Ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullanmış olduğu kaynakların (uzun vadeli borç ve öz sermaye) ağırlıklı ortalaması ve bu kaynaklardan beklenen getiri olarak tanımlanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$k_a = k_e \frac{S}{V} + k_d \frac{B}{V}$$

k_a = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti,

S = Öz sermayenin toplam değeri,

B = Borcun toplam değeri (Yücel, 2006: 9-10).

Bu durumu sayısal veriler kullanarak açıklayabiliriz:

Firmanın Net Faaliyet Geliri: 30.000.000 TL

Firmanın Borçları: 25.000.000 TL.

Firmanın Yabancı Kaynak Maliyeti: %15

Öz sermaye Kapitalizasyon Oranı: %20

Firmanın piyasa değerini, yukarıdaki veriler yardımıyla net gelir yaklaşımına göre şu şekilde hesaplayabiliriz:

Net Faaliyet Geliri	30.000.000 TL
Faiz (25.000.000 x0.15)	<u>(3.750.000) TL</u>
Ortaklarca Kullanılabilir Gelir	26.250.000 TL
Gelirin Kapitalizasyon oranı	0.20

Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri(26.250.000/0.20)	131.250.000 TL
Borcun Piyasa Değeri	<u>25.000.000</u> TL
Firmanın Toplam Piyasa Değeri	156.250.000 TL

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$k_a = \frac{\text{FVÖK}}{V}$$

$$k_a = \frac{30.000.000}{156.250.000}$$

$$k_a = 0.192 = \%19.2$$

Aynı firmanın borçlarını 10.000.000 TL artırarak 35.000.000 TL'ye çıkardığını ve bu yol ile temin ettiği fonları da sermaye azaltımında kullanıldığını varsaydığımızda, firmanın piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti şu şekilde olacaktır:

Net Faaliyet Geliri	30.000.000 TL
Faiz (35.000.000x0.15)	<u>(5.250.000)</u> TL
Ortaklarca Kullanılabilir Gelir	24.750.000TL
Gelirin Kapitalizasyon Oranı	0.20
Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri (24.750.000/0.20)	123.750.000 TL
Borcun Piyasa Değeri	<u>35.000.000</u> TL
Firmanın Toplam Piyasa Değeri	158.750.000TL

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$k_a = \frac{\text{FVÖK}}{V}$$

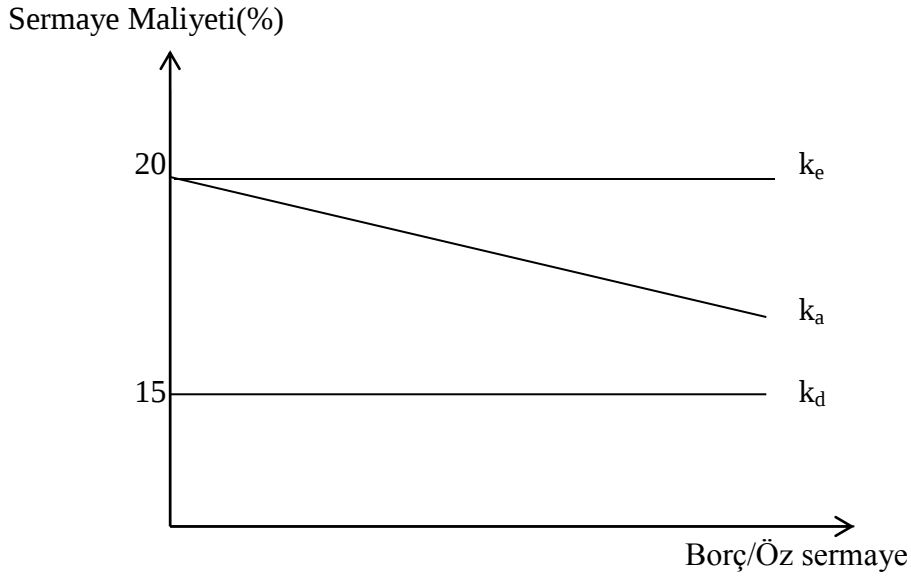
$$k_a = \frac{30.000.000}{158.750.000}$$

$$k_a = 0.188 = \%18.8$$

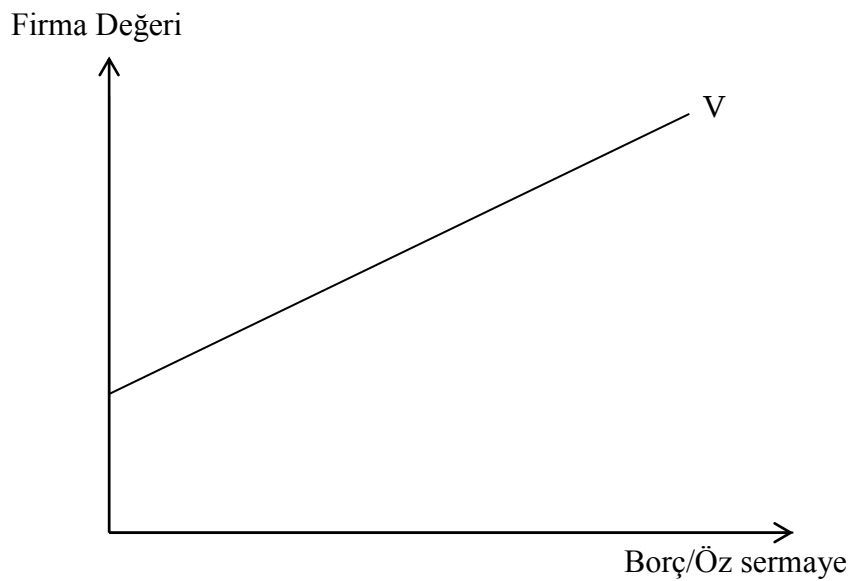
Yukarıdaki sayısal verilerden de görülebileceği gibi, net gelir yaklaşımına göre bir firma sermaye yapısını (borç/öz sermaye) oranını değiştirerek, yani kaldıraç faktöründen yararlanma derecesini arttırarak, sermaye maliyetini düşürebilmekte ve piyasa değerini de yükseltebilmektedir (İçerli, 1995: 11).

Net gelir yaklaşımında borç, öz sermaye, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve işletme değerinin nasıl oluştuğu aşağıdaki şekil yardımıyla gösterilmektedir.

Şekil 2.1: Net Gelir Yaklaşımı



Şekil 2.2: Net Gelir Yaklaşımına Göre Firma Değeri



Kaynak: Erkan Poyraz (2008); *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim*, 1. Basım, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2008, s.430.

Yukarıdaki şekilden de görüldüğü gibi işletme faaliyetlerine başlarken belirli bir maliyette (k_e) öz sermaye ile işe başlayacaktır. İşletme aynı zamanda daha düşük maliyetli olan borçlardan (k_d) yararlanmak isteyecek, işletmenin borçlanma yoluyla fon ihtiyacını karşılaması ile birlikte ortalama sermaye maliyeti (k_a) azalmaya başlayacak ve borçlar arttıkça ortalama sermaye maliyetindeki azalış da devam edecektir. Sonuçta çok borç, düşük sermaye maliyeti sağlayacak ve işletme piyasa fiyatını yükseltecektir (Büker ve Aşıkoğlu, 1993: 226).

Net gelir yaklaşımında yer alan, bir firmanın öz sermaye yerine borç kullanma yolu ile piyasa değerini sürekli yükselteceği görüşü, aşağıdaki sebeplerden dolayı eleştirilere hedef olmaktadır. Bu eleştiriler:

- Bütün borç / öz kaynak düzeylerinde borçlanma ve öz kaynak maliyetleri değişmemekte, sabit kalmaktadır. Böyle bir durum piyasa koşullarında mümkün değildir.
- Aşırı borçlanmanın doğurduğu likidite sorunu ihmal edilmektedir.
- Borçlanmadan kaynaklanan nakit çıkışlarının gelecek dönemlerdeki net nakit akışları üzerinde doğuracağı olumsuz etki ihmal edilmiştir.
- Borçlanma finansal riski artırır. Finansal riskteki artış, borç geri ödemesini ve faizlerin ödenebilirliğini, işletmenin kredi derecesini düşürür. Buna bağlı olarak sermaye maliyeti artar. Net gelir yaklaşımında bu süreç de ihmal edilmiştir (Sayılğan, 2008: 270).

Net Gelir Yaklaşımına göre, optimal sermaye yapısının oluşturulmasını eleştiren görüşlerin temelinde ise, öz sermaye yerine borç kullanma yoluyla işletmenin piyasa değerinin yükseltilebilmesinin mümkün olmadığıdır (Büker ve Aşıkoğlu, 1993: 226).

2.1.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

İlk kez Durand (1952) tarafından ortaya konulan net faaliyet geliri yaklaşımının temel varsayımı firma için sabit bir ortalama sermaye maliyetinin olduğudur. Borç maliyeti ise firmanın kaldıraç derecesi ne olursa olsun değişmemektedir. Firmanın borç oranını arttırması, finansal riskini arttıracaktır, öz sermaye maliyeti de bu riski karşılar biçimde artacaktır, öz sermaye maliyeti kaldıraçla doğrusal olarak artar (Dinçergök, 2010: 8).

Bu yaklaşımda, işletmenin sabit bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin olduğu varsayılmaktadır. İşletmenin oluşturacağı sermaye yapısının (kaynak bileşiminin) işletme değeri ve şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkisi bulunmamaktadır. Başka bir ifadeyle borç / öz kaynak oranı ne olursa olsun ortalama sermaye maliyeti ve işletme değeri değişmemektedir. İşletme ne kadar borçlanırsa borçlansın ortalama sermaye maliyeti sabit kalacaktır. Bu sonucu doğuran mekanizmanın işleyişi şu şekilde açıklanabilir: İşletmenin sermaye bileşiminde yabancı kaynakların (borçların) oranı arttıkça, öz kaynak sağlayanların (hissedarların) beklentileri değişmez ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşer. Ancak öz kaynak sağlayanların getiri beklentileri işletmenin borç/öz kaynak oranı arttıkça artmaktadır. Bu artış yabancı kaynak kullanılarak (borçla finansmana gidilerek) sağlanan avantaja eşittir. Bu nedenle borç/öz kaynak oranı artırılarak sağlanan avantaj; öz kaynak sahiplerinin getiri beklentilerindeki yükselme ile ortadan kaldırılmaktadır. Sonuçta kaynak bileşiminin sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi olmamaktadır. Bir şirkete ilişkin her kaynak bileşiminde; kaynak bileşimi optimaldir ve kaynak bileşiminin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır (Sayılğan, 2008: 270-271).

Firmaların borçları arttıkça finansal riski de artmakta ve artan riske karşılık ortaklar daha yüksek bir getiri beklentisi içine girmektedirler. Bu nedenle borç maliyeti düşük olsa bile daha yüksek oranda bir borç düzeyinin öz sermaye maliyetini yükseltmesi sonucunda ne ortalama sermaye maliyetini azaltmak ne de değerini yükseltmek mümkün olmaktadır (Yükeri, 2009: 25).

Bu durumu sayısal veriler yardımıyla açıklayabiliriz:

Firmanın Net Faaliyet Geliri: 30.000.000 TL

Firmanın Borçları: 25.000.000 TL.

Firmanın Yabancı Kaynak Maliyeti: %15

Öz sermaye Kapitalizasyon Oranı: %20

Yukarıdaki verilere net faaliyet geliri yaklaşımı uygulandığında firmanın değerini şu şekilde hesaplayabiliriz;

Net Faaliyet Geliri	30.000.000 TL
Ortalama sermaye maliyeti	<u>0.20</u>
Firmanın Toplam Değeri (30.000.000/0.20)	150.000.000 TL
Borçların Tutarı	<u>(25.000.000)</u>
Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri	125.000.000 TL

Ortaklarca kullanılan gelir, net faaliyet gelirinden ödenen faizler çıkarılarak bulunur;

Net Faaliyet Geliri	30.000.000 TL
Faiz (25.000.000x0.15)	<u>3.750.000 TL</u>
Ortaklarca kullanılabilir Gelir	26.250.000 TL

Burada öz sermaye maliyeti ise;

$$k_e = \frac{\text{Ortaklarca kullanılabilir Gelir}}{\text{Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri}}$$

$$k_e = \frac{26.250.000}{125.000.000} = 0.21 = \%21$$

Firmanın borçlarını 25.000.000TL'den 35.000.000 TL'ye çıkararak sermayesini azalttığını kabul edelim. Bu durumda firmanın değerlemesi şu şekilde olacaktır.

Net Faaliyet Geliri	30.000.000 TL
Ortalama Sermaye Maliyeti	<u>0.20</u>
Firmanın toplam değeri (30.000.000/0.20)	150.000.000 TL

Borcun Tutarı (35.000.000) TL

Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri 115.000.000 TL

Net Faaliyet Geliri 30.000.000 TL

Faiz (35.000.000x0.15) (5.250.000) TL

Ortaklarca Kullanılabilir Gelir 24.750.000 TL

Buradaki Öz sermaye Maliyeti;

$$k_e = \frac{\text{Ortaklarca Kullanılabilir Gelir}}{\text{Hisse senetlerinin piyasa değeri}}$$

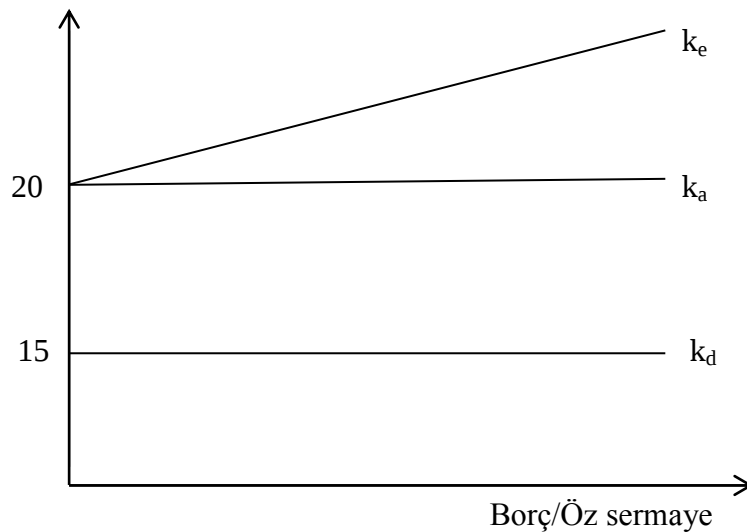
$$k_e = \frac{24.750.000}{115.000.000}$$

$$k_e = 0.215 = \% 21.5$$

Görüldüğü gibi öz sermaye maliyeti (kapitalizasyon) k_e , kaldıraçın derecesi yükseldikçe büyümektedir. Net faaliyet geliri yaklaşımı, firmanın toplam değerlemesinin, sermaye yapısı tarafından etkilenmediğini göstermektedir. Grafik olarak bu yaklaşım aşağıdaki şekilde gösterilebilir.

Şekil 2.3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Sermaye Maliyeti(%)



Şekil 2.4: Net Faaliyet Gelir Yaklaşımına Göre Firma Değeri



Kaynak: Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban (2008); *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Dördüncü Basım, Gazi Kitabevi, Ankara, s.231.

Yukarıdaki şekilden de görüldüğü üzere bu yaklaşım firmanın ortalama sermaye maliyetinin (k_a) tüm sermaye yapılarında aynı kaldığını ve firma, ortalama sermaye maliyetinden düşük maliyetli kaynak sağlaması halinde firmanın öz sermaye maliyetinin (k_e) yükseleceğini varsaymaktadır. Firmanın borç seviyesi arttıkça, öz sermayenin maliyeti (k_e) de artar. Bunun sebebi, firmanın borç oranı arttıkça firmanın riski de artacağı için ortaklar yatırmış oldukları sermayeye, yüksek risk seviyesinde yüksek getiri oranı isteyeceklerdir. Ayrıca net faaliyet geliri yaklaşımına göre borcun maliyeti (k_d) değişmemektedir. Öz sermaye maliyetindeki artışın, borç sermaye maliyetindeki düşüşle telafi edildiğini ve sonuçta ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin değişmediğini kabul etmektedir (Yakar, 2011: 8).

Bu yaklaşıma göre firmanın değeri; gelecekte sağlayacağı nakit girişlerinin toplam sermaye maliyeti ile iskonto edilmesiyle bulunur. Bu sebeple firmanın toplam sermaye maliyeti, firmanın sermaye yapısından bağımsızdır (Okka, 2009: 426).

Net faaliyet geliri yaklaşımında, sermaye yapısı bakımından iki önemli sonuç bulunmaktadır. Bunlar:

- Firma bakımından yabancı kaynağın ve öz sermayenin reel maliyetleri birbirine eşittir. Firma, yabancı kaynak kullandığı sürece öz sermaye maliyeti veya öz sermayenin kapitalizasyon oranı yükselmektedir.
- Sermaye yapısını değiştirmek suretiyle sermaye maliyetini düşürmek ve firmanın piyasa değerini artırmak mümkün değildir. Bu sebeple firma için tek bir optimal sermaye yapısı bulunmaktadır (İçerli, 1995: 17).

2.1.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre; firmanın bir adet optimal sermaye yapısı vardır ve firma kaldıraç faktörünü kullanmak suretiyle sermaye maliyetini düşürebilir ve firmanın pazar değerini arttırabilir. Geleneksel yaklaşım net gelir yaklaşımı ile net faaliyet yaklaşımının ortasında yer almaktadır (Okka, 2009: 483).

Geleneksel yaklaşım, her iki yaklaşımının bazı özelliklerini taşımaktadır. Net gelir yaklaşımının ileri sürdüğü sermaye maliyeti ve toplam işletme değeri sermaye yapısından bağımsız değildir fikrini desteklemektedir. Fakat bu yaklaşımın bir işletmenin değeri bütün kaldıraç dereceleri için yükselecektir görüşünü onaylamamaktadır. Belirli bir kaldıraç derecesi ötesinde, toplam maliyetteki yükselme toplam işletme değerinde düşmeye yol açar düşüncesi Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ile paylaşılmaktadır. Fakat Net Faaliyet Yaklaşımından farklılığı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bütün kaldıraç dereceleri için sabit olduğu varsayımını kabul etmemektedir (Kınay, 2001: 189).

Geleneksel yaklaşıma göre, borç sermaye maliyeti hem faizlerin vergi matrahından düşülmesi dolayısıyla vergi tasarrufu sağlamasına karşılık dağıtılan kâr payları için böyle bir olanağın mevcut olamaması, hem de ortaklar yüksek risk derecesinde daha yüksek oranda getiri beklediklerinden, öz sermaye maliyeti yabancı sermaye maliyetinden daha yüksek olacaktır. Bu durumda firma, sermaye yapısını değiştirerek, işletme dışı kaynaktan yararlanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilmektedir (Yakar, 2011: 9).

Net Gelir yaklaşımına göre firmanın öz sermaye maliyeti borç sermaye maliyetinden daha yüksektir. Firma ortakların kreditorlerden daha yüksek oranda riske maruz kalmaları ve faiz giderlerinin vergi matrahından düşülmesine karşılık temettü ödemelerinin düşülememesi öz sermaye maliyetinin daha yüksek olmasına

neden olmaktadır. Bu sebeple bu görüşe göre firma düşük maliyetli yabancı kaynak maliyeti ile yüksek maliyetli öz sermaye maliyetini birleştirerek firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebilir, fakat ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşüşü bir noktaya kadar devam eder. Çünkü bir taraftan finansal riski yükselen firmaya kredi verenler daha yüksek oranda risk primi sebebiyle yüksek faiz isteyecekler ve benzer şekilde ortaklar da daha yüksek oranda getiri bekleyeceklerdir (Okka, 2009: 483).

Bu yaklaşımı daha önceki kullandığımız sayısal veriler yardımıyla şu şekilde açıklayabiliriz;

Net Faaliyet Geliri	30.000.000 TL
Faiz (25.000.000 x0.15)	<u>(3.750.000) TL</u>
Ortaklarca Kullanılabilir Gelir	26.250.000 TL
Gelirin Kapitalizasyon oranı	<u>0.20</u>
Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri(26.250.000/0.20)	131.250.000 TL
Borcun Piyasa Değeri	<u>25.000.000 TL</u>
Firmanın Toplam Piyasa Değeri	156.250.000 TL

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$k_a = \frac{FVÖK}{V}$$

$$k_a = \frac{30.000.000}{156.250.000}$$

$$k_a = 0.192 = \%19.2$$

Geleneksel yaklaşıma göre firmalar, daha fazla yabancı kaynak kullanarak sermaye maliyetini azaltabilmekte ve piyasa değerini artırabilmektedir. Fakat bu durum sürekli devam etmemektedir. Eğer firma 10.000.000 TL borçlanarak sermaye azaltırsa öz sermaye ve yabancı kaynak maliyeti yükselecektir. Firmanın finansman

yapısı riskli duruma geldikçe bir taraftan yatırımcılar, yatırımlarından artan riski karşılayabilecek şekilde daha fazla getiri beklerken diğer taraftan kredi veren kurumlarda aynı sebepten dolayı verdikleri kredi fiyatını yükseltebilecektir. Örneğin, firmanın finansman riski az iken % 20 kâr payı ile yetinen ortaklar, böyle bir durum karşılığında %23'e yükseltebilirler. Yine kredi durumları da, kredi faizi oranını %15'ten %17'e yükseltebilirler (İçerli, 1995: 18).

Net Faaliyet Geliri	30.000.000 TL
Faizler(35.000.000x0.17)	<u>(5 950.000) TL</u>
Ortaklarca Kullanılabilir Gelir	24.050.000 TL
Gelirin Kapitalizasyon Oranı	0.23
Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri(24.050.000/0.23)	104.565.217 TL
Borç Tutarı	<u>35.000.00 TL</u>
Firmanın Toplam Piyasa Değeri	139.565.217 TL

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

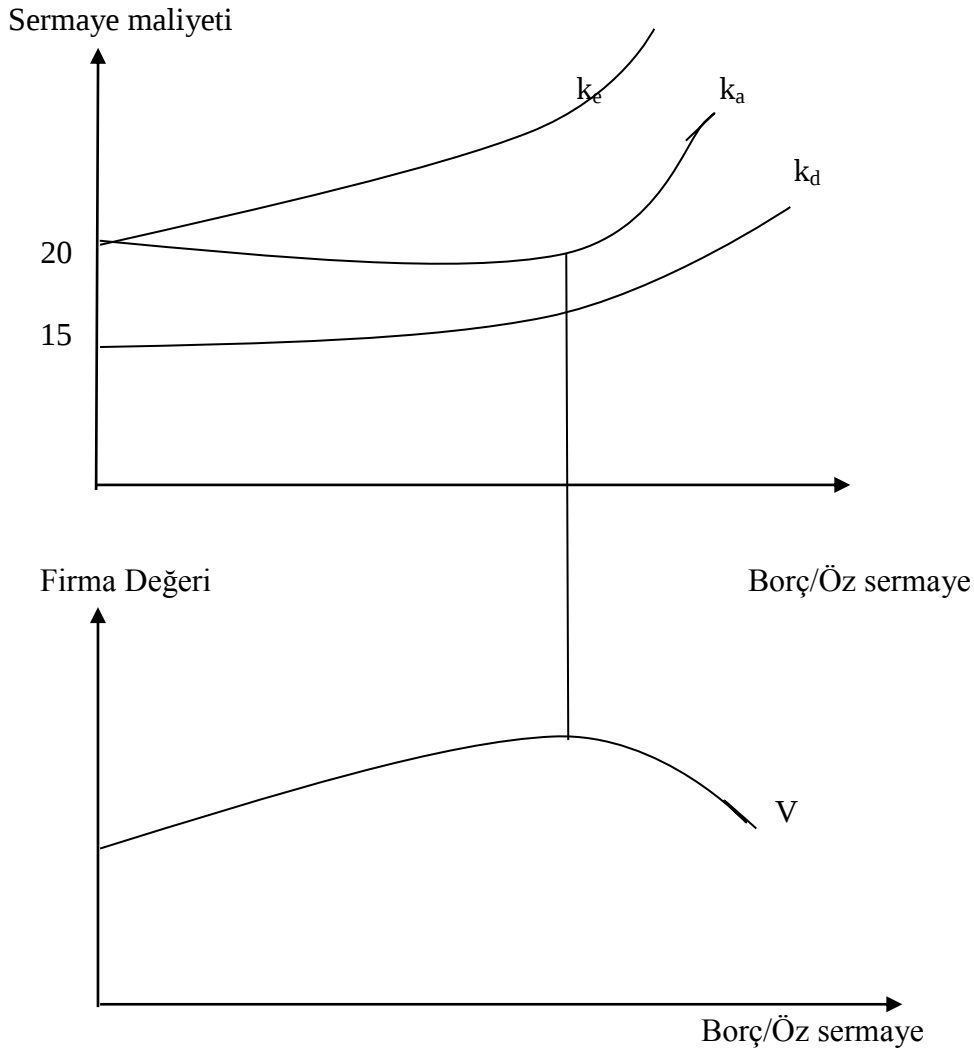
$$k_a = \frac{FVÖK}{V}$$

$$k_a = \frac{30.000.000}{139.565.217}$$

$$k_a = 0.21 = \%21$$

Geleneksel yaklaşımda Borç/Öz sermaye oranındaki değişimin sermaye maliyeti ve firma değeri üzerindeki etkisini Şekil 2.5 yardımıyla açıklayabiliriz.

Şekil 2.5: Geleneksel Yaklaşım ve Firma Değeri Arasındaki İlişki



Kaynak: Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz (2012); *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 12.baskı, . Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2012, s.243.

Yukarıdaki grafik de görüldüğü gibi kaldıraç yükseldikçe, öz sermaye maliyetinin de (k_e) artan bir hızla yükselmekte olduğu, buna karşılık yabancı kaynak maliyetinin (k_d) ise belirli bir kaldıraçtan sonra yükseldiği görülmektedir. Önceleri sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti, kaldıraç yükseldikçe azalmaktadır. Çünkü öz sermaye maliyetindeki yükselme, daha ucuz borç kullanımının faydalarını ortadan kaldırmamaktadır. Bunun bir sonucu olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a), kaldıraç yavaş yavaş artması ile azalmaktadır. Bir noktadan sonra, öz sermaye maliyetindeki (k_e) artış, sermaye yapısında kullanılan ucuz borcun faydasını olumsuz yapmakta ve sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini (k_a) yükselmesini gerektirmektedir. Sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti (k_a) yükselme bir kez daha,

yabancı kaynak maliyetindeki (k_d) yükselmesinin başlamasıyla desteklenmektedir (İçerli, 1995: 19-20).

Sermaye yapısı içerisinde yabancı kaynak oranının artmasına bağlı olarak öz sermaye maliyetinin, borçlanma maliyetinin ve ortalama sermaye maliyetinin değişimine ilişkin olarak geleneksel görüşün farklı çeşitleri bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan birisine göre firma borçlanmaya başlayınca öz sermaye maliyeti hemen yükselmeye başlamaz, firmanın finansal riski belli bir noktaya ulaştıktan sonra artmaya başlar. Kritik noktaya kadar öz sermaye maliyeti sabittir bu noktadan sonra finansal riskin yükseldiği kanısının firma sahipleri arasında yayılması ile hisse senetlerinin fiyatları üzerinde olumsuz etki yaparak Fiyat / Kazanç oranının düşmesine ve öz sermaye maliyetinin artmasına neden olmaktadır (Burca, 2008: 14).

Bu yaklaşıma göre şirketin sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasında bir ilişki olduğunu ve optimal bir sermaye yapısının olduğunu ortaya koymaktadır. Bu optimal sermaye yapısında borcun gerçek maliyeti ile öz sermayenin gerçek maliyeti aynıdır. Optimal sermaye yapısından önce borcun gerçek maliyeti, öz sermayenin maliyetinden düşük iken bu noktadan sonra öz sermayenin gerçek maliyeti borcun gerçek maliyetinden düşüktür. Optimal sermaye yapısında şirketin ortalama sermaye maliyeti minimum ve piyasa değeri maksimumdur (Duman, 2004: 117-118).

2.1.1.4. Franco Modigliani ve Merton Miller (M-M) Yaklaşımları

Sermaye yapısı kararlarının sermaye maliyeti ve firma değeri üzerindeki etkilerini inceleyen yaklaşımlar, ampirik çalışmalarla desteklenmemiştir. Bu nedenle Franco Modigliani ve Merton H. Miller 1958 yılında “Sermaye Maliyeti, Şirket Finansmanı ve Yatırım Teorisi” başlığını taşıyan makalelerinde yeni bir yaklaşım sunmuşlardır. Bu yaklaşım, firmanın sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin, öz sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemeyeceğini savunmaktadır (Yücel, 2006: 16).

Franco Modigliani ve Merton H. Miller tarafından geliştirilen ve onların adını alan bu yaklaşım net faaliyet kârı yaklaşımı ile aynıdır. Bu yazarlara göre, bir firmanın sermaye yapısını değiştirerek o firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemek olanaksızdır. Finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun, firmanın sermaye maliyeti değişmemektedir (Türko, 1994: 473).

Modigliani ve Miller (1958) çağdaş finans literatürünün temel yapıtlarından biridir. Bu çalışma kendisinden sonra sermaye yapısı konusunda gerçekleştirilen tüm kuramsal ve ampirik çalışmalara yön vermiştir.

Modigliani ve Miller teoremine göre, piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisi, riskteki artışın kapitalizasyon oranını artırması sonucu ortadan kalkmakta ve firma değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. Bu teoriye göre aynı risk kategorisinde olan ve net faaliyet kârları eşit olan firmaların değerleri, arbitraj imkânı nedeniyle eşit olacaktır. Arbitraj imkânı, kârlılığı nispi olarak düşük olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının düşmesine, kârlılığı yüksek olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının ise artmasına neden olacak ve belli bir süre sonra piyasada hisse senetlerinin kârlılığı eşit duruma gelecektir (Baldemir, Süslü, 2008: 260).

Modigliani Miller yaklaşımının dayandığı temel varsayımlar şunlardır:

- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerlidir. Daha açık bir deyişle, sermaye piyasası ile ilgili tüm bilgiler, karşılık ödenmeksizin tasarruf sahiplerince kolaylıkla sağlanmakta; piyasadaki işlemler ayrıca bir gider gerektirmemekte; bütün menkul değerler, en küçük parçalara kadar bölünebilmekte ve tasarruf sahipleri akılcı (rasyonel) davranmaktadırlar (Akgüç, 1994: 498).
- Firmaların gelecek dönemlerde elde edecekleri tahmin ettikleri faaliyet kârlarının olasılık dağılımları için beklenen değerler, cari faaliyet kârlarının olasılık dağılımları ile aynıdır (Türko, 1994: 473-474).
- Firmalar, eş risk kategorileri itibarıyla gruplandırılabilir. Her eş risk kategorisine giren firmanın iş riski, daha açık bir deyişle gelecek için beklenen gelirlerin elde edilememesi olasılığı ile aynıdır (Büyüktortop, 2007: 15).
- Firma gelir vergilerinin olmadığı kabul edilmektedir (Bu varsayım sonradan kaldırılmıştır) (İçerli, 1995: 21).
- Borç risksizdir. Bu nedenle borcun faizi risksiz borca uygulanan faiz oranıdır (Kınay, 2001: 198).
- Firmanın nakit akımları sonsuza kadar aynı düzeyde olacaktır. Firmada büyüme yoktur. Bu varsayım firma değerlemesini en basit şekilde göstermeye olanak vermektedir (Cengiz, 2007: 71).

- İşlem maliyetleri ve iflas maliyetleri göz ardı edilmiştir (Başaran, 2008: 25).
- Modigliani ve Miller'in dayandığı temel varsayım arbitrajdır. Arbitraj, menkul değerlerin değişik piyasalardaki fiyat farkından yararlanılarak piyasalar arası satışı ifade eder. Bu işlem piyasalar arasındaki fiyat farklarını dengeleyen bir olgudur. Modigliani ve Miller'in yaklaşımlarında vurguladıkları önemli bir konu da sermaye piyasasındaki tüm bilgilerin bedelsiz olarak taraflara iletilebileceğidir (Kabakçı, 2008: 169).

Modigliani Miller yukarıdaki varsayımlar altında, finansal kaldıracın etkisini inceleyerek, vergisiz ve iflas riski olmayan bir ortamda firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ispatlamışlardır (Cengiz, 2007: 72).

MM yaklaşımında, piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı bir durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisinin, riskteki artışın kapitalizasyon oranını arttırması sonucunda ortadan kalkacağı ve firma değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. MM yaklaşımının, finansal kaldıraç oranları ve piyasanın tepkileri konusunda gözlemlenen olayları açıklamada yetersiz kaldığı düşünülmektedir (Ryen, Vasconcellos ve Kish, 1997: 41). MM'nin sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değerine yönelik çıkarımları, dayandığı varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle bazı yönlerden eleştirilmiştir (Diacogiannis, 1994: 584).

Modigliani Miller üç temel önerme ileri sürmektedir. Modigliani Miller'in I. Önermesi, firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu kabul etmektedir. Modigliani Miller'in II. Önermesi ise firmanın öz kaynak maliyetinin sermaye yapısının pozitif yönde doğrusal fonksiyonu olduğunu kabul etmektedir. Modigliani Miller'in son önermesi ise iflas maliyetleri ve temsilci maliyetlerinin dikkate alınmasıyla, kaldıracın bir düzeye kadar firmayı olumlu etkilediği, bu düzeyden sonra ise firma değerini düşürdüğünü savunmaktadır (Cengiz, 2007: 72-73).

Modigliani- Miller'e ait önermeler aşağıda açıklanmıştır.

2.1.1.4.1. Modigliani - Miller'in I. Önermesi

Modigliani-Miller'in I. önermesine göre herhangi bir firmanın piyasa değeri onun sermaye yapısından bağımsızdır ve onun beklenen getirisinin, sınıfının iskonto oranı p_k ile elde edilmektedir (Çağıl, 2001: 32).

Modigliani Miller'in I. Önermesi, firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu kabul etmektedir. Modigliani- Miller'in I. önermesine göre aynı risk sınıfında bulunan firmaların, varlıklarını öz kaynak ya da yabancı kaynak ile finanse etmeleri firma değerinde bir değişikliğe neden olmayacaktır. Eğer aynı risk kategorisinde bulunan iki firmadan biri tamamen öz kaynak ile diğeri kısmen öz kaynak kısmen de yabancı kaynak ile finanse edilmişler ise, bu iki firmanın piyasa değerleri tam rekabet piyasasında aynı olacaktır. Bunun nedeni arbitraj işlemidir. Modigliani Miller'in önermeleri sermaye piyasasında arbitraj yapılmasına dayanmaktadır. Modigliani Miller I. Önermesinde "Net Faaliyet Geliri Yaklaşımını" desteklemektedir (Özaltın, 2006: 26-27).

Bu önerme aşağıdaki şekilde formüle edilmiştir:

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

p_k = k sınıfındaki herhangi bir hisse senedinin beklenen getiri oranı,

X_j = Şirketin sahip olduğu varlıkların beklenen getiri(Faiz ödemelerinden önceki beklenen kâr)

D_j = Şirket borçlarının piyasa değeri,

S_j = Şirket hisse senetlerinin piyasa değeri,

V_j = Firmanın piyasa değeridir.

Aynı ifade ortalama sermaye maliyeti ile de ifade edilebilir. Herhangi bir firmanın ortalama sermaye maliyeti, onun sermaye yapısından bağımsızdır ve aynı

zamanda sınıfının tamamen öz sermaye finanse edilmiş gelir akımının iskonto oranına eşittir. Bir diğer ifade ile k sınıfındaki tüm firmalar için sabittir (Dinçergök, 2010: 15).

$$\frac{X_j}{S_j + D_j} \equiv \frac{X}{V_j} \equiv p_k$$

Modigliani- Miller'e göre I. önermede yer alan yukarıdaki iki formülasyon arasındaki ilişki aynı sınıftaki herhangi iki firma arasında gerçekleşmemesi halinde, eşitlikleri sağlamak için arbitraj gündeme gelecektir. I. önermede tam rekabet koşullarının geçerli olduğu sermaye piyasalarında aynı risk sınıfına giren firmaların beklenen gelirlerinin eşit olduğu ve nakit akımlarının sonsuza dek aynı olacağını dolayısıyla firmada büyüme olmayacağı varsayımıyla firma değeri ve sermaye maliyeti ilişkisi gösterilmektedir.

Bu önermeye göre borç kullanmayan firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, öz sermaye maliyetine eşit olacaktır (Çağıl, 2001: 33-34).

Birinci önermenin dayanağını yatırımcıların firmalar ile aynı koşullarla borçlanabilmeleri varsayımı oluşturmaktadır. Bu varsayım çerçevesinde, sermaye yapısı yalnızca öz sermayeden oluşan bir firmaya göre, sermaye yapısında borç bulunan bir firmanın piyasa değerinin daha yüksek olması durumu, rasyonel yatırımcıyı piyasa değeri yüksek olan firmanın hisse senetlerine yatırım yapmamaya yöneltecektir. Çünkü yatırımcı, borçlanma açısından firma ile aynı olanaklara ve avantajlara sahiptir. Bunun sonucu olarak rasyonel yatırımcının davranışı şu şekilde olacaktır: Yatırımcılar firmalar ile aynı şartlarla borçlanabildikleri sürece kurumsal kaldırıcı kendileri borçlanarak yaratabileceklerinden dolayı, firmalar sermaye yapılarını farklılaştırarak, piyasa değerlerini artırma olanağına sahip değillerdir. Ayrıca birinci önermenin diğer bir temel dayanağı “değerin korunması kuralı- *law of conservation of value*” dır. Bu kurala göre, firmanın nakit akışı istenildiği kadar çok bölüme ayrılabilir. Ancak toplamda değeri değişmez. Böylece firmanın değeri, üzerinde hak iddia edenlerden bağımsız olduğu sonucuna varılabilir. Bir firmanın değerini belirleyen borç/öz sermaye oranı değil, varlıklarıdır (Acaravcı, 2004: 13-14).

2.1.1.4.2. Modigliani - Miller'in II. Önermesi

Modigliani Miller'in II. önermesi ise firmanın öz kaynak maliyetinin, sermaye yapısının pozitif yönde doğrusal fonksiyonu olduğunu kabul etmektedir. Modigliani-Miller'in II. önermesinde firmanın kazançları üzerinden ödedikleri kurumlar vergisi modele eklenerek, kurumlar vergisinin firma değeri ve kaynak maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir. Faiz borcu muhasebe açısından bir gider kalemi olduğundan, vergiye konu olan kazançtan indirilebilmektedir. Modigliani- Miller'in II. önermesindeki bu durumun, verginin olduğu bir piyasada yabancı kaynak kullanımının, öz kaynaklarda doğabilecek olumsuz etkiyi vergi kalkanı ile önlediği savunulmaktadır. Modigliani- Miller'in II. önermesine göre borç düzeyi arttıkça firma değeri artmaktadır. Ancak bu durum sonsuza kadar devam etmemekte ve firmaların kullandıkları borç miktarı belirli bir noktayı geçtiğinde firma değeri azalamaya başlamaktadır (Özaltın, 2006: 27).

Bir hisse senedinin beklenen getirisi, sınıfının tamamen öz sermaye ile finanse edilmiş gelir akımının iskonto oranı p_k , artı p_k ve r farkının borç öz sermaye oranı ile çarpımına eşit olan finansal risk priminden oluşur

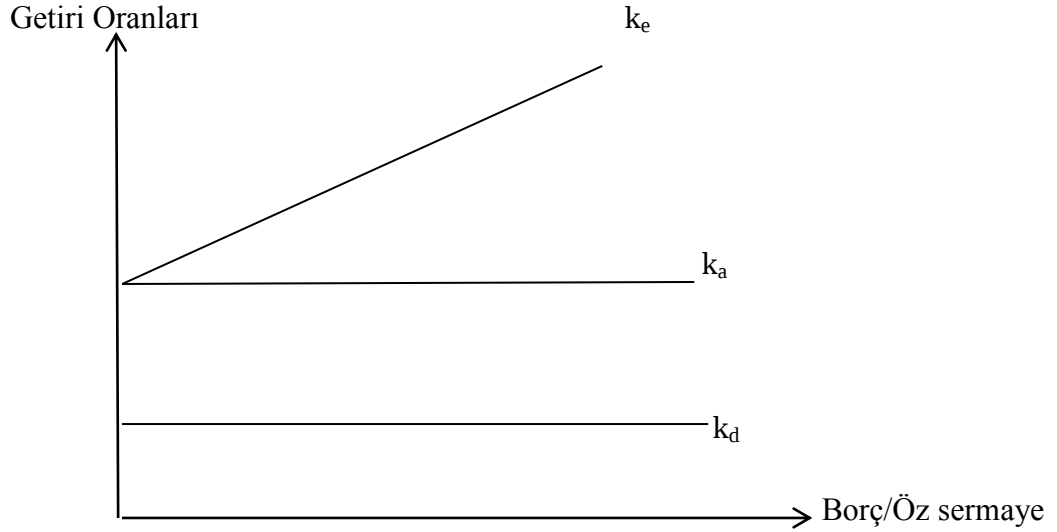
$$\dot{I}_j = p_k + (p_k - r) D_j / S_j$$

Burada da görüldüğü gibi hisse senetlerinin beklenen getirisi, kaldıraçın doğrusal bir fonksiyonudur. Borç/ Öz kaynak oranı arttıkça firmanın finansal riski artacak ve hissedarlar artan riske karşılık olarak beklenen getirilerini de arttıracaklardır. MM'nin ikinci önermesi borcun görünmeyen maliyetine işaret etmektedir. Kaldıraç arttıkça düşük borç maliyeti nedeniyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin de düşmesi beklenir oysaki borcun görünmeyen maliyeti olan hissedarların getirilerindeki artış ağırlıklı ortalama maliyetinin de sabit kalmasını sağlar (Dinçergök, 2010: 16).

MM'e göre, firmaların borçlanma düzeyi ne kadar artarsa artsın bu durum firma için risk unsuru olarak görülmediği için borçlanma maliyeti sabit kalmaktadır. Öz sermaye maliyeti yani öz sermayenin beklenen getirisi, borçlanma miktarı ile orantılı olarak artmaktadır. Bu nedenle ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır.

MM'in II. önermesine göre, öz sermaye maliyeti, ortalama sermaye maliyeti ve borçlanma düzeyi arasındaki ilişki aşağıda şekilde gösterilmektedir.

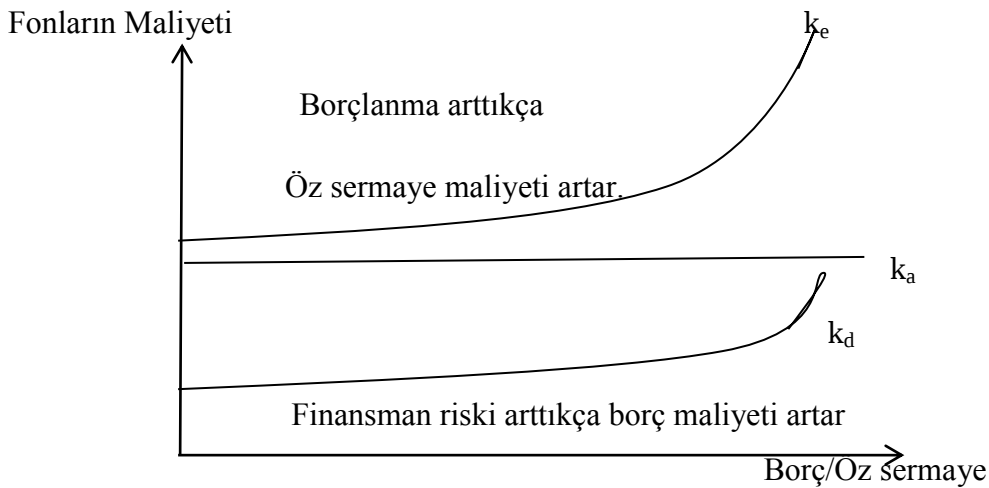
Şekil 2.6: Risksiz Borç ile M&M'in II. önermesi



Kaynak: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus (2007); İşletme Finansının Temelleri, (Çev.: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul, s.412.

Normalde firmaların borçlanma miktarı arttıkça borcun anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirebilme riski artacağı için borçlanma maliyeti artmaktadır. Öz sermaye kullanımına karşın ucuz borçlanmanın sağladığı fayda bir yere kadar sürmektedir. Bu durum aşağıdaki grafik yardımıyla gösterilebilir.

Şekil 2.7: Borçla Finansmanın Riski Dikkate Alındığında M&M'in II. Önermesi



Kaynak: Emel Yücel (2006); “ *Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin, s. 27.

Yukarıdaki şekilde ortalama sermaye maliyeti, borç maliyetinin ve öz sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalamasından oluştuğu için, borç ve öz sermaye oranındaki değişiklikten etkilenmemektedir. Firmanın borç miktarındaki artışı sonucunda, finansman riski arttığı için öz sermaye maliyeti artmakta, ortakların artan risk sonucunda daha yüksek kâr payı istemeleri sonucunda öz sermaye maliyetinin yükselmesi, ucuz borçlanmanın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisini ortadan kaldırmaktadır (Yücel, 2006: 26-27).

2.1.1.4.3. Modigliani - Miller'in III. Önermesi

Modigliani- Miller'in III. önermesi ise iflas maliyetleri ve temsilci maliyetlerinin dikkate alınmasıyla, kaldıracın bir düzeye kadar firmayı olumlu etkilediği, bu düzeyden sonra ise firma değerini düşürdüğünü savunmaktadır. Modigliani- Miller'in III. Önermesine göre bu durumun nedenleri finansal sıkıntı ve temsilci maliyetleridir (Özaltın, 2006: 27).

Finansal sıkıntı maliyetleri, kredi açanlara verilen sözler yerine getirilemediğinde veya ödemede güçlüklerle karşılaşıldığında ortaya çıkan maliyetlerin bütünüdür. Bu maliyetler yükseldiği zaman, firma açısından bir takım olumsuzluklar oluşturmakta, firma açısından iflasla bile sonuçlanabilmektedir. Finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değeri, hem finansal sıkıntı olasılığına, hem de finansal sıkıntı söz konusu olduğunda karşılaşılabilecek maliyetlerin büyüklüğüne bağlıdır (Cengiz, 2007: 80).

Temsilci maliyetleri ise, firmanın yöneticileri ile hissedarları, hissedarları ile kredi verenleri arasındaki zıt yönlü kazanç beklentilerinden oluşan maliyetlerini ifade etmektedir (Özaltın, 2006: 27). Etkinliğin kaybedilmesi maliyetleri, takip ve izleme maliyetleri gibi maliyetler firmaların temsilci maliyetleri olarak adlandırılmaktadır. Bu maliyetlerin oluşması borcun avantajlarını azaltmakta ve firma değerini olumsuz etkilemektedir (Cengiz, 2007: 80).

Modigliani Miller'in III. önermesine göre kaynaklarının finansmanında borç kullanan firmanın firma değeri aşağıdaki formül yardımıyla açıklayabiliriz:

$$V_L = V_U + B.T - (\text{Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Şimdiki Değeri} + \text{Temsilci Maliyetlerin Şimdiki Değeri}).$$

V_L = Borç kullanan firmanın değerini,

V_U = Borç kullanmayan firmanın değeri

B = Firmanın borçlarını,

T ise vergi oranını ifade etmektedir.

Finansal kaldıraç etkisi dikkate alınmadığında firma değeri, her yabancı kaynak / öz kaynak oranında sabit kalmaktadır. Saf Modigliani- Miller modeline göre ise ($V_L = V_U + B.T$) finansal kaldıraç etkisi dikkate alındığında, firma toplam sermayesi içindeki yabancı kaynak derecesini arttırdığında firma değeri maksimuma doğru yükselmektedir. Ancak modele temsilci maliyetleri ve finansal sıkıntı maliyetlerinin ilave edilmesiyle, belirli bir yabancı kaynak / öz kaynak oranından sonra bu maliyetlerin olumsuz etkisiyle firma değeri düşmeye başlamaktadır. Firmanın optimal sermaye yapısı ise, bu düşüşün başladığı noktadaki yabancı kaynak/öz kaynak oranıdır (Cengiz, 2007: 81).

2.1.1.4.4. Modigliani- Miller Yaklaşımının Vergilerle olan ilişkisi

1963 yılında yazdıkları makalelerinde MM kurumlar vergisini modellerine dâhil etmişler ve borçla finansman sağlayan kaldıraçlı firma değerinin kaldıraçsız firmadan, kullanılan borç ve kurumlar vergisi çarpımı kadar daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

MM'e göre yatırımcılar için uzun dönemli ortalama getiri iki kısımdan oluşmaktadır. Bunlar, belirsiz akım $(1 - t)\bar{X}$. Z ve belirli akım olan $t R'$ 'dir. $\bar{X}$ getirinin; faiz ve vergi öncesi kârın (X) beklenen değeri, $Z = X / \bar{X}$ k sınıfındaki tüm firmalar için aynı olan rastlantısal değişken, t marjinal kurumlar vergisi oranı, R faiz ödemeleridir. Dolayısıyla bu akımlardan belirsiz olan, risk sınıfının vergi sonrası iskonto oranıyla iskonto edilirken, belirli akım ondan daha düşük bir iskonto oranı (faiz oranı) ile iskonto edilebilecektir.

Modigliani Miller (1963) firma değerine ilişkin formülasyonları aşağıdaki gibidir:

$$V_L = \frac{(1 - t)}{P_t} \bar{X} + \frac{t R}{r} = V_U + t D_L$$

P_t piyasanın, kaldıraçsız bir firmanın vergi sonrası beklenen getirisini iskonto ettiği orandır. r ise piyasanın borçlarca yaratılan kesin nakit akımlarının iskonto ettiği orandır. D_L kaldıraçlı firmanın borç miktarıdır. Faiz akımlarının daha düşük bir oranla iskonto edilmesinden kaynaklanan ek kazanç yeni formülasyonda dikkate alınmıştır.

Bu formülasyondan %100 borçla finansman sağlamanın optimal sonucuna ulaşılabilirse de, MM yazdıklarının her zaman firmaların sermaye yapılarında maksimum düzeyde borç kullanmaları gerektiği anlamına gelmemesi gerektiğini belirtmekte, yatırımcıların bireysel vergileri, kredi verenler tarafından konulan sınırlamalar, esnekliği koruma ihtiyacı gibi gerçek hayatta karşılaşılan durumların buna olanak vermediğini ifade etmişlerdir (Dinçergök, 2010: 18).

Kurumlar vergisiyle birlikte kişisel vergilerin de dikkate alınmasıyla ortakların kaldıraçtan sağlayacağı kazanç; G_L aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$G_L = \left(1 - \frac{(1 - T_C) (1 - T_{PS})}{(1 - T_{PB})} \right) B_L$$

T_{PS} = Adi hisse senetlerinin gelirlerine uygulanan kişisel gelir vergisi,

T_{PB} = Tahvil gelirlerine uygulanan kişisel gelir vergisi,

T_C = Kurumlar vergisi,

B_L = Kaldıraçlı firmanın borcunun piyasa değeri'dir.

Adi hisse senetlerine uygulanan verginin, faiz geliri vergisinden düşük olduğu durumda kaldıraçtan sağlanan kazanç $T_C \cdot B_L$ 'den daha düşük olacaktır, hatta negatif bile olabilir. Kaldıraçtan sağlanan kazancın kaybolmasının veya zarara dönüşmesinin nedeni yatırımcıların menkul kıymetleri net değerleri üzerinden değerlendirmelerinden kaynaklanmaktadır. Eğer ki yatırımcılar tahvillerden elde

ettikleri faiz gelirlerine hisse senedi gelirlerine ödeyecekleri vergiden daha fazla vergi ödüyorlarsa, o zaman aradaki farkı kapatacak derecede daha yüksek faiz talep edebileceklerdir. $(1 - T_{PB}) = (1 - T_C)(1 - T_{PS})$ olduğu durumda ise firma borç kullanmadan dolayı hiçbir kazanç elde edemeyecektir. Tahvil piyasasında tüm firmalar için denge faiz oranı bu durumda oluşur ancak bu nokta bireysel firmalar için optimum borç oranını göstermez, tüm firmalar için denge borç oranını göstermektedir. Dolayısıyla dengede herhangi bir firmanın değeri, faizlerin vergi matrahından düşülebilmeye rağmen sermaye yapısından bağımsızdır.

Modigliani 1988 yılında yazdığı makalede, vergi tasarrufunun; faizlerin değişebileceği, kaldıraç politikalarının değişebileceği, vergilerin değişebileceği dikkate alındığında normal bir nakit akımına göre daha riskli olduğunu, bu nedenle 1963'te kullanılan ve r olan vergi tasarrufu iskonto oranı $X(1 - \text{iskonto oranı})$ iskonto oranı: (r, p) ile değiştirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Buna göre formülasyon,

$$V_L = V_U + X T_C r D \quad \text{şeklini alır.}$$

İflas maliyetleri ve de vergilendirilebilir kârların faizlerden daha az olabileceği dikkate alındığında V_L D 'le birlikte ancak; en azından bir noktadan sonra azalan oranda artacaktır.

Kişisel vergiler dikkate alındığında formüldeki T_C ifadesi aşağıda açılımı verilen L ile değiştirilmelidir.

$$L = 1 - (1 - T_C)(1 - T_g) / (1 - T_p)$$

T_p = Kişisel vergi oranı,

T_g = Sermaye kazancı vergi oranı,

$T_g < T_p$ olması durumunda $L < T_C$ (yatırımcının getirisi ya da firma değerine olan kaldıraç katkısı daha az olur) olacaktır, hatta $T_p = T_C$ ise ve T_g sıfır ise L sıfır bile olabilir (Dinçergök, 2010: 20).

2.1.1.4.5. Modigliani Miller'in Ulaştığı Sonuçlar

Daha önce belirtmiş olduğumuz varsayımlardan hareket eden M-M, daha sonra şu sonuçlara ulaşmaktadır:

- İşletmenin toplam piyasa değeri, sermaye maliyeti ve sermaye yapısından bağımsızdır. İşletmenin değeri, beklenen faaliyet kazançları akımının, işletmenin risk sınıfına uygun iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda bulunan değerdir (Kınay, 2001: 198).
- Bir firmanın finansman bileşimini değiştirmesi, örneğin borçlanması nedeniyle, finansman riski arttığı zaman öz sermaye maliyeti de artar. Çünkü borçlanma ile finansman riski artan bir firmanın ortakları, kendi gelirlerini artan finansman riskinden korumak için daha yüksek bir kâr payı beklemeye başlarlar. Borçlanma her ne kadar ucuz yabancı kaynak sayılıyorsa da, ortalama sermaye maliyeti üzerine olabilecek düşürücü etkisi, öz sermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkar (Çağır, 2001: 31).
- Yatırım kararlarının alınmasında kullanılacak iskonto oranı veya yatırım kararları için öngörülecek asgari karlılık oranı yatırım finansman şekline tamamen bağımsızdır. Bu görüş, yatırım kararlarını, finansman kararlarından tamamen ayırmaktadır. Modigliani Miller, bir yatırım projesi ne şekilde finanse edilirse edilsin, bu olgunun yatırım kararları üzerine etkisi olmadığını, yatırım ve finansman kararlarının birbirinden bağımsız olduğunu savunmaktadır (Cengiz, 2007: 72).
- Vergiden sonraki borçlanma maliyetleri sabittir.
- Optimal sermaye maliyeti işletme borçlandıkça azalmaktadır (Başaran, 2008: 25).

İşletmelerin sermaye yapısı tercihlerinde ilk defa teorik bir analiz gerçekleştiren Modigliani ve Miller'in 1958 yılında gerçekleştirdikleri ilk çalışmada oldukça sınırlayıcı varsayımlar altında işletmenin değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ileri sürülmüştür. Daha sonra Modigliani ve Miller, 1963 yılında gerçekleştirdikleri çalışmada ise vergiyle ilgili varsayımları esneterek vergi avantajının işletmeleri borca yönlendirdiğini ve borca ödenen faiz giderlerinin vergi matrahından indirilebildiğini buna bağlı olarak işletmede, hissedarlarına yönelik daha fazla nakit akımı yaratıldığını ortaya koymuşlardır (İskenderoğlu, Karadeniz, Atioğlu, 2012: 296).

2.1.1.4.6. Modigliani- Miller Yaklaşımına Yöneltilen Eleştiriler

MM 1958 yılında ilk kez yayınladıkları makalelerine, 1963 yılında kurumlar vergisini dâhil etmişlerdir. 1977 yılında ise Miller gelir vergisini de modele dâhil ederek böylece daha önce oluşturulan önermeler vergi etkisi altında tekrar incelenmiştir. MM sermaye yapısının, sermaye maliyeti ve firma değerinden bağımsız olduğunu savunduğu modelini etkin sermaye piyasaları varsayımı altında incelemiştir.

MM yaklaşımını eleştirenler özellikle yaklaşımın gerçek olmadığı yönünde görüş birliğine varmışlardır. Çünkü Modigliani- Miller görüşünün dayandığı varsayımlar olan; sermaye piyasasının tam rekabet şartları altında çalışması, tüm yatırımcıların rasyonel olması, vergi etkisinin dikkate alınmaması gerçekçi olmaması yüzünden büyük eleştirilere uğramıştır. Eleştirmenlere göre bir şirketin piyasa değerinin belirlenmesinde sermaye yapısı çok önemlidir ki insanlar bu konuyla yıllardır ilgilenmektedirler (Çağıl, 2001: 38).

Modigliani- Miller' in modeline yapılan eleştirileri şu şekilde açıklayabiliriz;

- Modigliani Miller sermaye piyasasında tam rekabet şartlarının geçerli olduğu varsayımına dayanmaktadır. Böyle bir piyasada arbitraj işlemi zorunlu bir işlem giderini gerektirmeyecek, işletmeler ve bireyler piyasada geçerli olan faiz oranı üzerinden borç alıp verebileceklerdir. Bu varsayım gerçeğe uymamaktadır. Sermaye piyasalarında tam rekabet şartlarının tümüyle geçerli olduğunu söylemek imkânsızdır. Hisse senetleri ile ilgili her türlü bilgiyi hiçbir gidere katlanmaksızın anında elde etmek mümkün olmayabilir. Alım satım işlemlerinin bir maliyeti bulunmaktadır. Bu durum arbitrajı sınırlar. İşlem maliyetleri de arbitraj sürecini etkilemektedir. İşlem maliyetlerinin etkisi ile yatırımcının menkul kıymet satışından elde edeceği net gelir kaldıraçlı / kaldıraçsız işletmedeki yatırımdan daha az olacaktır. Bu nedenle yatırımcı aynı getiriyi kazanmak için kaldıraçlı / kaldıraçsız işletmenin hisselerine, şimdiki kazancından daha büyük miktarda yatırım yapmalıdır. Arbitraj ancak sağlanacak yarar, işlemin gerektireceği masrafları aştığı takdirde yapılabilir (Kınay, 2001: 202-203).
- Kurumsal yatırımcılar düzenleyici otoritelerin kısıtlamalarına tabidir ve kaldıraç oranları güvenli düzeyin üzerine çıkamamaktadır. Ayrıca firmaya kredi verenler de belli bir kaldıraç oranının üzerinde orana sahip olan

firmalara kredi vermek istemeyebilirler. Bu tür kurumlar Modigliani- Miller'in önerdiği gibi derhal arbitraj işlemine giremezler (Dinçergök, 2010: 21-22).

- Modigliani- Miller, aşırı borçlanma durumunda borçların maliyeti artarken, öz sermaye maliyetinin azalacağı dolayısıyla ortalama sermaye maliyetinin değişmeyerek aynı seviyede kalacağını ileri sürmektedir. Ancak teorisyenler tarafından, aşırı borçlanma halinde, borçların maliyetlerinin yükseleceği, bunun da ortalama sermaye maliyetini arttıracak ileri sürülmektedir (İçerli, 1995: 31-32).
- Bir kişinin herhangi bir sermaye şirketindeki ortaklığı nedeniyle bir işletmenin borcundan dolayı katlandığı risk ile kendi adına borçlanmasının doğuracağı risk birbirinden farklıdır. İşletmenin borçlanması halinde kişiler yalnızca koydukları sermaye payları ile sınırlı bir ödeme yükümlülüğü altında olacaklardır (Çağıl, 2001: 40).
- Bireyler için kredi maliyetleri, sermaye piyasalarının etkin olmayışı nedeniyle büyük firmalardan daha yüksektir. Bu nedenle kaldıraçtan yararlanan bir firmanın değeri kaldıraçtan yararlanmayan bir firmaya göre daha yüksek olabilmektedir. Yalnız bazı kurumsal yatırımcıların büyük firmalar gibi oranlarla borçlanabilmesi ayrıca bireysel yatırımcıların ellerindeki tahvilleri değiştirerek de arbitraj yapabilmesi nedeniyle argümanın önemi azalmaktadır (Dinçergök, 2010: 22).
- Modelin, işletmelerin iflas etmeleri halinde nasıl çalışacağı varsayımı üzerinde durulması gereken bir husustur. MM'e göre işletmelerin iflası halinde işletmelerin varlıkları hiçbir tasfiye giderine katlanmadan ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilebilecektir. Bu görüş ancak tam rekabet şartları altındaki sermaye piyasasının varlığı altında kabul edilebilecek bir görüştür. Normal pazar koşulları altında hem varlıkların ekonomik değerlerini bulacaklarını savunmak güçleşir, hem de araya tasfiye giderleri girmektedir. Buna göre iflas halinde yatırımcı yatırdığına oranla daha azını geri alacaktır. İflas olasılığı dikkate alınınca da sermaye yapısında borca yer veren işletme, vermeyene oranla daha fazla iflas olasılığı ile karşı karşıya kalacaktır. İflasın neden olabileceği kayıplar dikkate alınarak, aşırı derecede borçlu bir işletmenin sermayesi normal ölçülerde borçlanmış bir işletmeden daha az değerlendirilebilir. Bu durumda, sermaye yapısında borç fonlara yer veren

işletme, özellikle borç / öz sermaye oranı belli bir düzeyi aştığında daha yüksek sermaye maliyetine ve daha düşük piyasa değerine konu olacaktır (Kınay, 2001: 203-204).

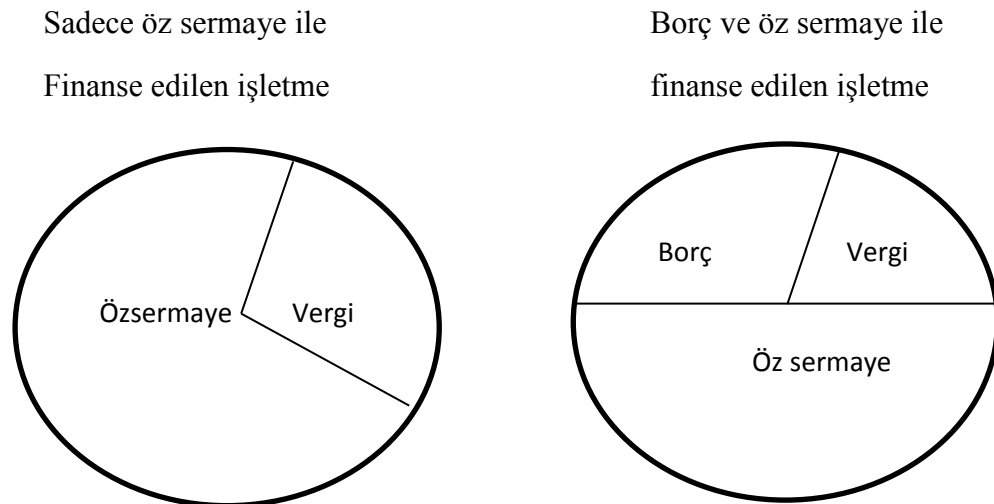
2.2. SERMAYE YAPISINA İLİŞKİN DİĞER TEORİK YAKLAŞIMLAR

2.2.1. Vergi Faktörü Kuramı

Modigliani ve Miller (1963), Miller (1977), Pozdena (1987), Titman ve Wessels (1988) tarafından ileri sürülen görüşe göre, işletmeler borçlanma yoluna gittiklerinde, ödenen faiz oranlarının gider olarak yazılıp vergiden düşülebilmesi fakat kar payı ödemelerinin böyle bir avantaj sağlamıyor olması nedeniyle işletmeler borçlanmayı tercih etmektedirler (Başaran, 2008: 28).

Borcun sağladığı bu vergi tasarrufu literatürde “vergi kalkanı” olarak adlandırılmaktadır. Borcun faizinin vergi tasarrufu önemli bir özelliktir. Özellikle vergi yaklaşımı konusunda 1980’den sonra yapılan çalışmalar; faiz gelirlerinin hem firma hem de kişisel düzeyde vergilendirilebileceğini ve bu durumun sermaye yapısının saptanmasında önemli rol oynayacağını savunmuşlardır. Buradan hareketle, işletmeye verilen borçtan sağlanan faiz getirisi yatırımcıya hisse senedinin sağladığı vergi sonrası gelirden daha fazla gelir getiriyorsa, bu durumun işletmelerin borçlanma düzeylerini arttırıcı bir rolü olacağını öne sürmüşlerdir (Büyüktortop, 2007: 18-19).

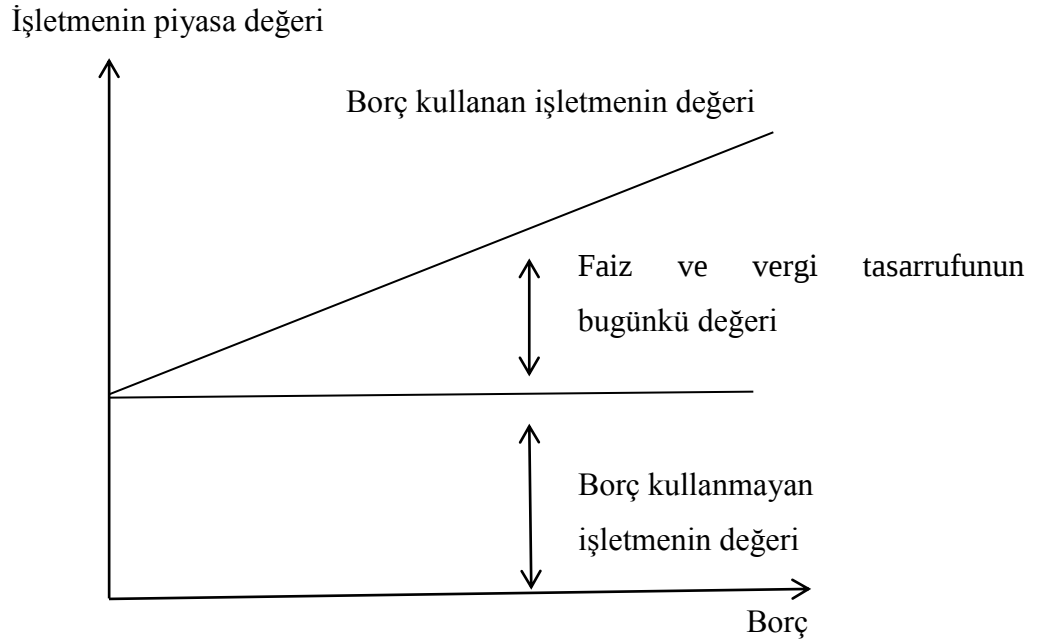
Şekil 2.8 : Kurumlar Vergisi Altında Sermaye Yapısının İki Daire Modeli



Kaynak: Ümit Başaran (2008); “İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak, s.28.

Şekil 2.8’ den de anlaşılabileceği gibi, soldaki parçayla gösterilen ve sadece öz sermaye ile finanse edilen işletmeden sermaye sahiplerinin ve vergi idaresinin alacak hakkı bulunmaktadır. Sadece öz sermaye ile finanse edilen işletmenin, piyasa değeri ise, sermaye sahipleri tarafından elde tutulan pay kadardır. Vergi ödemelerine giden kısım ise maliyet oluşturmaktadır. Sağdaki parçayla gösterilen kaldıraçlı işletmeden, alacak hakkı bulunan üç taraf vardır. Bunlar; sermaye sahipleri, borç sahipleri ve vergi idaresidir. Kaldıraçlı işletmenin piyasa değeri ise, borcun ve öz sermayenin değerinin toplamına eşittir. Bu durumda finans yöneticisine düşen görev, şekildeki iki sermaye yapısından değeri yüksek olan tercih etmektir. Şekildeki iki payda toplam eşit olduğuna göre, işletmenin piyasa değerini maksimize eden, dolayısıyla daha az verginin ödendiği şekil işletme için daha avantajlı gözükmemektedir (Başaran, 2008: 28-29).

Şekil 2.9 : Kurumlar Vergisinin İşletmenin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi



Kaynak : Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus (2007); İşletme Finansının Temelleri, (Çev.: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), Dördüncü Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, s. 416.

Şekil 2.9’ da gösterilen eğik çizgi, faizin vergi tasarrufunun varlığından işletmenin piyasa değerinin nasıl etkilendiğini göstermektedir. Ek borçlanma, kurumlar vergisi ödemelerini azaltırken borç verenlerin ve hissedarların elde edilebilir

nakit akışlarını artırmaktadır. Böylece işletmenin piyasa değerinde bir artış meydana gelmektedir (Brealey, vd, 2007: 416).

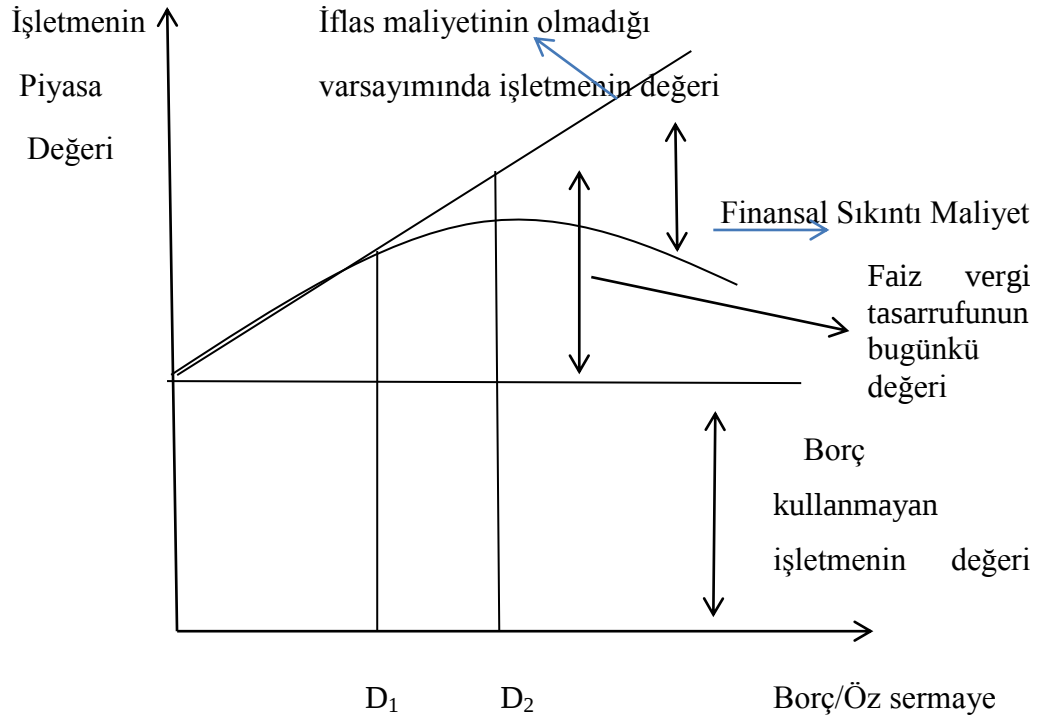
2.2.2. Dengeleme Teorisi (*Trade- off Theory*)

Dengeleme teorisi, yabancı kaynak kullanımının sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyeti arasında yapılan dengelemeye dayanmaktadır. Kraus ve Litzenberg ile Scott ve Kim'in çalışmaları "Dengeleme Teorisini" ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmalarda, şirketlerin yabancı sermaye ile öz sermaye arasında optimal bir oranı yakalamaları gerektiği önerilmektedir. Buna göre, çok karlı işletmeler borç üzerindeki finansal yükün vergi matrahından indirimi sonucu elde edilen vergi avantajını arttırmak için daha çok yabancı kaynak kullanmalıdırlar. Ancak, aşırı borçlanma durumunun şirketin iflas riskini arttıracak unutulmamalıdır. İşletmelerin daha az ya da daha çok borçlanma politikalarıyla ilgili bu iki farklı görüş, vergi avantajını maksimize etmek ve iflas riskini minimize etmek şeklinde şirketleri optimal borç seviyesine ulaşabilmek için arayışa yöneltmiştir (Ata ve Ağ, 2010: 47).

Firmalar belirli bir noktaya (optimal sermaye yapısı) kadar borçlandıklarında borcun vergi avantajından yararlanmakta ve firma değeri artmaktadır. Optimal sermaye yapısından sonra borçlanmaya devam ederlerse finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri artmaktadır. Artan finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri borcun vergi avantajını ortadan kaldırmaktadır. Bu durum firmaların neden sürekli borçlanamayacağını açıklamakta ve firmalar için optimal sermaye yapısının var olduğunu göstermektedir (Weston ve Brigham, 1993: 20).

Sermaye yapısını dengeleme teorisi, hedef borç oranlarının firmadan firmaya değişebileceğini kabul eder. Güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan şirketlerin hedef oranları yüksek olmalıdır. Riskli, maddi olmayan varlıklara sahip karsız şirketler asıl olarak öz kaynak finansmanına dayanmalıdırlar (Brealey, vd, 2007: 425).

Şekil 2. 10 : Dengeleme Teorisi Yaklaşımı



Kaynak: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus (2007); İşletme Finansının Temelleri, (Çev.: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), Dördüncü Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, s. 418.

Yukarıdaki şekilden de görüldüğü gibi, sermaye yapısında hiç borç kullanmayan işletmenin piyasa değeri sabit olarak kalacaktır. MM'in ikinci önermesine göre borçlanmanın sağladığı vergi avantajlarından dolayı, iflas maliyetinin olmadığı düşünüldüğü bir dünyada, işletmenin piyasa değeri borçlanmayla paralel olarak artacaktır. İflas maliyetini göz önüne alındığında ise şekildeki D_2 noktasından sonra işletmenin piyasa değeri azalmaya başlayacaktır. Eğri çizgi, işletmenin piyasa değerinin işletme borçlandıkça başlangıçta nasıl arttığını, ancak finansal sıkıntı maliyetleri gitgide önem kazandıkça nasıl azaldığını göstermektedir.

Şekilde D_1 noktasındaki iflas maliyetleri henüz önemsiz sayılabilecek düzeydedir. D_1 noktasından sonra ise, iflas maliyetleri önemli hale gelmekte ve vergi avantajının sağladığı yararları, artan bir oranda azaltmaya başlamaktadır. D_1 'den D_2 'ye kadar olan alanda ise, iflas maliyetleri vergi kalkanının yararlarını tam olarak

ortadan kaldırmamakta, dolayısıyla işletmenin piyasa değeri azalan oranda artmaya devam etmektedir. D_2 noktasından sonra ise, iflas maliyetleri borçlanmanın vergi avantajının sağladığı yararları ortadan kaldırmakta ve bu noktadan sonra borçlanmaya devam eden işletmenin piyasa değeri azalamaya başlamaktadır. Dolayısıyla, D_2 için işletmenin optimal sermaye yapısı denilebilmektedir. D_1 ve D_2 noktaları ise, işletmelerin finansal risk ve faaliyet riski düzeylerine bağlı olarak işletmeden işletmeye değişiklik göstermektedir.

Yukarıdaki ifadeden anlaşılacağı gibi;

İşletmenin Toplam Piyasa Değeri= Tamamen Öz sermaye ile Finansman Durumundaki Değer+ Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri- Finansal Sıkıntı Maliyetlerin Bugünkü Değeri şeklinde hesaplanabilmektedir (Başaran, 2008: 36-37).

2.2.2.1 Finansal Sıkıntı Maliyetleri Kuramı

Haugen ve Senbet (1978), Stiglitz (1988), tarafından geliştirilen bu yaklaşıma göre, işletmelerin borçlanmadan sağladıkları vergi avantajı bir süre sonra işletmenin borç / öz sermaye oranının artmasına paralel olarak sabit yükümlülüklerini (faiz ve anapara ödemeleri) yerine getirememe ihtimalinin artmasıyla yerini iflas olasılığına bırakmaktadır (Irk, 2012: 25).

İflas maliyetleri ve işletmenin varlıklarının değerinde meydana gelen kayıplar gibi, borçlanmayı maliyetli hale getiren faktörler, genel olarak finansal sıkıntı maliyetleri olarak adlandırılmaktadır. Bu faktörler işletmelerin rezervlerinde nakit fazlası bulundurma yararlı olarak görülmesini sağlamaktadır. Çünkü nakit fazlası bulunduran işletmelerin borç ödemelerini gerçekleştirememe ve finansal sıkıntıya düşme olasılıkları azalmaktadır.

Aynı sektör içinde aynı işletme riskine sahip firmalar, borcun vergi avantajı ile iflas maliyetleri arasında aynı dengelemeye sahiptirler. Sektörün işletme riski değiştiği zaman, firmanın optimal sermaye yapısının değişmesi beklenmektedir. Ayrıca, aynı sektördeki firmaların, aynı sermaye yapısını hedefleyecekleri belirtilmektedir (Tylor, 1991: 35-49).

Sermaye yapılarının yüksek oranda borç kullanarak oluşturan işletmelerin, kendi sermaye sahiplerinin lehine bir durum oluşturdıkları açıktır. Fakat bu durum

aynı zamanda, işletmenin iflas riskini artırdığı için, işletmeye kredi sağlayanların hoşuna gitmeyecek ve endişe duymalarına neden olacaktır. Dolayısıyla, söz konusu endişe yüksek borç oranına sahip olan işletmenin piyasa değeri üzerinde negatif yönlü bir etki yaratacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 248-249).

Firmalar finansal sıkıntılarına bir çözüm bulamadıkları zaman iflas ve tasfiye ile karşı karşıya kalmaktadır. Her iki durumda da firmaların mal varlıkları nakde çevrilip borçları kapatılmaya çalışılır. Finansal sıkıntı maliyetleri doğrudan ve dolaylı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan finansal sıkıntı maliyetleri firmanın iflas etmesi veya alacaklılarının firma varlıkları üzerinde hak iddia etmesi durumunda oluşan mahkeme masrafları, avukatlık ücretleri, muhasebeci ücretleri ve yönetimin harcadığı zamanı içermektedir. Dolaylı iflas maliyetleri ise iflas durumundaki firmanın pazar payını kaybetmesi, tedarikçilerin iflas durumunda olan bir firma ile çalışmak istememesi, kredi kuruluşlarının kredi vermemesi gibi firmayı dolaylı yollardan sıkıntıya sokan durumları içermektedir. Finansal sıkıntı maliyetlerinin doğrudan ve dolaylı etkilerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Karadeniz, 2008: 14).

Dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri:

- Siparişlerin endişeli müşteriler tarafından iptal edilmesiyle ortaya çıkan satışların düşmesi durumu,
- Gerekli fonların temin edilememesi sebebiyle karlı yatırım projelerinin iptal edilmesi,
- Şirketin anahtar yöneticilerinin şirketten ayrılmaları ve yönetimin dengesiz hale gelerek etkinliğini yitirmesi,
- Finansal elastikiyetin kaybolması (Okka, 2009: 489).
- Ertelemeler, yasal cezalar ve finansal yeniden yapılanmada yaşanan karışıklıklar yönetimin davranışlarını kısıtlamakta ve faaliyetlerin etkin bir şekilde devam etmesini engellemektedir.
- Yönetim, AR&GE, eğitim harcamalarını keserek, ticari kredi ve stok düzeylerini azaltarak kısa vadeli likiditeye aşırı önem verebilir.
- Firma varlıklarının çok düşük fiyatlara satılmasıdır.

Doğrudan finansal sıkıntı maliyetleri:

1. Mahkeme masrafları,
2. Avukat ücretleri,
3. Yönetimin harcadığı zaman,
4. Muhasebecilere ödenen ücretleri kapsamaktadır (Yükeri, 2009: 32).

2.2.2.2 Temsilci Maliyetleri Kuramı

Firmalar gelişen ve değişen piyasa koşullarına ayak uydurmak amacıyla uzman personel istihdamına daha fazla yönelmektedir. Firmaların organizasyon yapılarının değişmesi ile hissedar, yönetici ve borç veren gibi çıkar grupları arasındaki ilişkiler daha karmaşık bir hâl almıştır. Bu gelişmeler firma yönetiminde firma sahipleri yerine profesyonel yöneticilerin tercih edilmesine, buna bağlı olarak da ek maliyetlerin ve çıkar çatışmaların ortaya çıkmasına neden olmuştur (Yükeri, 2009: 33).

Temsil maliyeti kavramı finans literatürüne Jensen ve Meckling'in 1976 yılında yaptığı çalışma ile girmiştir. Bu kavramda bireyler kendileri için en avantajlı davranışta bulunurken vermiş oldukları karar, diğer alternatifleri uygulama olasılığını ortadan kaldırmaktadır. Temsil edilen ile temsilci arasındaki ilişki ve bunun firma değeri üzerindeki etkileri temsil maliyetleri teorisinin ana çerçevesini oluşturmaktadır. Temsil problemleri ve maliyetleri etkin olmayan piyasalarda ortaya çıkmaktadır (Damodaran, 2001: 554).

Temsilci sorunu yaklaşımının odak noktasını hissedarlar ile yöneticiler ve hissedarlar ile alacaklılar arasındaki çıkar çatışmalarının oluşturduğu söylenmektedir. Yani çıkar gruplarının firmaya yüklediği maliyetlerin firmanın sermaye yapısı kararlarında etkili olduğu belirtilmektedir (Topal, 2006 :47).

İlk olarak Jensen ve Meckling (1976) tarafından ortaya konulan temsilcilik teorisi, kaynağını yöneticiler (temsilciler) ve hissedarlar (Müvekkiller) arasındaki ve borç verenler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından almaktadır.

Teoriye göre; yöneticinin firmanın %100'üne sahip olması durumunda ve bunların bir kısmını dışarıya satması durumundaki davranışları birbirinden farklıdır, çünkü yönetimin firmanın tamamına sahip olmadığı durumda, yönetim çıkarları ve hissedarların çıkarları farklılaşacaktır. Bu durum yönetim ve hissedarlar arasında

temsilcilik problemine ve bunun doğurduğu öz kaynağa ilişkin temsilcilik maliyetlerine neden olmaktadır.

Jensen ve Meckling'e göre öz kaynağa ilişkin temsilcilik maliyetleri şunlardır:

- Artık zarar,
- Hissedarların gözlem maliyetleri,
- Temsilcilerin bağlanma maliyetleri olmak üzere üç türdür (Dinçergök, 2010: 33-34).

Gözlem maliyetleri, temsilcinin kararlarının ve uygulamalarının takip edilmesi için katlanılan maliyetlerdir. Gözlem maliyetleri firma sahiplik yapısının çok dağınık olması halinde işlem sayısının artması nedeniyle daha fazla olmaktadır. Temsil edilen, temsilcinin zarar verici davranışlarda bulunmaması veya böyle bir davranışta bulunması halinde ortaya çıkabilecek zararı tazmin etmesini garanti altına almak için, temsilciye kullanabileceği kaynak ve ödenekler tahsis edebilmektedir. Temsilci kullanacağı bu kaynakların hesabını vermek zorunda değildir ve temsil edilen açısından önemli bir maliyet unsurudur. Temsil edilenin refahını maksimize edebilecek kararlarla temsilcinin aldığı kararlar arasındaki farklılık nedeniyle temsil edilenin refahında meydana gelen azalma, temsil ilişkisinin artık maliyeti olarak tanımlanmaktadır (Yücel, 2006: 52).

İşletmeler borçlanma yoluna giderek sermaye sahipleri ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmaya çalışırken, diğer taraftan da borç verenler ile sermaye sahipleri arasında yaşanan çıkar ilişkilerinden doğan temsilcilik maliyetleri ile karşı karşıya kalmaktadır. Yatırımcı işletmeye borç verdiği zaman, faiz oranını işletmenin kendi değerliliğinde risk durumuna göre belirlemektedir. Kısacası, borç verenle alan arasındaki ilişki, borç alanla işletmenin ilerideki davranışlarına bağlı olmaktadır (Başaran, 2008: 34).

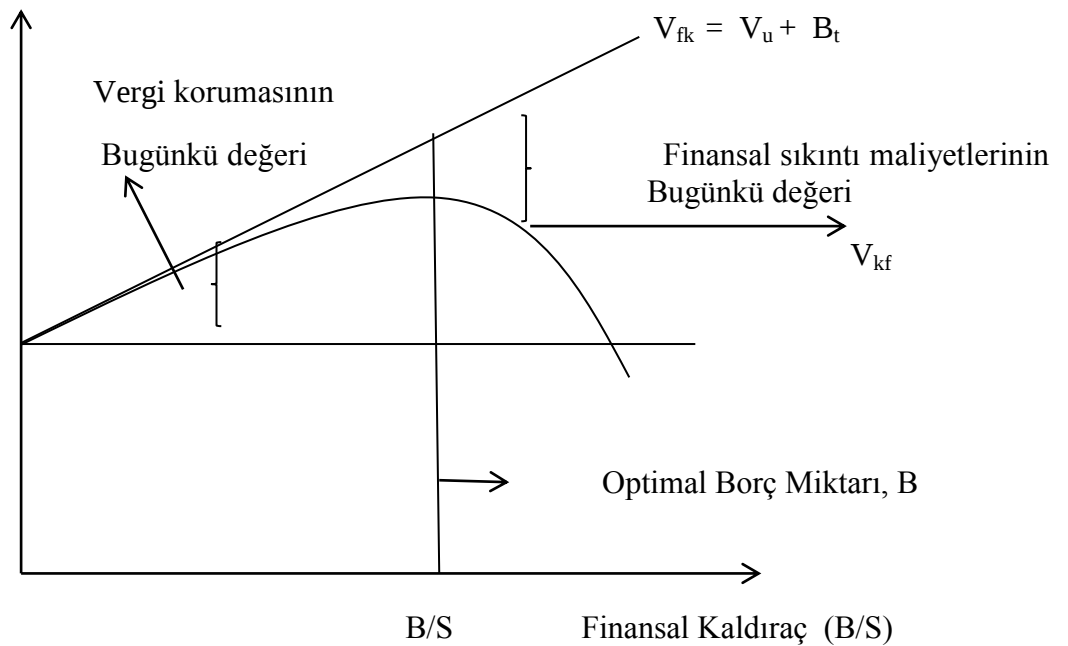
Temsil ilişkisi bir veya birkaç kişinin (yetki veren) bir dereceye kadar karar verme yetkisini devrederek kendi yararına faaliyette bulunacak bir başka kişiyle (temsilci) sözleşme yapmasıdır (Jensen ve Clifford, 1985: 94). Temsil ilişkisinde, her iki tarafında kendi faydasını maksimize edecek şekilde davranacağı düşünüldüğünde, temsilcinin her zaman için temsil edilenin çıkarına davranmayacağı ortaya çıkmaktadır (Kohn, 1994: 39).

Kuşkusuz, sermaye sahipleri, işletmenin piyasa değerini ve dolayısıyla kendi menfaatlerini yükseltmek adına daha fazla yatırım yapma ve borçlanma yoluna gitmek isteyeceklerdir. Fakat borç verenler bu gidişattan memnun kalmayacaktır. Borç veren yatırımcıların, kendi sabit ödemelerinin işletmenin daha fazla borçlanması sonucu tehlikeye düşmesi ile karşı karşıya kalmamak adına, işletmenin borçlanmasını sınırlama yetkileri bulunmaktadır. Bunun için, en başta, borç sözleşmesi imzalanırken, borç verenler sözleşmeye işletmenin finansal riski ve faaliyet riskini kısıtlayıcı önlemler koyabilir. Bu önlemlerin yarattığı maliyetler de borçlanmadan kaynaklanan temsilcilik maliyetleridir. İşletme ne kadar çok borçlanma yoluna giderse, borçlanmadan doğan temsilcilik maliyetleri de o denli artışa geçecektir. Dolayısıyla öz sermayenin temsilcilik maliyetlerini azaltmak için borç oranını yükseltmek, borçlanmanın temsilcilik maliyetlerini azaltmak için ise, borç oranını azaltmak gerekmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 252).

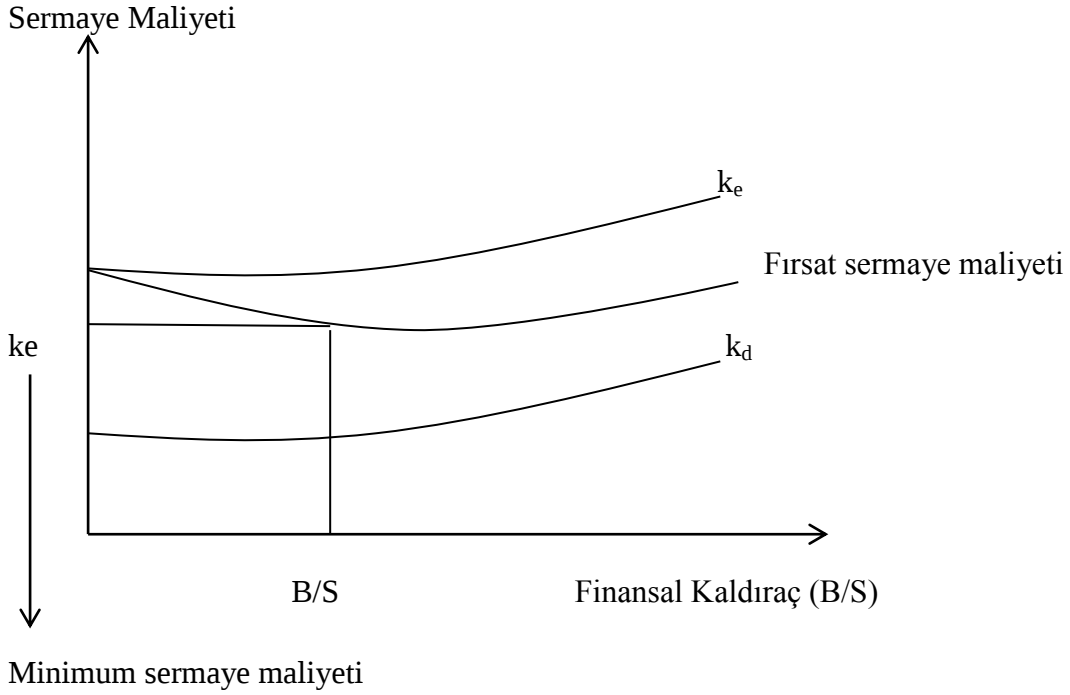
Temsilcilik giderleri olmaksızın ve temsilcilik giderlerinin varlığında hisse başına düşen karların arasındaki fark temsilcilik giderlerini oluşturur ve firmanın Pazar değerinin azalmasına sebep olur. Bu durumda borca bağlı olarak ortaya çıkan vergi koruması da dâhil olmak üzere finansal sıkıntı maliyetleri ve temsilcilik maliyetleri aşağıdaki grafik de gösterildiği gibidir:

Şekil 2.11 : Temsilcilik Maliyetleri Kuramına Göre Firmanın Değeri

Firmanın Toplam Değeri, V (TL)



Şekil 2.12: Firmanın Fırsat Sermaye Maliyeti



Kaynak: Osman Okka (2009); *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*, 1. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, s.490.

V_u = Firmanın Pazar değerini,

B_t = Borcun Pazar değerini göstermektedir.

MM modeline göre borç oranı arttıkça devamlı olarak firmanın Pazar değeri artmaktadır. %100 oranında borç sermaye kullanıldığında firmanın değerinin maksimize olacağı açıktır. Fakat finansal sıkıntı ve temsilcilik maliyetlerinin varlığında firmanın toplam maliyeti aşağıdaki formüldeki gibi olacaktır. Şekilde de görüldüğü gibi optimal borç / öz sermaye oranı vardır, bu noktada firmanın toplam sermaye maliyeti minimize ve firma değeri maksimize olmaktadır (Okka, 2009: 490).

$$V_{fk} = V_u + \frac{\text{Vergi Korumasının Bugünkü Değeri}}{\text{Finansal Sıkıntı Giderlerinin Bugünkü Değeri}} - \frac{\text{Temsilci Giderlerinin Bugünkü Değeri}}$$

V_u =Firmanın Pazar değerini göstermektedir.

2.2.3 Bilgi Çarpıklığı (Asimetrik Bilgi) Kuramı

Modigliani ve Miller'in varsayımlarından bir diğeri de sermaye piyasalarında tam rekabet kurallarının işlediğine dayanmaktadır. Bu varsayıma göre, piyasadaki tüm yatırımcıların, alıcı ve satıcıların piyasa hakkında tam bilgiye sahip olduğu düşünülmektedir. Fakat gerçek hayatta, tarafların eşit bilgiye sahip olmadıkları açıkça görülmektedir. Piyasalar asimetrik bilgi ile karşı karşıya kalmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2012: 249).

Ross (1977), Myers ve Majluf (1984), Noe (1988), Harris ve Raviv (1991) tarafından ileri sürülen bilgi çarpıklığı kuramı, işletme yöneticileri ile işletme dışındaki çıkar gruplarının işletme hakkında sahip oldukları bilgilerin farklılığına dayanmaktadır. Bu durumda, işletme dışı çıkar grupları, işletme yöneticilerinin borçlanma yoluna gitme veya hisse senedi ihraç etme gibi davranışlarından işletmenin gidişatı ile ilgili çıkarımlarda bulunarak, işletme yöneticileri ile aralarındaki bilgi eksikliğini en aza indirmeye çalışmaktadırlar.

Asimetrik bilginin açıklanmasında en temel örnek Akerlof (1970)'un ikinci el araba piyasasında tespit ettiği durum olarak belirtilmektedir. Akerlof 1970 yılında yazdığı "The Market for Lemons" adlı makalesinde, asimetrik bilgi sorununun fiyatları nasıl etkilediğini ve nasıl piyasa aksaklığına yol açtığını incelemiştir. Makalesinde iyi ve kötü (limon) kullanılmış arabaların satışının yapıldığı ikinci el araba piyasasında, satıcının arabaların iyi kullanılmış veya kötü kullanılmış olup olmadığını bildiği halde, alıcının arabanın iyi olup olmadığını bilmediğini, yani alıcı ve satıcı arasındaki ilişki de bilgi asimetrisinin bulunduğu anlamına gelmektedir. Akerlof (1970) makalesinde, kullanılmış otomobil piyasasında bilgi edinmenin yüksek maliyetinden dolayı, düşük kaliteli otomobillerin yüksek kaliteli otomobilleri piyasadan kovması nedeni ile piyasada bir dengesizlik oluşacağını belirtmektedir (Sayman, 2012: 30-31).

Asimetrik bilgi piyasanın etkinliğini azaltarak, sermaye piyasalarında manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti, ters seçim, ahlaki tehlike ve temsil problemlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Ters seçim sorunu, taraflar arasında herhangi bir ticari işlem veya sözleşme yapılmadan ortaya çıkmaktadır. Gizli bilgidен kaynaklanan bir soruna Akerlof, ikinci

el araç piyasası örneği ile oldukça açıklayıcı bir yaklaşım getirmiştir. Alıcının araç kalitesi ve fiyatı hakkındaki tahmini davranışı toplumda genellenecek ve kalite sinyali olarak anılacaktır. Yüksek fiyatlar iyi kalite sinyali olarak, düşük fiyatla da kötü kalite sinyali olarak algılanacaktır (Yükeri, 2009: 36).

Hatalı seçim vekâlet teorileri, artan sermaye yapısı tercihlerini, bu tercihlere pazarın tepkisini ve bu tepkiyi etkileyen faktörleri açıklamaktadırlar. Hatalı seçim teorileri, artan veya marjinal kararlar gibi sermaye yapısındaki dinamiklere odaklanmaktadır. Bu, optimal sermaye yapısını açıklayan vergilere, iflas maliyetlerine, ahlaki riziko vekalet problemlerine ve dengeleme teorisine terstir. Bununla birlikte optimal sermaye yapısı teorileri, gerçek sermaye yapısı, optimal veya hedef sermaye yapısından farklı olduğunda artan tercihleri açıklayabilirler. Artan tercih, gerçek sermaye yapısı ve hedef arasındaki farkı azaltmaya yardım edebilir. Pazarın tepkisi pozitif olacaktır ve fark azaltılacaktır (Acaravcı, 2004: 28).

Ahlaki tehlike, ters seçimden farklıdır. Ahlaki tehlike sorunu sözleşme sonrası ortaya çıkmakta ve saklı faaliyetten kaynaklanır. Saklı faaliyet, ekonomik ilişkide bir tarafın faaliyetinin diğeri tarafından gözlemlenememesi durumudur ki ters seçimden ikinci bir farkı ise temel toplumsal etik sorununu tümüyle yansıtmaktadır. Firmanın yöneticileri ile yatırımcılar arasında bilgi asimetrisinin olmadığı düşünüldüğünde, bir projenin finansmanının hisse senedi ihracı ile yapılması halinde, eski ve yeni hissedarların her ikisi de yeni yatırımdan karlı çıkmaktadır (Yükeri, 2009: 36).

Genel işletme pratiğinde işletmenin gerçek değerinin, işletme yöneticileri tarafından diğer tüm kişilerden daha iyi bilmekte olduğu ve yöneticilerin faaliyetlerini gerçekleştirirken rasyonel davrandıkları varsayılmaktadır. Yatırımcıların işletme yöneticileri ve hisse senedi sahiplerinden daha az bilgiye sahip olacağı kesin olduğundan, sermaye piyasalarında asimetrik bilginin bulunmakta olduğu rahatlıkla görülebilecektir. Buna göre, piyasalarda asimetrik bilgi bulması nedeniyle bilgiler fiyatlara tam olarak yansımayacak ve hisse senetlerinin değeri yanlış fiyatlanacaktır. Söz konusu durum mevcut hisse senedi sahiplerinin zararla karşılaşmasına neden yol olacaktır. Bununla birlikte, işletmenin öz kaynaklarının ve oto finansman olanaklarının yetersiz olduğu durumda söz konusu zarar daha yüksek gerçekleşecektir (Sayman, 2012: 33-34).

2.2.3.1 Sinyal Teorisi

Sinyal teorisi yöneticilerin firma hakkında, dışarıdakilerden (yatırımcılardan) daha fazla bilgiye sahip olması nedeniyle oluşan asimetrik bilgi problemine dayanmaktadır. Bu teoriye ilişkin modellerin temel varsayımı, dışarıdakilerin (yatırımcıların) firmaya ilişkin özellikleri yeterli detayda gözlemleyemedikleridir. İşte bu nedenle yatırımcılar, firma tarafından pazarlanan menkul kıymetlerin değerini net olarak hesaplayamamaktadır. Yatırımcılar, firmanın sermaye yapısına, temettülerine, yatırım kararlarına ilişkin politikalarına göre firma değerini yorumlamaktadırlar. Sinyal modellerine göre, hisse senetleri piyasada düşük değerlendirilen fakat; firmaları hakkında olumlu yönde bilgi sahibi olan yöneticiler, firmalarının hisse senedi fiyatını arttırmak için, kendilerinin sahip olduğu bu olumlu bilgiyi dışarıdaki yatırımcılara iletme isterler. Yönetim, diğer firma yönetimlerinin de aynı şeyi yapabilmesi nedeniyle, firma hakkındaki olumlu bilgilerini dışarıdaki yatırımcıya direkt olarak ilan edemeyecektir. Böyle bir ilanda bulunsada dahi yatırımcılar böyle bir bilgiye kuşkuyla yaklaşacaklardır (Dinçergök, 2010: 31).

Borç oranının firma hakkında sinyal verebileceği üzerine yoğunlaştırılan bu fikre ilişkin ilk araştırma 1977’de Stephan A. Ross tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu araştırma da iflasta borcun rolü ele alınmıştır. Ross araştırmasında, yöneticilerin firma gelirlerinin dağılımını bildiklerini ancak yatırımcıların bu bilgilerden uzak olduklarını varsaymıştır. Ona göre firmanın yüksek kaldıraç oranı, yatırımcı tarafından yüksek kalitenin bir sinyali olarak algılanacaktır. Borç firmaya faizlerin ödenmesi vb. birtakım yazılı sorumluluklar yüklediği için öz sermayeye nazaran dışa daha iyi sinyal verir niteliktedir. Borcun yüklediği sorumlulukların yerine getirilememesi firmayı iflasa sürükleyecek ve yöneticiler işlerinden olacaklardır.

Araştırmada üç temel ampirik sonuç ortaya çıkar. Bunlardan ilki M-M’in ilgisizlik teoreminde olduğu gibi, her firmanın kendine özgü borç düzeyi olmasına rağmen, firmaların sermaye maliyetlerinin, finanslama kararlarından bağımsız olduğu sonucudur. İkincisi, iflas riski seviyesinin, firmanın temin ettiği borç miktarının artması ile arttığı yönündedir. Üçüncü saptanmasında ise Ross, firma değerinin, borç / öz sermaye oranı ile pozitif yönlü ilişki içinde olduğunu ortaya koyar (Terim, 2009: 74).

Ross (1977)'a göre, işletmenin finansal sıkıntı maliyetlerinin kendisi üzerindeki doğrudan maliyetlerinin farkında olan işletme yöneticileri, piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılara işletmesinin ayırt edici özelliklerine ilişkin sinyaller göndermektedir. Söz konusu sinyalleri alan piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılar, işletmenin hangi risk sınıfında olduğunu dolayısıyla da işletmenin değerinin ne olması gerektiği hakkında bilgi sahibi olmaktadır.

Ross (1977)'a göre, işletmenin sermaye yapısı ile değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılar kaldıraç oranı yüksek olan işletmelerin değerinin daha yüksek olduğunu düşünmektedirler. Bununla birlikte, kalite yatırım projelerine sahip işletmeler gerçek durumlarını piyasa katılımcıları olan potansiyel yatırımcılara iletebilmek adına gönderdikleri sinyaller, kalitesiz yatırımlara sahip işletmeler tarafından da benzer şekilde davranılarak taklit edilememektedir. Bunun temel nedeni, kalitesiz yatırımlara sahip işletmeler oluşturdukları sermaye yapısının sürdürülebilirliğini sağlayamayacak olmaları ve finansal sıkıntı maliyetleri ile karşı karşıya kalacak olmalarıdır (Sayman, 2012: 60-61).

2.2.3.2 Finansman Hiyerarşi Kuramı

Myers ve Majluf (1984) finans teorisinde “Hiyerarşi Teorisi (*Pecking Order Theory*)” olarak adlandırılan teoriyi geliştirmişlerdir. Bu teoriye göre, yeni yatırımları finanse etmek isteyen yatırımcılar, sermaye yapısını oluştururken öncelikle oto finansmana daha sonra borçlara en sonunda ise hisse senedi ihracına başvururlar. Modele göre, firmaların belirleyecekleri optimal borç / öz sermaye oranı yoktur. Her firmanın borç oranı, dışsal kaynaklarla finansman ihtiyacını kümülatif olarak yansıtmaktadır. Borç oranları, firmada yaratılan kaynakların düzeyine ve yatırım harcamalarına göre değişiklik göstermektedir. Sınırlı yatırım fırsatları olan kârlı firmalar düşük borç oranlarına sahip olurken, daha fazla yatırım fırsatları olan ancak firmada yaratılan fonları yetersiz olan firmalar ise daha yüksek borç oranlarına sahip olurlar. Borç oranlarının belirlenmesinde, borçlanmanın kurumlar vergisi ile sağlayacağı vergi tasarrufu avantajı ve finansal kriz endişesi gibi hususlar ikinci derecede önemlidir (Acaravcı, 2004: 30-31).

Finansal hiyerarşi teorisi sermaye piyasalarında firmalar ve yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin var olduğunu kabul eder. Firmalardan piyasaya bilgi

akışı yoğun olmadığından dolayı firmada görev yapan yöneticiler, sermaye piyasasındaki yatırımcılardan firma hakkında daha fazla bilgiye sahiptir. Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar fon ihtiyaçlarını öncelikle iç kaynaklardan, daha sonra borç ve en son olarak hisse senedi ihracı ile karşılarlar. İç kaynaklar, tahvil veya hisse senedi çıkarım masrafları gibi giderler gerektirmediği ve firmanın finansal bilgilerinin açığa çıkmasını engellediği için ilk sırada yer almaktadır (Liesz, 2001:1). Firma finansmanını iç kaynaklarla sağlayamıyorsa, finansman kaynağının risklilik derecesine göre tercih önceliği yapmak durumunda kalmaktadır (Myers ve Majluf, 1984: 580).

Asimetrik bilgi kuramına göre, işletmenin borçlanma yoluna gitmesi hisse senetlerinin gerçek değerinden düşük değerlendirildiğinin göstergesi olarak düşünülmekte ve işletmenin piyasa değerinin yükselmesini sağlamaktadır. Bu durumun tam tersi olarak, işletmenin hisse senedi ihracına yönelmesi de, hisse senetlerinin gerçek değerinden yüksek değerlendirildiğinin bir göstergesi olarak düşünülmekte ve işletmenin piyasa değerini düşürücü etki yapmaktadır.

Borç ihracının hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisinin önemsiz olduğu söylenebilir. Bunun nedeni borcun yanlış fiyatlanma olasılığının düşük olmasıdır. Bu nedenle borç ihracı yatırımcıya pek endişe verici bir işaret olarak gelmemektedir (Başaran, 2008: 37).

Finansal hiyerarşi teorisi, firma değerini arttıracak kârlı yatırımların gerçekleşebilmesinde finansman tercihlerinin önem taşıdığını ve bu nedenle de finansman kararlarının yatırım kararları üzerinde etkili olduğunu vurgulamaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre, kaynaklar arasında yapılan öncelik sıralaması aşağıdaki gibidir: (Yücel, 2006: 70).

- İşletmeler iç finansmanı tercih etmektedirler. Çünkü işletme içi fonlar, hisse senedi değerini düşürebilecek hiçbir ters işaret gönderilmeden sağlanmaktadır (Başaran, 2008: 38).
- Her ne kadar kâr payı ödemeleri değişkenlik göstermez yapıda olsa da firmalar hedef kâr payı ödeme oranlarını yatırım fırsatlarına göre ayarlarlar. Bu durumda eğer yatırım yapılacak ise kâr payı ödeme oranı da düşmektedir (Yükeri, 2009: 38).

- Firmanın kârlılığında ve yatırım fırsatlarında beklenmeyen dalgalanmaların katı temettü politikası uygulamaları ile birleşmesi sonucunda içsel nakit akımı yatırım harcamalarında az veya çok olabilir. İçsel nakit akımı yatırım getirisinden az ise, firma, nakit mevcudunu veya pazarlanabilir menkul kıymetler portföyünü aşağıya çekecektir. İçsel nakit akımı yatırım harcamalarından fazla olursa, firma borçlarını ödeyebilir, nakit miktarını arttırabilir ya da menkul kıymetler portföyüne yatırım yapabilir. İçsel nakit akımındaki fazlalık fazla sürekli olursa kâr payı ödeme oranını artırabilir (Yücel, 2006: 71).
- Eğer dış fon kullanma gerekliyse firma önce tahvil ihraç eder. Yani önce borç kullanır, sonra hisse senedine dönüşebilir tahvil gibi karma menkul kıymetler ve en son çare olarak da hisse senedi ihraç eder. Bu yaklaşımda önceden belirlenmiş bir hedef borç-hisse senedi oranı yoktur, zira iç fon kaynakları finansal hiyerarşinin en tepesinde ve hisse senedi ihracı da en altında olmak üzere iki tür öz kaynak vardır (Yükeri, 2009: 38).

Myers finansal hiyerarşi teorisinin iki boşluğu olduğunu belirtmektedir. Bunlar:

- Finansal hiyerarşi değişmez nitelikteki kâr payı politikalarına dayanır ama kâr paylarının niçin değişmez olduğunu açıklamaz.
- Firmaların ne zamana ve niçin adi hisse senedi ihraç edeceğine net açıklama getirmez.

Finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi, sermaye yapısı kararlarında çok önemli ve birbirinden farklı konulara açıklık getirmektedir. Bu nedenle teorilerden birinin diğeri yerine ikame edilmesi mümkün değildir (Yükeri, 2009: 39).

Denge Teorisi ile finansal hiyerarşi teorisi önemli farklılıklar içermektedir. Bunlar;

- Denge teorisi, finansal kararlarda belirli bir hedef belirleyerek, değişmeyen ve göreceli olarak durağan (statik) sermaye yapısını görüşünü, finansal hiyerarşi teorisi ise, dinamik bir sermaye yapısı yaklaşımını önermektedir (Yücel, 2006: 68).
- Her iki yaklaşımın borç kullanma düzeyine bakış açısı farklıdır. Denge teorisi, hedef borçlanma oranı belirleyerek, firmalara optimal düzeye kadar borç

kullanımını önerirken, finansal hiyerarşi teorisi, firmaların ancak yeterli içsel kaynaklara sahip olmadıkları zaman borç kullanmalarını önermektedir (Yükeri, 2009: 40).

- Denge teorisi vergilerin etkisini, finansal sıkıntı ve menkul kıymet ihraç maliyetlerini göz önünde bulundurarak firma için optimal borçlanma düzeyine açıklık getirirken, finansal hiyerarşi teorisinde bu faktörler yer almamaktadır (Yücel, 2006: 69).
- Denge teorisi, kârlı firmaların neden az borç kullandıklarını açıklayamazken, finansal hiyerarşi teorisi bu konuya açıklık getirmektedir. Finansal hiyerarşi teorisi, kârlı firmaların dış kaynağa ihtiyaç duymamaları nedeniyle borçlanma oranlarının düşük olacağı görüşündedir.

Finans literatürüne giren bu iki güncel yaklaşım sermaye yapısı kararlarına farklı bakış açıları getirmiştir. Sermaye yapısı kararlarının birçok faktörden etkilenmesi nedeniyle, bu iki yaklaşımında tam anlamıyla sermaye yapısı kararlarını açıklayabildiği söylenememektedir (Yükeri, 2009: 40-41).

2.2.4 Pazar Zamanlama Teorisi

İşletme yöneticileri sermaye yapılarını belirleyecek finansman politikalarını oluştururken yabancı finansman kaynağı sunanların şartları ve piyasa durumu ile yeni hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynağı elde edebileceği piyasa koşullarını ve durumunu incelemektedirler. Buna göre, işletmeler sermaye yapılarını belirlerken piyasada zamanlayamaya oldukça dikkat edecek, yani ihraç edecekleri hisse senetlerinin fiyatının mevcut hisse senedi sahiplerinin ellerindeki hisse fiyatlarına göre yüksek olduğu durumda yeni ihraç yolunu tercih edeceklerdir. Buna paralel olarak şayet hisse senetlerinin fiyatı piyasada düşük değerlenmişse, sermaye piyasaları mevzuatı izin veriyorsa, söz konusu fiyattan piyasada işlem gören hisse senetlerini geri satın alma talebinde bulunacaklardır (Sayman, 2012: 51).

Piyasa zamanlaması; firmaların hisse senedi maliyeti düşükken hisse senedi, borç maliyeti düşükken borç ihraç etmesi anlamına gelmektedir. Hisse senedi piyasa zamanlaması, hisse senetleri fiyatları yükseldiği zaman hisse senedi ihraç edip, fiyatlar düştüğü zaman hisse senetlerini geri satın almayı ifade etmektedir. Buradaki amaç, öz kaynak maliyetlerindeki diğer kaynak maliyetlerine göre oluşmuş olan geçici dalgalanmalardan faydalanmaktır. Borç (faiz oranları) piyasa zamanlaması ise

iki türlü olabilmektedir. Bunlardan ilki faiz oranları yükselmeye başlamadan önce borç ihraç etmek, diğeri ise geçmişe göre faiz oranları düştüğünde borç ihraç etmek şeklindedir.

Piyasa zamanlama teorisi, yönetimin var olan hissedarların çıkarlarını yeni yatırımcıların çıkarlarından daha fazla kolladığını varsaymaktadır. Diğer varsayım ise, yönetimin rasyonel beklentiler dengesi ile sınırlandırılmadığıdır. Ayrıca teori, düzeltme maliyetlerinin, piyasa zamanlaması ile verilen kararları geri alma yönündeki isteği azalttığını varsaymaktadır.

Piyasa zamanlama teorisine göre, firmaların sermaye yapısı, hisse senedi piyasa zamanlaması için geçmişte yapılan girişimlerin kümülatif sonucu olarak gelişmektedir ve söz konusu teoriye göre optimal sermaye yapısı yoktur. Piyasa zamanlaması kararlarının etkisi uzun dönemlidir, çünkü t zamanında gözlenen bir sermaye yapısı önceki dönemlerde alınan ihraç kararlarının bir sonucudur (Dinçergök, 2010: 40-41).

Piyasa zamanlama teorisine ilk olarak Baker ve Wurgler (2002) tarafından yazılan makalede değinilmiştir. Baker ve Wurgler (2002)'e göre işletmelerin sermaye yapısı ile işletmelerin hisse senetlerinin geçmiş değerleri arasında bir zamanlama bulunmaktadır. Bununla birlikte, işletme yöneticileri ve mevcut hisse senedi sahiplerinin servetlerini arttırmak adına gerçekleştirdikleri piyasa zamanlaması, işletmelerin sermaye yapısının nasıl olacağını belirlemektedir. Kısacası, kaldıraç oranı düşük olan yani sermaye yapıları içinde ağırlıklı olarak yabancı kaynak kullanmayan işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değeri daha yüksek olarak gerçekleşmekte, buna karşın kaldıraç oranı düşük olan işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değeri daha yüksek olarak gerçekleşmektedir (Sayman, 2012: 53-54)

Baker ve Wurgler (2002)'in bulmuş olduğu sonuçlar, ne piyasa zamanlaması teorisine ne de dengeleme teorisi ile açıklanamamaktadır. Piyasa zamanlama teorisinde piyasa değeri/defter değeri oranı yatırım fırsatlarının göstergesi olarak kullanılmaktadır ve yatırım fırsatları artan firma kaldıraç düzeyini de yükseltecektir. Ayrıca; hisse senetleri fiyatları yükseldiğinde yönetimin yatırımcılara göre firma hakkında sistematik olarak daha olumlu bilgiye sahip olduklarına inanmak için herhangi bir gerekçe yoktur. Böyle bir eğilim olsa bile yatırımcılar bunu öğrenecekler ve firmanın ihraç kararını buna göre yorumlayacaklardır. Rasyonel bekleyişler

dengesinde firmaların sistematik olarak yeni yatırımcılardan faydalanmaları söz konusu değildir.

Hisse senedi ihracı zamanlamasının statik denge modeli taraflarınca da açıklanamamasının nedeni; firma değeri arttıkça borç/firma değeri oranının düşmesi ve oranı tekrar eski seviyesine getirmek için firmaların hisse senedi yerine borç ihraç etmeleri gerektiğidir (Dinçergök, 2010: 42).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE BU KARARLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

3.1. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ KARARLARI ETKİLEYEN

FAKTÖRLER

Çok çeşitli etmenler, finans yöneticisinin en uygun sermaye yapısının saptanması konusundaki kararlarını etkilemektedir. Her firmanın durumu bir diğerinden farklı olabileceğinden, finansmana ilişkin kararlarda ağırlık verilecek etmenler, ekonominin durumu, endüstri ve firmanın özellikleri, hatta yöneticilerin risk almadaki tercihlerine göre değişiklik gösterebilmektedir. Böyle olmakla beraber, çeşitli finansman kaynakları arasında seçim yapılırken, firmanın kaynak bileşimi saptanırken, bazı genel ilkeler göz önünde tutulabilir (Akgüç, 1994: 502).

Bu bölümde sermaye yapısını etkileyen faktörler ve sermaye yapısıyla olan ilişkiler açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda öncelikle finansal kaynakların seçiminde dikkat edilecek ilkeler açıklanmıştır. Daha sonra kaynak seçimini etkileyen faktörlere değinilmiştir.

3.1.1. Kaynaklar Arası Seçimde Göz önünde Tutulacak İlkeler

Bir firma finanslama politikasının belirlenmesinde firma değerinin arttırılmasını düşünmektedir. Genelde firmalar tarafından finanslama politikasında yapılacak olan değişikliklerin firmanın değerini artırması istenir. Borç ya da öz sermaye ile finanslama kararının verilmesinde firmanın hisse senetlerinin değerine yapacağı katkı hesaplanmaya çalışılır. Ayrıca borçlanmanın,

- Kredi olarak alınan fonların serbestçe kullanılması yönünden yararı,
- Kredi kullanmanın karlılığı artırıcı müspet etkileri,
- Kredilere ödenen faiz ve giderlerin yaratacağı vergi üstünlükleri,
- Kredilerin fonları kısım kısım kullanma imkânı sağlayarak fonların atıl kalmasını önleyici etkileri,

- Sermaye maliyetini düşürücü yöndeki yararları,
- Ekonomik şartlardaki değişmelerin sağlayacağı olumlu sonuçlar olarak çeşitli katkıları bulunmaktadır.

Borçlanma ya da öz sermaye yolu ile finanslama kararının verilmesi kadar önemli bir konuda borçlanmanın hangi kaynaklardan yapılacağını belirlemesidir. Çünkü borçlanma yapılacak finans kaynakları birbirinden değişik özelliklerde ve oldukça çeşitlidir. (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 61).

Nurhan ve Temir tarafından 1996 yılında Türkiye’de ki şirketlerin finansman eğilimleri üzerine bir anket çalışması yapılmıştır. Anket sonuçlarına göre şirketlerin yabancı kaynak seçiminde etkili olan faktörler sırasıyla %45,8 kaynak maliyeti; %28,3 şirketin mali yapısı; %7 genel ekonomik durum ve %6 grup / holdingin finansman politikasının etkili olduğu sonucuna varmışlardır. Şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri şöyle sıralayabiliriz (Duman, 2004: 79).

- Uygunluk,
- Risk,
- Finansal Kaldıraçtan Yararlanma,
- Zamanlama,
- Esneklik,
- Maliyet,
- Kontrol ve Yönetimin Paylaşılması.

3.1.1.1. Uygunluk

Uygunluk ile kastedilen, sermaye yapısı oluşturulurken, hangi tür aktiflerin finansmanına hangi tür finansman kaynaklarının tahsis edilmesinin daha uygun olacağıdır. Sabit aktiflerin finansmanı için uzun vadeli finansman kaynakları - öz kaynak, uzun vadeli borç vb.-, cari aktiflerin finansmanı için ise, kısa vadeli finansman kaynakları kullanılmalıdır. Bu şekilde yapılırsa uygunluk ilkesine göre hareket edilmiş olacaktır. Çünkü sabit varlıklar firmada bir yıldan daha uzun süre hizmet vermekte ve yaratacakları nakit akımları amortismanlar yoluyla olmakta ve uzun yıllar almaktadır. Bu tür aktiflerin finansmanına uygun düşen finansman biçimi, kuşkusuz yarattığı nakit akımlarının özelliğine uygun düşen uzun vadeli kaynaklar olacaktır. Diğer yandan cari aktiflerin finansmanı için ise, kısa vadeli finansman

kaynaklarının kullanılması uygundur. Çünkü cari aktifler bir yıldan daha kısa bir süre içerisinde nakde dönüştüklerinden, bunlar için uzun vadeli kaynağa başvurmak uygun olmamaktadır (Türko, 1999: 514).

Duran varlıklarla dönen varlıkların devamlılık gösteren bölümünün uzun süreli kaynaklarla finanse edilmesinin gereği bu varlıkların sağlayacağı para akışı ile ilgilidir. Duran varlıkların kısa süreli kaynaklarla karşılanması, söz konusu varlıkların para girişi yaratmadan, bedellerinin ödenmesi gibi finansman açısından sakıncalı bir durum yaratır. Gerçekten, yapılan yatırımların firmanın fon yaratma kapasitesini artırmadan, firmanın bu yatırımlarını finansmanında kullandığı yabancı kaynakları geri ödemek zorunda kalması, firmayı mali yönden önemli sorunlarla karşı karşıya bırakabilmektedir. Bu nedenle aktif toplamı içerisinde duran varlıkları ağırlık taşıyan firmaların, orta ve uzun süreli kredilerle öz sermaye tabanına dayanmaları uygun olur (Akgüç, 1994: 502-503).

3.1.1.2. Risk

Risk unsuru, firmanın yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunu ifade etmektedir. Yüksek iş riskine sahip firmalar, daha düşük iş riskine sahip olan firmalara göre daha az borç kullanmalıdırlar. Firmalar finansmana ilişkin kararlarında risk ile karlılığı bağdaştırmak zorundadırlar. Finansal kaldıraçtan aşırı ölçüde yararlanmayı amaçlayan spekülasyon bir finansman şekli, büyük kârlar sağlayabileceği gibi, firmanın varlığının tehlikeye girmesine de neden olabilir (Yakar, 2011: 56).

Satışlardaki dalgalanma, faaliyet ve finansal kaldıraçların etkisi ile daha abartılmış bir şekilde kâr üzerine yansır. Bu nedenle satışları dalgalanma gösteren firmaların kârlarındaki dalgalanma, özellikle maliyet yapısı içinde sabit giderlerin payı yüksek olan firmalarda daha büyük boyutlara ulaşır. Satışları dalgalanma gösteren dolayısıyla kârları istikrarsız olan firmaların, riski azaltabilmek için, finansmanda daha geniş ölçüde öz sermaye kullanmaları gerekmektedir. Böylece söz konusu firmalar yüksek olan iş risklerini, düşük bir finansman riski ile dengeleyebilirler (Akgüç, 1994: 503).

3.1.1.3. Finansal Kaldıraçtan Yararlanma

Finansal kaldıraç, öz sermayenin kârlılığını veya anonim şirketlerde pay başına elde edilen net geliri etkiler. Firma sağlamış olduğu fonların bir bölümü karşılığında sabit sınırlı bir ödeme yapıyorsa finansal kaldıraç etkisi söz konusudur (Çağıl, 2001: 58).

Finansal kaldıraç bir işletmenin sermaye yapısında borçlanmaya daha fazla ağırlık vererek, öz sermaye kârlılığının artırılmasını ifade eder. Ancak aşırı borçlanma, yabancı kaynak maliyetini artırır. Bu nedenle devamlı olarak borçlanarak finansal kaldıraçtan yararlanmak mümkün değildir. Finansal kaldıraç aşağıda şekilde formüle edilir:

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = (\text{FVÖK}) / (\text{FVÖK}-C)$$

Burada FVÖK, firmanın vergi öncesi kârını, C ise firmanın sağlamış olduğu fonlar karşılığında yapmış olduğu sabit ödemeleri, diğer bir ifadeyle faiz giderlerini göstermektedir (Yakar, 2011: 58).

Bir firmanın faaliyetinin sağladığı kârlılık oranı (diğer bir ifadeyle aktiflerin kazanç oranı), ödediği faiz oranından yüksek olduğu sürece, borçlanma yoluyla öz sermaye kârlılık oranını yükseltebilir. Bu durumda finansal kaldıraç firmanın lehine çalışır. Buna karşılık, faiz oranının firmanın faaliyet kârlılık oranından daha yüksekse, firmanın borçlanması öz sermaye kârlılık oranının ve hisse senedi başına elde edilen geliri düşürmektedir (Akgüç, 1994: 504).

3.1.1.4. Zamanlama

Zamanlama, firmaların fon ihtiyacı duyduklarında rahatlıkla ve elverişli şartlarda kredi bulma imkânını ifade etmektedir. İhtiyacın ortaya çıkışından önce fonların hazır edilmesi atıl kalmaya neden olur. İhtiyaç duyulduğunda fon bulunamaması da ödemeleri geciktirerek firmayı zor durumlara sokabilir.

Sermaye piyasası kısa ve uzun vadeli araçları ile geliştiğinde iyi işler duruma geldiğinde firmalar da sermaye piyasasından fonları uygun şartlarda ve uygun zamanlarda sağlayabileceklerdir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 64).

Ekonominin durgunluktan çıkış dönemlerinde, uzun vadeli yabancı kaynakların düşük maliyetli olması sonucu elde edilecek kaynakların sabit yatırımların finansmanında kullanılması şirketin lehine bir durum olmasını sağlar. Özellikle şirketin, ekonominin gelişmekte olduğu dönemlerde öz kaynak yapısını güçlendirmesi, ekonominin durgun olduğu dönemlerde yabancı kaynak sağlamada şirkete esneklik sağlayacaktır. Zamanlama şirketin kaynak seçimini tek başına etkilememekte, diğer faktörler ile beraber etki etmektedir. Diğer faktörler (risk, maliyet, esneklik vb.) ile birlikte değerlendirildiği takdirde şirketin kaynak seçiminde daha doğru kararlar alınabilecektir (Duman, 2004: 81).

3.1.1.5. Esneklik

Sermaye yapısını etkileyen bir diğer faktör esneklik olmaktadır. Burada esneklik kavramıyla firmada daha önce başvuru alan finansman alternatiflerinin, gelecekte finansman biçimini ne ölçüde etkileyeceği, firmanın kullanımına hazır finansman kaynaklarını ne ölçüde kısıtlayıp kısıtlamayacağı anlatılmak istenmektedir. Uygulamada firmaların sınırsız olarak borçlanmaya başvurmamalarını görmekteyiz. Yasal bir kısıtlama söz konusu olmasa bile, borçlanma piyasa koşulları ve belli bir borç/ öz sermaye oranı ile kısıtlanabilmektedir.

Borçlanma kararı verilirken sınıra yaklaşıldığında sermaye pazarında faiz oranının ne yönde seyretmekte olduğu büyük bir dikkatle incelenmelidir. Eğer faiz oranlarının çok yüksek olduğu ve daha sonraki dönemlerde düşeceği beklenmekte ise, bugün tahvil satışına başvurarak yarın zorunlu olarak pay senedi çıkarma durumunda kalmak elbette şirket aleyhine olacaktır. Bu nedenle gelir ve risk bakımından yapılan analizleri esneklik analizi ile desteklemek ve buna göre bir karara varmak gerekmektedir (Çağır, 2001: 58).

3.1.1.6. Maliyet

Kaynakların özelliğine, kullanılış biçimine bağlı olarak, kullanılan fonların maliyetleri de değişebilmektedir. Kredinin kullanılabilmesi amacıyla hazırlık aşamasında yapılan giderler, ipotek ve teminat verilmesi halinde katlanılacak harcamalar, kredilerin ödenmesi şartları içinde ödemesiz devrelerin bulunup bulunmaması, faiz ödemelerinin kredi kullanımında peşin yapılması ya da gelecek

dönemlerde verilmesi, vergi tasarrufu sağlaması gibi işlemler kredinin gerçek maliyetini etkilemektedir (Aksoy ve Yalçiner, 2008: 63).

Önemli olan sadece borç için ödenen faiz değil, firma için bir sabit gider niteliğinde olan ve alınan borç için katlanılan komisyon gibi diğer finansman giderlerinin de dikkate alınması gereğidir. Firmalar, kaynaklarını vergiden sonraki maliyetini hesaplamalıdır. Vergi etmeni, borç faizlerinin vergi matrahından düşülmesi, kaynakların görünür maliyeti ile firma açısından gerçek maliyeti arasında bir fark oluşturmaktadır.

Fon kaynağının maliyeti, firma ölçeğine ve varlık yapısına göre artmakta veya azalmaktadır. Maddi duran varlıkları, güçlü büyük ölçekli firmaların fon kaynağı maliyeti, maddi duran varlıkları yetersiz olan küçük ölçekli firmalara nazaran daha düşüktür (Yakar, 2011: 57).

3.1.1.7. Kontrol ve Yönetimin Paylaşılması

Ortakların şirketin yönetim ve kontrolünü paylaşmada gönüllü olmaları ya da olmamaları şirketin kaynak seçiminde etkili olmaktadır. Şirketin kontrolünü elinde bulunduran ortaklar, hisse senedi ihracı ile şirketin kontrolünü kaybedeceklerini anladıkları anda, başka bir deyişle var olan denge bozulacağından şirketin kontrol hakkı mevcut ortakların dışındaki grubun eline geçeceğini anladıklarında hisse senetlerinin halka arzı yolu ile finansmandan vazgeçebilirler. Halka arz yolu ile finansman, risk, maliyet ve esneklik açısından yapılan analizlerde üstün sonuçlar verse bile ortakların kontrolü kaybetme riski bu yolla finansmandan vazgeçme sebebidir. Fakat günümüzde şirketlerin hisse senedi ihracında mevcut ortakların kontrolü paylaşmamaları için; ortaklara yeni hisse senedi ihracında rüçhan hakkı (öncelikli alım hakkı) kullanılarak bu sakınca ortadan kaldırılabilir. Fakat halka arz sırasında ortakların yeni hissetlerinden alım yapmaya durumları müsait olmayabilir. Eğer halka arz yapılacaksa ve aynı zamanda şirketin kontrolü paylaşılacak istenmiyorsa; halka yapılmış olan arzda hisse senetlerinin bir elde toplanmasını önlemek amacıyla geniş halk kitlelerine ulaşması sağlanarak bu risk ortadan kaldırılabilir (Duman, 2004: 83).

İhtiyaç duyulan fonların kredi şeklinde kullanılması, yeni ortak alma veya yönetimi başkalarıyla paylaşma gibi üstünlükler sağlamaktadır. Kredi sözleşmesine

konulan sınırlayıcı hükümler ile yönetimin serbest hareket etmesi engellenebilmektedir. Bu durum, uzun vadeli krediler içinde geçerli olup, kısa vadeli kredilerde, geri ödeme süresi yakın olduğundan dolayı sınırlandırmaya gidilmemektedir. Kısa vadeli krediler özellikle, kredi faizlerinin dalgalandığı dönemde belirsizliği azaltmak amacıyla tercih edilirler (İçerli, 1995: 34-35).

3.1.2. Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler

Finansmanda hangi tür kaynakların kullanılacağını seçimi, yukarıda açıklanan ve uygunluk, risk, finansman kaldırıcından yararlanma, maliyet, esneklik, kontrol, zamanlama şeklinde formüle edilen etmenlerin veya kriterlerin uzmanlaştırılmasına bağlı olmaktadır. Bu uzmanlaşma ancak, ekonominin durumu, endüstri ve firmanın özellikleri dikkate alınarak belirli bir ortam içerisinde gerçekleştirilebilir. Firma yöneticilerinin bu ortamı etkilemek olanaklarının sınırlı bulunduğu da değerlendirmelerde gözden kaçmamalıdır (Akgüç, 1994: 506).

3.1.2.1. Genel Ekonomik Durum

Firmaların sağlıklı ve doğru finansal kararlar alması genel ekonomik durumla yakından alakalıdır. Faaliyette bulunan ülkenin para ve sermaye piyasalarının işleyişi, gelişmişlik düzeyi, yönetim şekli, siyasi ve politik istikrarı bir zincirin halkaları gibi birbirine bağlı olarak hareket eder ve herhangi birinde meydana gelecek aksaklık diğerlerini de etkiler. Bu faktörler firmaların finansman kaynaklarını elde etme maliyetlerini ve kaynak seçimini etkilemektedir. Firmaların sermaye yapısı kararlarında genel ekonomik durum hakkında tahminlerde bulunurken göz önünde bulundurması gereken konular şunlardır (Yükeri, 2009: 16):

- Firmaların faaliyet hacmindeki gelişmeler,
- Para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler,
- Vergi oranlarındaki değişimler,
- Kambiyo piyasalarında ve döviz kurlarındaki gelişmelerdir.

Faaliyet Hacmindeki Gelişmeler

Genel olarak ekonomik hayatta ve /veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstri kolunda hızlı bir gelişme bekleniyorsa, bu durumda firmalar, finansmanda esneklik sağlayacak strateji izleyebilirler. İş hacminde dolayısıyla firmanın yaratacağı

fonlardaki genişleme, finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanılmasının yaratabileceği sorunları önlemektedir. Buna karşılık, ekonomi veya ilgili endüstri kolunda bir daralma bekleniyorsa; borçtan kaçınma, öz kaynakla finansmana ağırlık verilmesi, riski azaltma açısından uygun bir tutum olur (Akgüç, 1994: 507).

Para ve Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler

Para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler, kaynak maliyeti ve çeşitli kaynakların sağlanmasında elverişlilik yönlerinden önem taşımaktadır. Sağlam bir büyüme sürecinin başlangıç noktası, güçlü mali piyasalardır. Türkiye ekonomisinin temel sorunlarından birisi, 1980'li yıllarda finansal liberalizasyon yönünde alınan tedbirlere rağmen mali piyasaların boyutlarının henüz küçük olmasıdır. Bu çerçevede, tasarruf oranlarının artırılmasının teşvik edilmesi ve bu arada tasarrufların daha çok mali piyasalarda toplanması gerekmektedir (Kınay, 2001: 142).

Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmiş olması, risk, çeşitlendirme ve bilgi sağlama fırsatlarının artmasını sağlamaktadır. Buna bağlı olarak, hisse senetleri borsada işlem gören işletmelerin borçlanma olanaklarını genişletmektedir. Sermaye piyasasının gelişmesi, küçük işletmelerin öz sermaye ile finansman olanağını artırmakta, ayrıca daha çok borçlanabilme olanağına kavuşmalarını sağlamaktadır. Sermaye piyasaları geliştikçe bankacılık sektörü de bundan yararlanarak kredi imkânlarını artırmakta ve böylece küçük işletmelerin de büyük işletmeler gibi fon kaynağına ulaşmaları kolaylaşmaktadır (Yakar, 2011: 61).

Vergi Oranlarındaki Gelişmeler

Borç kullanmanın temel nedeni, faizin vergi matrahından düşülerek efektif borç maliyetini düşürmesidir. Fakat hızlandırılmış amortismanla ya da geçmiş dönem zararlarının kârlara mahsubu ile bir işletmenin kârının çoğu daha önceden vergilere karşı korunuyorsa, işletmenin vergi oranı düşük olacaktır. Bu durumda borç, efektif vergi oranı daha yüksek olan bir işletmeye olacağı kadar avantajlı olmayacaktır. Bir işletmenin kurumlar vergisi oranı ne kadar fazla ise borç kullanma avantajı o kadar büyük olacaktır. Vergi oranı ile yabancı kaynak kullanımı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. İşletmenin vergi oranı arttıkça, kullanacağı yabancı kaynak miktarı da buna bağlı olarak artmaktadır. Vergi oranı arttıkça devletin piyasadan çektiği para

miktarı artmakta mevcut emisyonun daralması faiz oranını arttırmaktadır (Kınay, 2001: 143).

Kambiyo Piyasalarında ve Döviz Kurlarındaki Gelişmeler

Kambiyo piyasalarında ve döviz kurlarındaki gelişmeler borçlanmanın ulusal para ya da yabancı para cinsinden yapılması konusunu etkilemektedir. Kazançlarının büyük bir kısmını yabancı para cinsinden elde edilen firmalar döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenecek kur riskine maruz kalacaktır. Bu durum firmaların sermaye yapısı seçimini önemli oranda etkilemektedir (Yükeri, 2009: 17).

3.1.2.2. Endüstrinin Özellikleri

Firmalar değişik türde mal ve hizmet üretmektedirler. Aynı tür mal ve hizmet üreten firmalar, belirli bir endüstri içerisinde sınıflandırılabilir. Belirli bir endüstri içerisinde bulunan firmaların ürettikleri mal ve hizmet türlerinde benzerlik bulunurken, bu firmaların finansal yapıları incelendiğinde bir takım farklılıklar ile karşılaşmak mümkün olabilmektedir. Endüstrinin finansman kararlarını etkileyen özelliklerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Mevsimlik hareketlerden etkilenme,
- Konjonktür hareketlerden etkilenmek,
- Endüstrideki rekabet şekli,
- Endüstri içinde bulunduğu evre,
- Endüstrideki yerleşmiş gelenek ve görenekler (İçerli, 1995: 36).

Mevsimlik Hareketlerden Etkilenme

İşletmenin faaliyette bulunduğu endüstride satışlar mevsimlik hareketlerden etkileniyorsa, işletme bu duruma uyum sağlayabilmek için daha esnek bir sermaye yapısı oluşturma yoluna gitmelidir. Dolayısıyla işletme, sermaye yapısını oluştururken kısa süreli finansman kaynaklarından yararlanmalıdır. Çünkü uzun süreli finansman kaynakları işletmeleri uzun vadeli yükümlülük altına sokacağından, kısa vadede değişen mevsimsel hareketlere uyum sağlama yeteneğini kaybetmesine neden olacaktır (Başaran, 2008: 11).

Konjonktür Hareketlerden Etkilenme

Satışları konjonktür hareketlerinden etkilenen sektörlerde kaynak seçimi yapılırken, risk ve esneklik dikkate alınması gereken iki önemli etmendir. Bu sektörlerde ağır bir borç yükü finansman riskini arttırarak, faaliyetlerin canlı olmadığı dönemlerde borç ödeme konusunda işletmeleri güç durumda bırakabilir. Satışların kararsız olduğu, büyük dalgalanmaların görülebileceği sektörlerde, faaliyet kaldırıcına ek olarak finansman kaldırıcını da yükseltmek, riski yükseltebilir. Konjonktürel duyarlılığı fazla olan sektörlerde göreceli olarak daha fazla öz sermaye kullanmak, riski hafifletmek açısından yararlı olmaktadır (Kınay, 2001: 144).

Endüstrideki Rekabet Şekli

Endüstri içindeki rekabet şekli de kullanılacak finansman kaynaklarının seçimini etkileyen, bu konuda ağırlığı olan etmenlerden biridir. Rekabetin şiddetli olduğu, gelecek dönemlerde satışların ve kârların sağlıklı bir şekilde tahmininin güç olduğu endüstrilerde, aşırı bir risk yüklenmemek için, öz sermaye ile finansmana borçlanmadan daha fazla ağırlık verilmesi yerinde olur. Başka bir ifadeyle iş riskinin yüksek olduğu durumlarda, finansman riski düşük tutulmak yoluyla, aşırı risk üstlenilmekten kaçınılmalıdır (Akgüç, 1994: 509).

Endüstri İçinde Bulunduğu Evre

Endüstriler, firmaların yaşam evreleri gibi doğmakta, büyümekte, olgunlaşmakta, gerilemekte ve durgunluk dönemine girerek tamamen yok olabilmektedirler. Endüstrinin geçirdiği yaşam evresine göre firmaların sermaye yapısı kararları da değişmektedir. Endüstrinin ilk emekleme evresinde başarısızlık olasılığı fazla olduğundan, finansal riski azaltmak için öz sermayeye ağırlık verilmektedir. Endüstrinin büyüme ve genişleme dönemlerinde ise firmalar, finansal esnekliklerine önem vermektedirler. Satışlarında istikrarlı büyüme söz konusu olmaktadır. Bu durumda işletme esneklik kazandığından ve gerek duyduğu fonlara kolayca ulaşabildiğinden sermaye yapısındaki borç oranlarında artış görülmektedir. Endüstrinin olgunluk döneminde ise firmalar satışlarda yavaşlamaya başlamakta, daha çok oto finansman yoluyla kaynak sağlamaktadırlar. Duraklama ve gerileme evrelerinde ise satışlar artık iyice gerilemeye başlayacağından dolayı kullanılan

fonların kolaylıkla daralmasına olanak verecek bir finansal yapı sağlanması önem kazanmaktadır (Yakar, 2011: 64).

Endüstrideki Yerleşmiş Gelenek ve Görenekler

Bazı endüstrilerde, genel olarak firmaların finansmanı konusunda bazı gelenekler yerleşmiş olabilmektedir. Bir endüstri kolunda çalışan firmanın finansal yapısını ortaya koyan oranların, o endüstride yerleşmiş finansman geleneklerinden ve/veya gözlenen tipik oranlardan büyük farklar göstermesi halinde, firmanın özellikle finansman kurumlarından yeni ek kaynaklar bulması güçleşebileceği gibi, sağlanacak ek kaynakların maliyeti daha yüksek olabilmektedir. Bundan dolayı firmalar, ilgili endüstri kolunda yerleşmiş âdetlere, tipik oranlara yaklaşan bir finansal yapıya sahip olmak eğiliminde bulunabilirler (Akgüç, 1994: 509-510).

3.1.2.3. Firmanın Özellikleri

Her işletme aynı sektörde faaliyet gösteriyor olsa da farklı özelliklere sahiptir ve bu özellikler sermaye yapısının şekillenmesinde etkileyici rol oynamaktadır. Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen ve firmayla ilgili olan faktörler aşağıda sırasıyla açıklanmıştır (Yakar, 2011: 64):

- Organizasyon şekli-hukuki yapı,
- Firmanın büyüklüğü,
- Firmanın kredi değerliliği
- Firmanın aktif yapısı,
- Firmanın büyüme arzusu,
- Firmanın yöneticilerinin tutumu.

Organizasyon Şekli - Hukuki Yapısı

Firmanın organizasyon şekli ve hukuki yapısı finansman olanakları üzerine etki yapan önemli bir faktördür. Tek sahip firmalarda kaynak sağlanması, firma sahibi olan tek kişinin öz varlığına ve kredisine bağlıdır. Kollektif, komandit ve adi şirketler gibi şahıs şirketlerinde sağlanacak fon, ortakların kişisel varlıkları ve kredi temini olanakları ile sınırlı olabilmektedir. Anonim şirket şeklinde kurulmuş firmalar, kaynak sağlanması açısından diğer şirketlere göre çok daha kolay, büyük tutarlara ulaşan ve uzun vadeli kaynak bulabilmektedirler (Yakar, 2011: 65).

Firmanın Büyüklüğü

Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen bir diğer faktörde firma büyüklüğü oluşturmaktadır. Küçük ölçekli firmalar fon sağlamak için öncelikli olarak öz kaynaklarını kullanmakta, öz kaynakların yetersiz kalması durumunda yabancı kaynaklara yönelmektedir. Küçük ölçekli firmalar finansman bonusu ve tahvil ihracı gibi finansman sağlama yöntemlerini kullanamadıkları için çoğunlukla yabancı kaynak ihtiyacını kısa süreli banka kredileri ve satıcı kredileri ile karşılamaktadır. Büyük ölçekli firmaların fon ihtiyacı küçük ölçekli firmalara oranla daha fazla olduğundan bunu tek bir kaynaktan sağlayabilmeleri mümkün olmamaktadır. Bu nedenle büyük ölçekli firmalar çok çeşitli kaynaklardan fon tedarik etmektedir (Yükeri, 2009: 19).

Firmanın Kredi Değerliliği

İşletmelerin kredi değerliliği, sermaye yapısı kararlarını etkileyen bir diğer faktördür. Bir işletmenin piyasadaki kredi değerliliği ne kadar yüksekse, yabancı kaynak sağlama olanağı da o kadar yüksek olmaktadır. İşletmenin kredi değerliliğini belirlemede, likidite durumu, finansal yapısı, kâr sağlama potansiyeli, yönetim kadrosu ve geçmişteki yükümlülüklerini yerine getirme derecesi göz önünde bulundurulur. Ayrıca, işletmenin piyasa değeri ve teminat olarak göstereceği varlıklarının niteliği de kredibilitesini etkilemektedir. Dolayısıyla, yüksek kredi değerliliğine sahip işletmeler, finansal kaynak seçimleriyle ilgili kararları alırken, fazla sayıda finansal kaynak arasında hareket serbestisine sahip olmaktadır (Yakar, 2011: 65-66).

Firmanın Aktif Yapısı

Firmanın aktif yapısı, finansman kaynaklarını çeşitli şekillerde etkiler. Firmanın aktifinin önemli bir bölümü, duran varlıklardan oluşuyorsa ve firmanın satışları istikrarlı ise, anılan firma, finansmanında görece olarak daha fazla uzun süreli borç kullanabilir. Buna karşılık, stoklar ve alacaklar aktif toplamı içinde büyük yer tutuyorsa firmanın uzun süreli borç yerine kısa süreli krediler kullanması uygun olabilmektedir (Akgüç, 1994: 512).

Firmanın Büyüme Arzusu

Firmanın hızlı bir şekilde kısa sürede büyüme arzusu, firmanın öz sermaye durumunun kuvvetlendirilmesinin gerekli kılabilenmektedir. Hızlı büyüme oranına sahip işletmeler, diğerlerine oranla daha çok dış sermayeye dayanmaktadır. Yavaş büyüme sağlayan işletmeler, dağıtılmamış kârlar ile finanse edilebilmektedir. İşletmeler dış finansmana ihtiyaç duyduklarında, hisse senedi ihracının maliyetleri borç ihracının maliyetlerini aştığından borç ihraç etmeyi tercih etmektedirler. Bu yüzden, hızlı büyüme gösteren işletmeler, yavaş büyüme gösterenlere oranla daha fazla borçlanma yoluna gitmektedirler (Yakar, 2011: 66).

Firmanın Yöneticilerinin Tutumu

Yöneticilerin risk ve kontrole karşı tutumları işletmelerin sermaye yapısını etkilemekte ve bu kararları alırken kendi yargılarını kullanabilmektedirler. Bazı yöneticiler diğerlerinden daha tutucu olma eğilimindedir. Bunlar sektördeki ortalama bir işletmeden daha az borç kullanırlar. Bazı yöneticiler için ise bunun tersi doğrudur. Hisse senetleri geniş bir şekilde dağılmış büyük şirketler ilave hisse senedi satışını seçebilir. Çünkü bu satışlar şirketin kontrolüne küçük bir etki yapacaktır. Tersine küçük işletme sahipleri hisse senedi ihracından kontrolün devamını garanti etmek için sakınmayı tercih edebilirler. Aynı zamanda işletmenin geleceğinden güven duyan yöneticiler, kaldıraç kullanımı sonucunda büyük kazançlar elde etmeyi bekleyerek yüksek oranda borç kullanmayı seçebilir. Fakat küçük bir işletmenin sahipleri - yöneticileri, büyük bir şirketin yöneticisinden daha tutucu da olabilir (Kınay, 2001: 146).

3.1.2.4. Yasal Hukuk ve Para Otoriterlerinin Kararları

Ekonomik ve sosyal hayatın gelişmesini ve kalkınmasını sağlamaya yönelik yasal otorite tarafından yapılan düzenlemeler toplumun her kesimini etkisi altına almaktadır. Yasal otoritenin özellikle ekonomi alanında ki yaptığı bu düzenlemeler ekonominin içerisinde nihai tüketiciden üreticiye kadar tüm kamu ve özel kuruluşları etkisi altına almaktadır. Şirketler de yasal düzenlemelerin getirdiği yükümlülükleri yerine getirmek için gerek hukuki gerekse finansal yapılarında düzenlemelere gitmek zorundadırlar. Bu durum en çok şirketlerin sermaye yapısı üzerinde etkili olmaktadır (Duman, 2004: 91).

Ülkemizdeki başlıca yasal düzenlemeleri ve sermaye yapısı kararlarında etkilerini şöyle açıklayabiliriz:

Bankalar Kanunu, bankaların bir firmaya verebileceği azami kredi sınırını, firmanın faaliyet alanına göre farklılaştırmakta, özendirilen alanlarda kullanılacak kredilerde sınırları daha yüksek belirlemektedir.

Merkez Bankası iskonto edeceği veya avansa kabul edeceği ticari senetlerde aradığı koşullarla, bazı endüstrilerin banka kredilerinden yararlanmasını kolaylaştırmaktadır.

Tahvil, finansman bonosu ve varlığa dayalı menkul kıymet çıkarma sınırlarının ve şartlarının belirlenmesi T.T.K. , Vergi Usul Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve bu yasanın verdiği yetkiler çerçevesinde Bakanlar Kurulu ve Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri ile söz konusu menkul değer çıkarma koşulları ve sınırları belirlenmektedir (Akgüç, 1994: 513).

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

İzlenen döviz kuru ve faiz politikası, firmaların yerel para cinsinden kredi veya döviz kredisi kullanımı konusundaki kararlarını etkileyebilmektedir. Kazançlarının büyük bir kısmı uluslararası firmalarla yaptıkları ticaretten kaynaklanan firmalarda, ilgili ülkelerdeki para otoritelerinin izlediği döviz kuru politikalarının sonucunda döviz kurlarında meydana gelen değişikliklerden dolayı kazançlar düşebilmektedir. Bu durum, yerel para cinsinden kredi veya döviz kredisi kullanımını azaltabilir (Yakar, 2011: 68).

3.1.2.5. Borç Verecek Olanların Davranışı ve Tepkileri

İşletmelerin kendi kendilerine değil de dışarıdaki objektif kurumların işletme hakkında yaptıkları değerlendirmeler daha doğru ve güvenilir olmaktadır. Bu yüzden özellikle kredi kurumlarının yaptıkları değerlendirmeler firmanın finansmanına ilişkin yaptığı analizlerin sonucu ne olursa olsun, borç verecek kredi kurumlarının tutumları, sermaye piyasasından gelecek tepkiler, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler çoğu kez finans yapısını belirleyen en önemli etmeler olmaktadır. Çünkü birçok durumda, işletme yönetimi işletmenin sermaye yapısını kredi verenlerle tartışır ve

işletmenin sermaye yapısını onların işletmeye karşı davranışlarına göre düzenler. Böyle bir yöntemin izlenmesiyle de her zaman kredi talep edebilecek olan işletmenin bu krediyi hak etmesi amaçlanmaktadır. Yani istediği krediyi istediği zaman alabilecek bir finansman yapısı oluşturulmak amaçlanmaktadır (Yurttadur, 2009: 57-58).

3.2. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Sermaye yapısı, üzerinde uzun yıllar çeşitli çalışmalar yapılmış, finans literatürünün en önemli konularından biridir. Bu çalışmalarda firmaların sermaye yapısı seçimine etki eden değişikliklerin belirlenmesi, sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki ve sermaye yapısı teorilerinin firmaların sermaye yapılarını açıklama yeteneklerinin ortaya konulması gibi konular öncelikli olarak ele alınmıştır. Bu bölümde çalışmanın amacı doğrultusunda Dünya’da ve Türkiye’de sermaye yapısı kararları üzerine yapılan başlıca çalışmalara yer verilecektir (Yükeri, 2009: 41).

3.2.1. Dünya’da Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar

İşletmelerin sermaye yaklaşımların temelini MM’in çalışmaları oluşturmaktadır. MM (1958), hazırladıkları ilk makalelerinde 43 elektrik firmasının 1947-1948 yıllarına ait verileri ve 43 petrol şirketinin 1953 yılı verilerini kullanmak suretiyle ortalama sermaye maliyeti, finansal kaldıraç ve öz sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi test etmiştir. Yatay- kesit regresyon analizi sonucunda belli varsayımlar altında, etkin piyasa koşullarında işletmenin piyasa değerinin ve ortalama sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değeri arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Yazarlara göre firmanın değerini etkileyen ve yatırım projelerinde karar unsuru olarak kullanılan iskonto oranı, firmanın finanse edildiği kaynağın borç ve öz sermaye olmasından bağımsızdır. Etkin piyasa koşullarında, iskonto oranı, firmanın ait olduğu risk sınıfına göre belirlenmektedir (Yakar, 2011: 37-38).

Modigliani- Miller (1963), ilk yazdıkları makaleden beş yıl sonra kaleme aldıkları “Kurumsal Gelir Vergisi ve Sermaye Maliyeti: Bir Düzeltme” adlı çalışmalarında vergi değişkenini de göz önüne almışlar ve firmaların

borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerini arttırabileceklerini vurgulamışlardır. Fakat bu borçlanmanın sürekli olmayacağını belirli bir noktadan sonra borçlanmanın maliyetinin öz kaynak maliyetinden fazla olabileceğini de vurgulamışlardır (Yükeri, 2009: 41).

Weston (1963) çalışmasında, MM'in araştırmalarında sermaye maliyetini etkileyen finansal kaldıraç ve diğer faktörlerin ölçülmesinde ciddi zayıflıklar olduğunu iddia etmiştir. Bu nedenle firma büyüklüğü ve karlılık değişkenlerini de modele ilave ederek, MM'in kullandığı modeli test etmiştir. Weston elektrik sektöründen 59 firmanın 1959 yılı verilerinden hareketle çoklu regresyon analizi yapmıştır. Regresyon analizi sonucunda kârlılığın öz sermaye maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı derecede negatif etkisi olduğunu, finansal kaldıraç üzerindeki etkisinin önemli olmadığını tespit etmiştir. Weston, MM tarafından tespit edilen finansal kaldıraçla öz sermaye maliyeti arasındaki pozitif korelasyonun, kârlılık ve öz sermaye maliyeti arasındaki negatif korelasyon tarafından temsil edildiğini iddia etmiştir. Ortalama sermaye maliyetinin analizi de benzer sonuç üretmiştir. Kârlılık ayrıştırıldığında, finansal kaldıraç sermaye maliyeti ile negatif yönlü korelasyona sahip olmaktadır. Weston'a göre; MM çalışmalarında ortalama sermaye maliyeti üzerindeki etkisinin olmadığı sonucu, finansal kaldıraçla kazanç büyümesi arasındaki negatif yönlü korelasyondan kaynaklanmaktadır (Yakar, 2011: 38).

Carleton ve Silberman (1977), öz sermaye getiri oranı ile firmanın finansman tercihlerinin birlikte belirlenmesi konusunda bir çalışma yapmışlardır. Çalışma ABD'de 1963-1972 dönemi arasında 81 sektördeki 705 firmayı kapsamaktadır. Çalışma sonucunda kazançlardaki değişkenliğinin, finansal kaldıraç etkileyen önemli faktörlerden biri olduğu saptanmıştır.

Ferri ve Jones (1979), firmanın finansal yapısı ile sektörel sınıfı, büyüklüğü, gelirdeki değişkenliği ve faaliyet kaldıraç arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın örneklem seti ABD'de, imalat sanayi de faaliyet gösteren 233 firmayı kapsamaktadır. Bu firmaların (1969-1974) ve (1971-1976) dönemlerine ait beşer yıllık bilanço ve gelir tablosu kalemleri çalışmanın yatay kesit veri tabanını oluşturmaktadır. Ferri ve Jones analiz sonucunda sektörel sınıflama ve sermaye yapısı arasındaki ilişkinin varlığını 1976 yılı için ampirik olarak saptayamamalarına karşın, 1974 yılı için kanıtlamışlardır. Firmaların borç kullanım düzeyleri büyüklükleri ile

ilişkili olduğunu ancak bu ilişkinin pozitif ve doğrusal olmadığını ileri sürmüşlerdir. Küçük firmaların dağılımı yüksek ve düşük kaldıraç sınıflarında yoğunlaşırken, daha büyük firmalar orta derecedeki kaldıraç sınıflarında gruplanmışlardır. Kaldıraç düzeyi ile işletme riski arasındaki ilişkinin varlığı 1976 yılı için kanıtlanmış, ancak 1974 yılı için kanıtlanamamıştır (Yükeri, 2009: 42).

Castanias (1983), sermaye yapısının ilgisizliğini ampirik olarak test etmiştir. Bu çalışma, vergi tasarrufu- iflas maliyeti ve Miller'in ilgisizlik hipotezini incelemektedir. ABD'ndeki, 1940,1950, 1960, 1970 ve 1972-1977 yılları boyunca 21 sektördeki veriler kullanılmıştır. Gerçekleştirilen çalışma sonucunda iflas maliyetleri, firma sermaye yapısı kararlarını oldukça etkilemektedir. Yüksek başarısızlık oranlarına sahip olma eğiliminde olan firmalar, sermaye yapılarında daha az borca sahip olma eğilimindedir. Bununla birlikte ampirik sonuçlar Miller'in sermaye yapısı ilgisizlik modeli ile uyumlu değildir. Ampirik sonuçlar, vergi tasarrufu- iflas maliyetleri modeli ile uyumludur. İflas maliyetleri, firmanın kaldıraç politikası üzerinde etkilidir. İflas maliyeti ve işletme riski, daha küçük firmalar için, optimal kaldıraç düzeylerini etkileyen önemli faktörlerdendir (Acaravcı, 2004: 60).

Fischer, Heinkel ve Zechner (1989), ABD'de bulunan 999 firma için 1977-III'den 1985- IV'e kadarki 3 aylık muhasebe verilerini kullanarak bir araştırma yapmışlardır. Araştırma sonucunda firma özellikleri ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak önemli bir ilişki bulunmuştur. Daha küçük, riskli, daha düşük vergili ve daha düşük iflas maliyetli firmaların zaman içerisinde borç oranlarında daha büyük değişiklikler sergileyeceklerini ileri sürülmüştür (Yükeri, 2009: 43-44).

Allen (1991), Avustralya'da borsada hisseleri işlem gören 48 firmanın finans yöneticilerine yüz yüze görüşme tekniği kullanarak sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri ve izledikleri finansman politikalarını belirlemeye yönelik bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda, araştırmaya dâhil edilen firmalarına borç düzeyiyle, karlılıkları arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla bu firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir (Yakar, 2011: 39).

Lee ve Gentry (1995), nakit akışının borç/öz sermaye tercihi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 1977-1986 dönemleri arası, 153 sektörde faaliyet gösteren 540 Amerikan firması alınmıştır. Analizde kullanılan değişkenler; arz edilen menkul

kıymet çeşidi, işletme büyüklüğü, faaliyetlerden sağlanan net nakit akışları, net kısa vadeli borçlanma akışı, net borç finansman akışı, kâr payı ödemesi, net yatırım akışı, çalışma sermayesi akışı, net diğer aktif ve yabancı kaynaklar ve nakitteki değişimdir. Analiz sonucunda, nakit akışı düzenli olan firmaların borçlanmayı tercih ettikleri, finansal durumları iyi olmayan firmaların ise hisse senedi ihraç ettikleri görülmüştür. Borçlanan firmaların faaliyetlerinden daha fazla nakit girişi sağladıkları ve daha fazla temettü dağıttıkları, hisse senedi ihraç eden firmaların ise daha az temettü dağıttıkları ve farklı nakit akışı performansına sahip firmaların farklı menkul kıymetleri arz ettikleri sonucuna ulaşılmıştır (Acaravcı, 2004: 63-64).

Chen, Lensink ve Sterken (1998), Hollanda firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerine çalışmışlardır. 1984-1995 yıllarını kapsayan çalışmalarında 51 firmayı incelemişlerdir. Panel veri yönteminin kullanıldığı bu çalışmada, asimetrik bilgiye dayalı teoriler ve özellikle finansal hiyerarşi teorisinin, Hollanda firmalarının finansman tercihini açıklamada çoğu zaman yeterli olduğu bulunmuştur. Hollanda firmaları finansman için öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda dış kaynakları kullanmaktadır. Analiz sonucunda kaldıraç ile maddi duran varlık ve büyüklük arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Kazançların değişkenliği ve kârlılık ile kaldıraç oranı arasında ise negatif ilişki bulunmuştur (Yükeri, 2009: 45).

Graham ve Harvey (2001), yılında yapmış olduğu 392 ABD şirketinin finansal yöneticilerin doldurdukları anketleri temel alan çalışmalarında, bir bölümde sermaye yapısı analizine ayrılmıştır. Sonuçlar, en önemli borçlanma politikası faktörlerinin, finansal esneklik ve kredi derecesi olduğunu göstermektedir. Hisse başına kazançtaki sulanma ve son hisse senedinin fiyatındaki artış ise hisse senedi ihracını etkileyen önemli faktörlerdir. Ayrıca hisse senedinin düşük değerlenme derecesi de hisse senedi ihracını etkilemektedir. Çalışma sonuçları, ödünleşme yaklaşımını ve bir hedef borç oranını desteklerken, hisse senedinin düşük değerlendirilmesi ve finansal esneklik gibi sonuçlar da finansman hiyerarşisi yaklaşımı ile tutarlılık göstermektedir (Uysal, 2010: 54).

Bancel ve Mitto (2004), 16 Avrupa ülkesindeki firmaların sermaye yapısı seçimlerini ve sermaye yapısının belirleyicilerini saptamaya yönelik bir çalışma yapmışlardır. Yazarlar 710 firmadaki finans yöneticiler üzerinde anket uygulaması gerçekleştirmişlerdir. Anket sonuçlarına göre; finansal esneklik, kredi

derecelendirmesi ve borcun vergi avantajı, firmaların borç politikasını en fazla etkileyen değişkenler olarak belirlenmiştir. Öz sermaye ile finansmanda ise hisse başına kazanç en önemli değişken olarak bulunmuştur. Borç ve öz sermayenin sağlanmasında zamanlamayı en fazla faiz oranlarının ve hisse senedi fiyatlarının etkilediğini saptamıştır. Yine çalışmada riskten korunma ile ilgili kaygıların da borcun vadesinin seçimini etkilediği belirlenmiştir (Yakar, 2011: 41).

Beattie, Goosacre ve Thomson (2006), İngiltere’de 2000 yılında hisseleri borsada işlem gören 831 firmaya finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmek amacıyla anketler göndermişlerdir. Ankete 198 firma yanıt vermiştir. Anket sonucunda 198 firmanın %75’i kendilerine ait finansal kaldıraç hesaplaması yaptığını, en çok faiz karşılama oranı ve net yabancı kaynak /öz kaynak oranlarını hesapladıklarını ifade etmişlerdir. Ayrıca anketi yanıtlayan firmaların %51’i hedef bir kaldıraç düzeyine sahip olduklarını, %49’u ise hedef kaldıraç düzeyi belirlemediklerini belirtmişlerdir. Küçük ve orta ölçekli firmalarda hedef kaldıraç oranı belirlenemeyenlerin sayısı daha fazla olurken, daha çok büyük ölçekli firmaların hedef kaldıraç düzeyi belirlediği ortaya çıkmıştır. Hedef kaldıraç düzeyi belirleyen firmaların esnek kaldıraç düzeyi belirlediği ve kaldıraç düzeyinin belirlenmesinde sırasıyla firma üst yönetimi, hissedarlar ve ticari bankerlerin etkili olduğu ifade edilmiştir. Anket sonucunda firmaların uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılarken finansal hiyerarşiye uygun olarak davrandıkları, öncelikle iç finansal kaynaklara daha sonra yabancı kaynaklara en son olarak finansal kiralama ve hisse senedi ihracına başvurdukları ortaya çıkmıştır (Yükeri, 2009: 49-50).

Heyman, Deelof ve Ooghe (2008), Belçika Merkez Bankası’nda kayıtları bulunan 1132 küçük şahıs firmasında borçlanmanın miktarını ve vadesini etkileyen değişkenleri araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre Belçika’daki küçük şahıs firmalarının sermaye yapılarının oluşmasında asimetrik bilginin ve borcun temsilcilik maliyetlerinin etkili olduğu belirlenmiştir. Hızlı bir şekilde büyüyen firmaların, daha az maddi duran varlığa sahip firmaların ve kârlı firmaların kaldıraç oranından daha az yararlandığı saptanmıştır. Firmaların büyüme fırsatlarının borcun vadesi üzerinde çok fazla etkili olmadığı bulunurken, kredi riskinin borç vadesi üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır (Karadeniz, 2008: 78).

Seifert ve Gönenç (2008), Amerikan, Alman, İngiliz ve Japon firmalarında finansman hiyerarşisi yaklaşımının geçerliliğini araştırmak için 1980-2004 yılları arasında bir çalışma yapmıştır. Finansal olmayan firmaların yer aldığı çalışmada, 973 Alman, 2616 İngiliz, 3781 Japon ve 11133 Amerikan firması bulunmaktadır. Çalışma sonuçları, Alman, İngiliz ve Amerikan firmaları için finansman hiyerarşisi yaklaşımının beklentileri ile uygun değildir. Japon firmalarının ise genel olarak finansman hiyerarşisi beklentilerine göre davrandıkları belirlenmiştir (Uysal, 2010: 63).

Tablo 3.1 : Dünya’da Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar

Ülkeler	Yıl	Çalışmayı Yapan Kişi/kişiler	Çalışmanın Konusu	Çalışmanın Sonucu
ABD	1958	MM	43 elektrik firmasının 1947-1948 yıllarına ait verileri ve 43 petrol şirketinin 1953 yılı verileri kullanmak suretiyle ortalama sermaye maliyeti, finansal kaldıraç ve öz sermaye maliyeti arasındaki ilişki test edilmiştir.	Yatay kesit regresyon analizi sonucunda belli varsayımlar altında, etkin piyasa koşullarında işletmenin piyasa değerinin ve ortalama sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değeri arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.
ABD	1963	Weston	MM’in araştırmalarında sermaye maliyetini etkileyen finansal kaldıraç ve diğer faktörlerin ölçülmesinde ciddi zayıflıklar olduğu iddia edilmiştir. Bu nedenle elektrik sektöründen 59 firmanın 1959 yılı verilerinden hareketle firma büyüklüğü ve kârlılık değişkenlerini de modele ilave ederek MM’in kullandığı model test edilmiştir.	Regresyon analizi sonucunda kârlılığın öz sermaye maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı derecede negatif etkisinin olduğunu, finansal kaldıraç üzerindeki etkilerinin önemli olmadığını tespit edilmiştir.

ABD	1977	Carleton-Silberman	1963- 1972 dönemi arasında 81 sektördeki 705 firma üzerinde öz sermaye getiri oranı ile firmanın finansman tercihlerinin birlikte belirlenmesi konusunda bir çalışma yapmışlardır.	Çalışma sonucunda kazançlardaki değişkenliğinin, finansal kaldıraç etkileyen önemli faktörlerden biri olduğu saptanmıştır.
ABD	1979	Ferri ve Jones	İmalat sanayisinde faaliyet gösteren 233 firmayı kapsayan firmaların finansal yapısı ile sektörel sınıfı, büyüklüğü, gelirdeki değişkenliği ve faaliyet kaldıraç arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir.	Analiz sonucunda sektörel sınıflama ve sermaye yapısı arasındaki ilişkinin varlığını 1976 yılı için ampirik olarak saptayamamalarına karşın, 1974 yılı için kanıtlamışlardır. Firmaların borç kullanım düzeyleri büyüklükleri ile ilişkili olduğu ancak bu ilişkinin pozitif ve doğrusal olmadığını ileri sürmüşlerdir.
ABD	1983	Castanias	ABD’ndeki 1940, 1950, 1960, 1970 ve 1972-1977 yılları boyunca 21 sektördeki veriler kullanılarak, sermaye yapısının ilgisizliğini ampirik olarak test etmiştir. Bu çalışma, vergi tasarrufu- iflas maliyeti ve Miller’in ilgisizlik hipotezini incelemektedir.	Gerçekleştirilen çalışma sonucunda, iflas maliyetleri, firma sermaye yapısı kararlarını oldukça etkilemektedir. Bununla birlikte ampirik sonuçlar Miller’in sermaye yapısı ilgisizlik modeli ile uyumlu değildir. Ampirik sonuçlar, vergi tasarrufu- iflas maliyetleri modeli ile uyumludur.
ABD	1989	Fischer, Heinkel ve Zechner	ABD’de bulunan 999 firma için 1977-III’ den 1985-IV’e kadarki 3 ‘er aylık muhasebe verilerini kullanarak firmanın özellikleri ile kaldıraç oranı arasındaki ilişki incelenmiştir.	Araştırma sonucunda firma özellikleri ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak önemli bir ilişki bulunmuştur.

Avustralya	1991	Allen	Avustralya’da borsada hisseleri işlem gören 48 firmanın finans yöneticilerine yüz yüze görüşme tekniği kullanarak sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri ve izledikleri finansman politikalarını belirlemeye yönelik bir çalışma yapmışlardır.	Çalışma sonucunda, araştırmaya dâhil edilen firmalarına borç düzeyiyle, kârlılıkları arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla bu firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir.
ABD	1995	Lee ve Gentry	1977- 1986 dönemleri arasında 153 sektöre faaliyet gösteren 540 Amerikan firması üzerinde nakit akışının borç/öz sermaye tercihi üzerindeki etkisi incelenmiştir.	Analiz sonucunda, nakit akışı düzenli olan firmaların borçlanmayı tercih ettikleri, finansal durumları iyi olmayan firmaların ise hisse senedi ihraç ettikleri görülmüştür.
Hollanda	1998	Chen, Lensink ve Sterken	1984-1995 yıllarını kapsayan çalışmalarında 51 firmayı inceleyerek, Hollanda firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerine çalışmışlardır.	Hollanda firmaları finansman için öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda dış kaynakları kullanmaktadır. Analiz sonucunda kaldıraç ile maddi duran varlık ve büyüklük arasında pozitif ilişki bulunmuştur.
ABD	2001	Graham ve Harvey	392 ABD şirketinin finansal yöneticilerin doldurdıkları anketleri temel alan çalışmalarında, bir bölümde sermaye yapısı analizine ayrılmıştır.	Çalışmanın sonucu en önemli borçlanma politikası faktörlerinin, finansal esneklik ve kredi derecesi olduğunu göstermektedir.
İngiltere, Hollanda, Almanya, Fransa	2004	Bancel ve Mitto	16 Avrupa ülkesindeki firmaların sermaye yapısı seçimlerini ve sermaye yapısının belirleyicilerini saptamaya yönelik bir çalışma yapmışlardır.	Sonuçlara göre; finansal esneklik, kredi derecelendirmesi ve borcun vergi avantajı, firmaların borç politikasını en fazla etkileyen değişkenler olarak belirlenmiştir.

İngiltere	2006	Beattie, Goosacre ve Thomson	İngiltere’de 2000 yılında hisseleri borsada işlem gören 831 firmayı finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmek amacıyla anketler göndermişlerdir. Ankete 198 firma yanıt vermiştir.	Anket sonucunda 198 firmanın %75’i kendilerine ait finansal kaldıraç hesaplaması yaptığını, en çok faiz karşılama oranı ve net yabancı kaynak/ öz kaynak oranlarını hesapladıklarını ifade etmişlerdir
Belçika	2008	Heyman, Deelof ve Ooghe	Belçika Merkez Bankası’nda kayıtları bulunan 1132 küçük şahıs firmasında borçlanmanın miktarını ve vadesini etkileyen değişkenleri araştırmışlardır.	Analiz sonuçlarına göre Belçika’daki küçük şahıs firmalarının sermaye yapılarının oluşmasında asimetrik bilginin ve borcun temsilcilik maliyetlerinin etkili olduğu belirlenmiştir.
Amerikan, Alman, İngiliz, Japon	2008	Seifert ve Gönenç	Amerikan, Alman, İngiliz ve Japon firmalarında finansman hiyerarşisi yaklaşımının geçerliliğini araştırmak için 1980-2004 yılları arasında bir çalışma yapmışlardır.	Çalışma sonuçları, Alman, İngiliz ve Amerikan firmaları için finansman hiyerarşisi yaklaşımının belirtileri ile uygun değildir. Japon firmalarının ise genel olarak finansman hiyerarşisi beklentilerine göre davrandıkları belirlenmiştir.

3.2.2. Türkiye’de Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar

Ölçal (1993), Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin optimal sermaye yapısının var olup olmadığını ve bu kavramın hangi faktörlerden etkilendiğini çoklu regresyon analizi yardımıyla test etmiştir. Araştırmada bağımlı değişken olarak uzun vadeli finansal borç toplamının toplam pasife oranı kullanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri olarak ise, net çalışma sermayesinin toplam aktife, duran varlıkların toplam aktife, kısa vadeli borcun toplam pasife, vergi sonrası net kârın

satışlara, vergi sonrası net kârın öz sermayeye, kâr payı tutarının vergi sonrası net kâra, ödenecek vergi ve yükümlülüklerin net kâra, yeniden değerlendirme fonunun öz sermayeye, faaliyet kârı ile finansman giderleri toplamının toplam aktife oranları kullanılmıştır. Çalışma verileri hisse senetleri İMKB’de işlem gören üretim işletmelerinin 1988-1991 yılı bilanço ve gelir tablosu bilgilerinden elde edilmiştir. Araştırma sonucu, işletmelerin uzun vadeli borçlanma kararlarının sadece kârlılıklarından etkilendiğini göstermiştir. İşletmelerin varlık yapılarının ise, uzun vadeli borç finansmanlarında hiçbir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir. Bu bulgudan yola çıkarak araştırma sonucunda Türkiye’deki üretim işletmeleri için optimal sermaye yapısının olmadığı söylenmiştir (Yükeri, 2009: 51-52).

Küçükkiremitçi (1997), 1995 yılında İMKB’de faaliyet gösteren sanayi şirketleri bazında sektörel farklılıkların finansal oranlarda bir farklılık yaratıp yaratmadığını araştırmıştır. Çalışmada 1995 yılında İMKB’de hisse senetleri işlem gören 104 sanayi şirketinin 16 adet finansal oranı ile çalışılmıştır. Bu oranlar arasında finansal yapı oranları da yer almaktadır. Finansal yapı oranları olarak, toplam borçlar/toplam aktifler ve kısa vadeli borçlar/toplam borçlar oranları alınmıştır. Sektörel farklılıkların finansal oranlar üzerinde bir farklılık yaratıp yaratmadığını test etmek için varyans analizi yapılmıştır. Toplam borç/ Toplam aktif oranının sektör bazında değişkenlik gösterdiği belirlenmiştir (Acaravcı, 2004: 81).

Durukan (1997), çalışma Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararlarına etki eden faktörleri ampirik olarak test etmeye çalışmıştır. Bu kapsamda Türkiye’deki işletmelere ait yatay kesit verileri analiz edilerek optimal sermaye yapısının varlığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Uygulama kapsamında hisse senetleri İMKB’de işlem gören 5 adet imalat sektöründen 68 işletme 1990-1995 yılları arasında ele alınmıştır. İşletmelerin bilanço ve gelir tablolarına ilişkin veriler İMKB Şirketler Yıllığı’ndan elde edilmiştir. Araştırmanın test edilmesinden en küçük kareler yöntemi ve korelasyon analizinden yararlanılmıştır. Araştırmanın sonuçları işletmelerin sermaye yapısı ile işletme büyüklüğü, vergi oranı ve büyüme oranı arasında pozitif, işletme riski, kârlılık ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif ilişki olduğunu göstermiştir. Sermaye yapısını temsil eden en etkin bağımlı değişkenlerin toplam borcun toplam aktife ve kısa vadeli borcun toplam aktife oranı olduğu saptanmıştır. Sermaye yapısını açıklamada en etkin olan bağımsız değişkenler ise kârlılık ve borç dışı vergi kalkanı olarak belirlenmiştir (Başaran, 2008: 66-67).

Kula (2000), çalışmasında Türkiye’de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli imalat işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri piyasa koşulları ve işletme özellikleri kapsamında ele alınmıştır. Araştırma kapsamında 1999 yılında Afyon Organize Sanayi Bölgesi’nde ve Ankara Yolu’nda yerleşik olarak faaliyet gösteren toplam 80 adet küçük ve orta ölçekli imalat işletmesine yüz yüze görüşme yöntemiyle anket tekniği uygulanmıştır. Araştırmanın sonuçları, işletmelerin piyasadaki genel ekonomik istikrarsızlıktan etkilendiğini ve böyle bir durumda borçlanmadan kaçındıklarını göstermiştir. Yüksek enflasyon ve faiz oranları işletmelerin borçlanma eğilimini düşürmektedir. Ayrıca, işletmelerin sermaye yapısı davranışlarında finansman hiyerarşi teorisini takip ettikleri belirlenmiştir. Fon ihtiyacı duyduklarında ilk olarak iç fonlardan, sonra borçlanmadan en son olarak yeni hisse senedi ihracından yararlanmaktadırlar. İşletmelerin borçlanma kararlarında vergi avantajlarının ve borç dışı vergi kalkanlarının bir etkisi olmadığı da saptanan bir diğer sonuçtur. Bu da işletmelerin hedef sermaye yapılarının olmadığını göstermiştir (Yakar, 2011: 43).

Yener (2002), bu çalışmada 500 büyük firmadan hisse senetleri İMKB’de işlem gören 70’inden oluşturduğu veri seti ile Türk firmalarında sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Panel veri yönteminin kullanıldığı çalışma 1992-1999 yıllarını kapsamaktadır. Çalışma açıklayıcı değişkenler olarak enflasyon, ekonomik büyüme gibi makroekonomik faktörler yanında devletin rolü, vergi uygulamaları, iflas riski, firma büyüklüğü gibi faktörler de kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, borç dışı vergi kalkanının, vergi kalkanına göre sermaye yapısından daha belirgin bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca devlet menkul kıymet ihraçlarının artmasının, firmaların finansman teminini zorlaştıracığı yönündeki düşünce de ispatlanamamış, iki değişken arasında belirgin bir ilişki bulunamamıştır. Makroekonomik faktörlerin sermaye yapısını olumsuz etkilediği gözlemlenmiştir. Araştırmaya göre ekonomik büyüme ve enflasyon, borçlanmayı azaltıcı yönde bir etki yapmaktadır (Uysal, 2010: 64).

Acaravcı ve Doğukanlı (2004), İMKB’de, 1992-2002 dönemi boyunca işlem gören 66 imalat firmasının sermaye yapısını etkileyen faktörleri; firmaya özgü değişkenler, finansal yasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olarak belirlemişlerdir ve bu değişkenleri panel veri analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Analiz sonucunda; firmaların toplam varlıklarının büyüme oranları, bankacılık

sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı ve toplam kamu iç borç stoku / nominal gayri safi yurtiçi hasıla oranının sermaye yapısı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Buna karşın kârlılık ile sabit varlıkların toplam varlıklar içindeki payının sermaye yapısını negatif etkilediği belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlar imalat firmalarına ait sermaye yapısının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğunu göstermektedir (Yakar, 2011: 45).

Kaya (2004), Bu çalışma kapsamında Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararları ve buna etki eden faktörler belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda sermaye yapısı kararlarının hangi durumlarda, ne yönde değiştiği ortaya çıkarılmak istenmiştir. Çalışmanın uygulama kısmında 1992-2001 yılları arasında İMKB’de işlem gören 1243 adet işletmenin bilanço ve gelir tablosundan alınan veriler analiz edilmiştir. Bu veriler İMKB bilgi işlem dairesinden bilgisayar ortamında elde edilmiştir. Veriler çoklu regresyon tekniği kullanılarak analiz edilmiştir. Araştırmanın sonuçları ise işletmelerin faaliyet kârları ve net kârları arttıkça borçlanma oranlarının düştüğünü göstermiştir. Dolayısıyla karlılığı yüksek olan işletmeler finansman kaynağı olarak karlarını kullanmakta böylelikle borcun maliyetinden ve riskinden de uzaklaşmış olmaktadır. Sektör içinde uzun yıllar faaliyet gösteren işletmelerin diğerlerine oranla öz sermayeyle finansman yoluna gittikleri gözlenmiştir. Ayrıca işletmelerin halka açıklık oranı arttıkça daha ucuz ve sürekli bir finansman kaynağı sağladıklarından dolayı borçlanma oranlarının düştüğü saptanmıştır (Başaran, 2008: 71).

Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006), Türk firmalarının sermaye yapısını etkileyen firmaya ait faktörleri incelemiştir. Bu amaçla İMKB’de hisseleri işlem gören 123 imalat işletmesinin 1993-2002 yıllarına ait verileri üzerinde dinamik panel veri yöntemiyle analiz gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre ilgili firmalarda firma büyüklüğü toplam varlıklardaki büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanırken, tesis, arazi ve ekipmandaki büyüme fırsatları, kârlılık, sabit varlıkların payı ve vergi kalkanına tabii borç dışı giderlerin kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğu görülmüştür (Yakar, 2011: 45-46).

Büyüktortop (2007), sermaye yapısı kararlarının ulusal ve çok uluslu firmalardaki muhtemel farklılıklarını ortaya koymaya çalışmıştır. Bunun için 1992-2003 yılları arasında İMKB’ye kayıtlı finansal olmayan reel sektör firmalarının mali

tablolarından elde edilen veriler, panel veri yöntemi ile analiz edilmiştir. Kârlılık, büyüklük, iflas riski, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranının açıklayıcı değişken olduğu analiz sonuçlarına göre çokuluslu firmalarda iflas riski dışındaki bütün değişkenler borçlanmayı olumlu yönde etkilemektedir. Ulusal firmalarda ise kârlılık ve büyüklük, sermaye yapısını olumsuz şekilde etkilemektedir. Bu durum finansman hiyerarşisi yaklaşımını desteklemektedir (Uysal, 2010: 67).

Başaran (2008), çalışmasında Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB’de işlem gören 16 adet otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmesinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen işletmeye özgü faktörleri tespit etmeyi amaçlamıştır. Bu amaçla finans literatüründe yer alan birçok çalışma incelenerek, işletmelerin sermaye yapılarını en iyi şekilde temsil ettiği düşünülen bağımlı ve bağımsız değişkenler seçilmiştir. Bu değişkenlere ait hipotezler kurularak, panel veri modeli ile test edilmiştir. Analiz sonuçları, otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının en çok öz sermaye kârlılığı ve borç dışı vergi kalkanı değişkenlerinden etkilendiğini göstermiştir. Bu sonucun işletmelerin kârlılıkları arttıkça iç finansmana yöneleceklerinden dolayı borç oranlarının azalacağını savunan finansman hiyerarşisi kuramını desteklediği belirlenmiştir (Yakar, 2011: 48).

Fettahoğlu ve Okuyan (2008), İMKB’de Taşa ve Toprağa Dayalı Sanayi sektöründe faaliyet gösteren 22 işletmenin 2005-2007 dönemine ait 3’er aylık bilançolarından elde ettikleri verileri sabit ve rastsal etkili panel regresyon yöntemleri ile test ederek, sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye kuramının geçerli olduğunu ortaya koymaya çalışmışlardır. Araştırma sonucunda, İMKB’de Taş ve Toprağa Dayalı sanayi sektöründe hedef bir borçlanma miktarının olmadığı ve mümkün olduğunca öz sermaye ile finanse edilmeye çalışıldığı ortaya çıkmıştır. Özellikle kapasite yatırımları gibi uzun vadeli yatırımlarda işletmelerin oto finansman ile finansman sağladıkları ve araştırmaya konu firmaların finansal hiyerarşi teorisine daha yakın bir davranış sergiledikleri araştırma sonucunda ortaya çıkmıştır (Yükeri, 2009: 59-60).

Yıldız, Yalama ve Sevil (2009), sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin İMKB imalat sektörü için test etmişlerdir. Çalışmada 1998-2006 dönemine ilişkin veriler 3 farklı model kullanılarak panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Sonuç olarak, sermaye yapısı ile kârlılık arasında negatif ve sermaye yapısı ile

büyüme arasında pozitif yönlü ilişki finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu çıkarken, sermaye yapısı ile büyüklük arasındaki pozitif yönlü ilişki ise dengeleme teorisiyle uyumlu çıkmıştır. Vergi ve borç dışı vergi kalkanı değişkeni tüm modellerde istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Bu bulgulardan yola çıkarak Türkiye'deki firmaların sermaye yapılarını oluştururken optimum bir denge yakalama çabasından çok, belli bir sırayı takip ettikleri söylenebilir (Yakar, 2011: 49).

Öztürk ve Şahin (2013), firmaların geleneksel finansal performans ölçütlerinin hesaplamalarında sermaye maliyetini dikkate almamaları, hatalı finansal kararların alınmasına sebep olabilmektedir. Bu sakıncayı ortadan kaldırabilmek için sermaye maliyetini dikkate alarak finansal performansı, faaliyet nakit akımı ile duran varlık yatırımları ve bu varlıklara yapılan yatırım maliyeti (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) unsurlarına bağlı olarak ölçen Nakit Katma Değer (CVA) ortaya konulmuştur. CVA, yöneticilerine ve çalışanlarına ödeyecekleri teşvik primlerini yarattıkları katma değere bağlı olarak belirleyen firmalarda büyük önem taşımaktadır. CVA, batılı ülkelerde ve ABD' deki firmalar tarafından yoğun olarak kullanılmakla birlikte, ülkemizde henüz yeterince tanınmamakta ve firmalarımızca kullanılmamaktadır. Avrupa Birliği'ne tam üyelik sürecindeki ülkemizde, firmaların yaratmış oldukları değer in tam ve doğru olarak ölçülmesinde, özellikle büyük ölçekli firmalarımız tarafından CVA yöntemi daha yoğun olarak kullanılmalıdır (Öztürk ve Şahin, 2013: 7-17).

Tablo 3.2.: Türkiye’de Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Yapılan Başlıca Çalışmalar

Türkiye	1993	Ölçal	Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin optimal sermaye yapısının var olup olmadığı ve bu kavramın hangi faktörlerden etkilendiğini çoklu regresyon analizi yardımıyla test etmiştir.	Araştırmanın sonucu, işletmelerin uzun vadeli borçlanma kararlarının sadece kârlılıklarından etkilendiğini göstermiştir. İşletmelerin varlık yapılarının ise uzun vadeli borç finansmanlarında hiçbir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir.
Türkiye	1997	Küçükkiremitçi	1995 yılında İMKB’de faaliyet gösteren sanayi şirketleri bazında sektörel farklılıkların finansal oranlarda bir farklılık yaratıp yaratmadığı araştırmıştır.	Araştırmanın sonucunda Toplam Borç/ Toplam Aktif oranın sektör bazında değişkenlik gösterdiği belirlenmiştir.
Türkiye	1997	Durukan	Çalışma Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararlarına etki eden faktörleri ampirik olarak test etmeye çalışmıştır.	Araştırmanın sonucunda işletmelerin sermaye yapısı ile işletme büyüklüğü, vergi oranı ve büyüme oranı arasında pozitif, işletme riski, kârlılık ve borç dışı vergi kalkını arasında negatif ilişki olduğunu göstermiştir.
Türkiye	2000	Kula	Türkiye’de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli imalat işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri piyasa koşulları ve işletme özellikleri kapsamında ele alınmıştır.	Araştırmanın sonuçları, işletmelerin piyasadaki genel ekonomik istikrarsızlıktan etkilendiğini ve böyle bir durumda borçlanmadan kaçındıklarını göstermiştir.

Türkiye	2002	Yener	Bu çalışmada 500 büyük firmadan hisse senetleri İMKB’de işlem gören 70’inden oluşturduğu veri seti ile Türk firmalarında sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri araştırmıştır.	Çalışma sonuçları, borç dışı vergi kalkanının, vergi kalkanına göre sermaye yapısından daha belirgin bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Araştırmaya göre ekonomik büyüme ve enflasyon, borçlanmayı azaltıcı yönde bir etki yapmaktadır.
Türkiye	2004	Acaravcı ve Doğukanlı	İMKB’de, 1992 -2002 dönemi boyunca işlem gören 66 imalat firmasının sermaye yapısını etkileyen faktörleri; firmaya özgü değişkenler, finansal yasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olarak belirlemişler ve bu değişkenleri panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir.	Analiz sonucunda; firmanın toplam varlıklarının büyüme oranları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı ve toplam iç borç stoku/ nominal gayri safi yurtiçi hasıla oranının sermaye yapısı üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır.
Türkiye	2004	Kaya	Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı kararları ve buna etki eden faktörler belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz sonucunda sermaye yapısı kararlarının hangi durumlarda, ne yönde değiştiği ortaya çıkarılmak istenmiştir.	Araştırmanın sonuçları ise işletmelerin faaliyet kârları ve net kârları arttıkça borçlanma oranlarının düştüğünü göstermiştir. Dolayısıyla kârlılığı yüksek olan işletmeler finansman kaynağı olarak kârlarını kullanmakta böylelikle borcun maliyetinden ve riskinden de uzaklaşmış olmaktadır.

Türkiye	2006	Sayılğan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu	Türk firmalarının sermaye yapısını etkileyen firmaya ait faktörleri incelemiştir.	Analiz sonuçlarına göre ilgili firmalarda firma büyüklüğü toplam varlıklardaki büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanırken, tesis, arazi ve ekipmandaki büyüme fırsatları, kârlılık, sabit varlıkların payı ve vergi kalkanına tabii borç dışı giderlerin kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğu görülmüştür.
Türkiye	2007	Büyüktortop	Sermaye yapısı kararlarının ulusal ve çok uluslu firmalardaki muhtemel farklılıklarını ortaya koymaya çalışmıştır.	Analiz sonuçlarına göre çok uluslu firmalarda iflas riski dışındaki bütün değişkenler borçlanmayı olumlu etkilemektedir. Ulusal firmalarda ise kârlılık ve büyüklük, sermaye yapısını olumsuz şekilde etkilemektedir.
Türkiye	2008	Başaran	Türkiye’de faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB’de işlem gören 16 adet otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmesinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen işletmeye özgü faktörleri tespit etmeyi amaçlamışlardır.	Analiz sonuçları, otomotiv ve otomotiv yan sanayi işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının en çok öz sermaye kârlılığı ve borç dışı vergi kalkanı değişkenlerinden etkilendiğini göstermiştir.
Türkiye	2008	Fettahoğlu ve Okuyan	İMKB’de Taşa ve Toprağa Dayalı Sanayi sektöründe faaliyet gösteren 22 işletmenin 2005- 2007 dönemine ait 3’er aylık bilançolarından elde ettikleri verileri sabit ve rastsal etkili panel regresyon yöntemleri ile test ederek, sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye kuramının geçerli olduğunu ortaya koymaya çalışmışlardır.	Araştırma sonucunda, İMKB’de Taş ve Toprağa Dayalı sanayi sektöründe hedef bir borçlanma miktarının olmadığı ve mümkün olduğunca öz sermaye ile finanse edilmeye çalışıldığı ortaya çıkmıştır.

Türkiye	2009	Yıldız, Yalama ve Sevil	Sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin İMKB imalat sektörü için test etmişlerdir. Çalışmada 1998-2006 dönemine ilişkin veriler 3 farklı model kullanılarak panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir.	Sermaye yapısı ile kârlılık arasında negatif ve sermaye yapısı ile büyüme arasında pozitif yönlü ilişki finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu çıkarken, sermaye yapısı ile büyüklük arasındaki pozitif yönlü ilişki ise dengeleme teorisiyle uyumlu çıkmıştır.
Türkiye	2013	Öztürk ve Şahin	Firmaların geleneksel finansal performans ölçütlerinin hesaplamalarında sermaye maliyetini dikkate almamaları, hatalı finansal kararların alınmasına sebep olmaktadır. Bu sakıncayı ortadan kaldırmak için sermaye maliyetini dikkate alarak finansal performansı, faaliyet nakit akımı ile duran varlık yatırımları ve bu varlıklara yapılan yatırım maliyeti (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) unsurlarına bağlı olarak ölçen Nakit Katma Değer (CVA) ortaya konulmuştur	Araştırma sonucunda CVA, batılı ülkelerde ve ABD' deki firmalar tarafından yoğun olarak kullanılmakla birlikte, ülkemizde henüz yeterince tanınmamakta ve firmalarımızca kullanılmamaktadır. Avrupa Birliği'ne tam üyelik sürecindeki ülkemizde, firmaların yaratmış oldukları değer tam ve doğru olarak ölçülmesinde, özellikle büyük ölçekli firmalarımız tarafından CVA yöntemi daha yoğun olarak kullanılmalıdır.

SONUÇ

İşletme içerisinde fona ihtiyaç duyulduğu zaman işletmelerin başvurabilecekleri iki kaynak vardır. Bu kaynaklar öz kaynaklar ve yabancı kaynaklardır. Öz kaynaklar firma içinden yaratılabileceği gibi firma dışından da sağlanabilmektedir. Bunlar: oto finansman, hisse senedi ihracı ve dağıtılmayan kârlardan oluşur. Borç kaynaklar ise kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar olmak üzere ikiye ayrılır. Sermaye yapısı kavramı ile işletmelerin bilançolarındaki öz sermaye ve borç arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılır.

Son yıllarda yaşanan ekonomik, sosyal ve teknolojik gelişmeler, finansal işlemlerin uluslararası düzeyde ve daha düşük maliyetle gerçekleştirilmesini kolaylaştırmış, firmaların ulaşabilecekleri fon kaynaklarını çeşitlendirmiş, rekabetin giderek yoğunlaşması fon kaynakları arasında yapılacak seçimi ve bu seçim sonunda katlanılan maliyetlerin çok daha dikkatle ele alınması gereğini ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmeler, firma değeri maksimizasyonu amacının tüm işletmeler tarafından benimsenmesiyle birleştirildiğinde, firmalar için sermaye yapısı kararlarının önemi artmıştır.

Firmanın borç /öz sermaye oranının firma değerini maksimum yaptığı noktaya, Optimal Sermaye Yapısı denilmektedir. Firmaların optimal sermaye yapısını yakalayıp yakalamayacakları literatürde çok fazla tartışılmıştır. Bu tartışmalar neticesinde sermaye yapısına ilişkin yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bu yaklaşımlar bazı varsayımlar altında firma değeri ile işletme değeri arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmışlardır, bazıları ise firma değeri ile sermaye yapısı arasında ilişki olduğunu iddia ederken, diğerleri reddetmişlerdir.

Sermaye yapısı kararlarına ilişkin teorik çerçeveyi, net gelir yaklaşımını, net faaliyet gelir yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani- Miller yaklaşımı ve M&M yaklaşımın kurumlar vergisi ve gelir vergileri dikkate alınarak düzeltilmiş şekli oluşturmaktadır. Sermaye yapısında yapılacak olan değişikliklerin firma değerine olan etkisi MM'in çalışmalarına yapılan eleştiriler ve piyasa etkinliği konusundaki tartışmalarla farklı boyut kazanmıştır.

Net faaliyet geliri ve MM yaklaşımlarına göre firmanın borç/ öz sermaye oranı ile işletme değeri arasında bir ilişki olmadığını ileri sürerken, net gelir yaklaşımı ile

geleneksel yaklaşım ise firmanın sermaye yapısının firma değerini etkileyeceğini ileri sürmektedir.

Finansal Sıkıntı ve iflas maliyetleri, asimetrik bilgi ve temsil maliyeti gibi piyasa aksaklıklarının dikkate alınması, denge teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi olarak adlandırılan iki yeni teorinin geliştirilmesine neden olmuştur. Bu teorilerin, firmaların gerçek hayatta sergiledikleri davranışları açıklamakta daha elverişli olduğu düşünülmektedir. Denge teorisi, borç kullanmanın fayda ve maliyetlerinin dengelenmesiyle optimal borçlanma düzeyinin elde edilebileceğini belirtirken, finansal hiyerarşi teorisi firmaların sermaye yapısını oluştururken, öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda tahvil ve melez menkul kıymetler gibi borçlanma araçlarını, en son olarak da hisse senedi ihracını tercih edeceklerini savunmaktadırlar.

Firmalar sermaye yapısı kararlarında, kaynaklar arasından seçim yaparken elde edilecek gelir, risklilik, esneklik, denetim, maliyet, uygunluk ve zamanlama faktörlerini değerlendirirler. Böyle bir değerlendirme, firmanın faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomik durumu, endüstrinin özellikleri ve firmaya özel durumlar göz önünde bulundurularak yapılabilir. Genel ekonomik durum çerçevesinde, ekonominin büyüme ve gelişme seviyesi, üretim ve yatırım hacmi, uluslararası piyasalarla bütünleşme düzeyi, para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik derecesi gibi faktörler incelenir. Endüstrinin genel ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlılığı, mevsimlik hareketlerden etkilenme düzeyi, rekabet şekli, içinde bulunulan evre, yerleşik gelenek ve görenekler endüstrinin özellikleri kapsamında dikkate alınır. Firmaya özel durumlar çerçevesinde ise, firmanın hukuki yapısı, büyüklüğü, varlık yapısı, risklilik düzeyi, kontrol hakkı, likidite düzeyi ve kârlılık oranları gibi faktörler değerlendirilir.

Sonuç olarak da firmanın sermaye yapısının firma değerini etkileyip etkilemediği ile ilgili birçok çalışma yapılmasına rağmen bu konuda henüz bir görüş birliğine varılamamıştır. Bu çalışma sonucunda, firmaların sermaye yapılarını belirlerken belirli bir sırayı takip ettikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri, gelişmeleri ve uluslararası piyasalarda rekabet avantajı elde edebilmeleri için, sermaye yapısı kararlarının stratejik öneminin fark edilmesi ve buna uygun davranılması gerekmektedir. Tüm finansman seçeneklerinin avantaj ve dezavantajlarının değerlendirilerek optimal

sermaye yapısı hedefinin oluşturulması ve bu kararlar verilirken bilimsel yöntem ve tekniklerin uzman personel tarafından yürütülmesi, işletmeler açısından belirlenen diğer gerekliliklerdir. Bunun yanı sıra, makro ölçekli düzenlemeler yapılarak, tüm firmaların özellikle de küçük ve orta ölçekli firmaların para ve sermaye piyasalarından etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlayacak koşulların oluşturulmasının da gerekli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır

KAYNAKÇA

Acaravcı, S., K. (2004). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönetim*. (6. basım). İstanbul: Avcıol Basım- Yayın Dağıtım.

Akgüç, Ö. (2006). *Mali Tablolar Analizi* (12. basım). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

Aksoy, A., Yalçiner, K. (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi* (4.basım).Ankara: Gazi Kitabevi.

Apak, S., Demirel, E. (2010). *Finansal Yönetim Cilt2. Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi* (1.basım). İstanbul: Papatya Yayıncılık.

Ata, H., A., Ağ, Y. (2010). Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:11, 45-60.

Atabey, N.,A., Parlakkaya, R., Alagöz, A. (2012). *Genel Muhasebe* (2. basım). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.

Baldemir, E., Süslü, B. (2008). Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani- Miller Teoremi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 259-268.

Başaran, Ü. (2008). *İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.

Berk, N. (2007). *Finansal Yönetim* (9. basım). İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Brealey, R.,A., Myers, S.,C., Marcus, A.J.(2007). *İşletme Finansının Temelleri* (çev, Bozkurt, Ü., Arıkan, T., Doğukanlı, H.). Literatür Yayıncılık. (Eserin orijinali 1995’de yayımlandı.)

Burca, N. (2008). *Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Büker, S., Aşıkoğlu, R. (1993). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: y.y.

Büker, S., Aşıkoğlu, R., Sevil, G. (2010). *Finansal Yönetim*. (6.basım). Ankara: Sözkese Matbaacılık.

Büyüktortop, M. (2007). *Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Canbaş, S., Doğukanlı, H. (2007). *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri* (4. basım). Adana: Karahan Kitabevi.

Cengiz, İ. (2007). *Sermaye Yapısı Belirleyicilerinin Uygulanabilirliğinin Test Edilmesi; Türkiye Tarım Kredi Kooperatiflerinde Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Ceylan, A. (2004). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar* (1.basım). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Ceylan, A. (2001). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. (7. basım). Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.

Ceylan, A. (2002). *Finansal Teknikler* (4. basım). Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.

Ceylan, A., Korkmaz, T. (2012). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (12. basım) . Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Ceylan, A., Korkmaz T. (2012). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi* (6.basım). Bursa: Ekin Basım Yayın.

Çağıl, G. (2001). *Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Çaldağ, Y., Ayanoğlu, Y. (2012). *Genel Muhasebe* (9.basım). Ankara: Gazi Kitabevi.

Damodaran, Aswath (2001). Corporate finance: Theory and practice. *Wiley Series in Finance*, Second Edition, USA, ss.554.

Diacogiannis, G., P. (1994). Financial management a modelling approach using spreadsheets. *McGraw- Hill Book Company*, England, s.584

Dinçergök, B. (2010). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelenmesi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Doğukanlı, H. (2008). *Uluslararası Finans* (2. basım). Adana: Karahan Kitabevi.

Duman, H. (2004). *Halka Açık Şirketlerde Kar Dağıtım Politikalarının Sermaye Yapısına Etkisi ve İ.M.K.B. 'de Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Ercan, M. K., Ban, Ü. (2008). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim* (4. basım). Ankara: Gazi Kitabevi.

Erdoğan, N. (1993). *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi& Çağdaş Finansman Teknikleri* (1. basım). Ankara: Mü-ka Matbaacılık.

Gücenme, Ü. (2006). *Envanter* (1.basım). Bursa: Alfa Aktüel Yayınları.

Irk, E. (2012). *Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: İstanbul Menkul Kıymet Borsası Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.

İçerli, M., Y. (1995). *Firmaların Sermaye Yapıları ve Sabit Sermaye Yatırım Politikalarının Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri, Türkiye Örneği (1986-1992)*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

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

İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E., ve Atioğlu, E. (2012). Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisinin Analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(1), 291-311.

- Jensen, M. Ve Clifford, S. (1985). Stockholder, managers and creditor interest: Applications of agency theory. *Journal of Financial Economics*, ss. 94.
- Kabakçı, Y. (2008). Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 8(1), 167-182.
- Karadeniz, E. (2008). *Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Karan, M., B.(2011). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (3. basım). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kartal, C., Atay, M., S. (2009). *Genel Muhasebe Tekdüzen Muhasebe Sistemi ile Uyumlu* (1.basım). Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Kaya, F. (2011). *Uluslar Arası Finansman* (1. basım). İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım.
- Kınay, F.,K. (2001). *Konaklama Sektörü İşletmelerinde Sermaye Yapısı Kararlarının Firma Değerlemesine Etkisi ve Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Kohn, M.(1994). *Financial Institutions and Markets*, Singapore: McGraw- Hill International Editions.
- Kuğu, T. D. (2011). *Değere Dayalı Finansal Performans Ölçütlerinin Sermaye Yapısı ile İlişkilendirilmesi ve İMKB’de Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Liesz, J., T. (2001). Why pecking order theory should be included in introductory finance courses. *School of Business & Professional Studies*, s.11.
- Myers, S. ve Majluf N.(1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, c.13, ss. 187-221.
- Okka, O. (2009). *Finansal Yönetim Teori ve Problemler* (3. basım). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler* (1.basım). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Okka, O.(2011). *İşletme Finansmanı* (5. basım).Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Özaltın, O. (2006). *Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama (2000-2003)*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

Öztürk, M., B., Şahin, E., E. (2013). Finansal Performansın Ölçülmesinde Nakit Akımına Dayalı Bir Yöntem “Nakit Katma Değer”. *Verimlilik Dergisi*, 2013/3, ss. 7-17.

Poyraz, E. (2008). *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim* (1. basım). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Ryen, T. Glen, Vasconcellos, M., G. ve Kish, J., R.(1997). Capital Structure decisions: What have we learned?. *Business Horizons*, s.41.

Sariaslan, H., Erol, C. (2008). *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler* (1.basım). Ankara: Siyasal Kitabevi.

Sayılgan, G. (2008). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. (3. Basım). Ankara: Turhan Kitabevi.

Sayman, Y. (2012). *Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Sürmen, Y.(2011). Muhasebe-1 (1.basım). Trabzon: Celepler Matbaacılık.

Taner, B., Akkaya, C.(2009). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler* (1. Basım).Ankara: Detay Yayıncılık.

Tecer, M. (1980). *İşletmelerde Sermaye Maliyeti* (1. basım). Ankara: Sevinç Matbaası.

Terim, B. (2009). *Türkiye’de Firmaların Sermaye Yapısı: Belirleyici Etmenler ve Gelişim*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.

- Tevfik, A., T.(2012). *Yatırım Projeleri* (1. basım). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Topal, Y. (2006). İMKB'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Kârlılıklarına Etkisi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27, 45-70.
- Türko, M. (1994). *Finansal Yönetim I.* (1.basım). Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları.
- Türko, M., R.(1999). *Finansal Yönetim* (1.basım). İstanbul: Alfa Basım Yayım.
- Tylor, Claggett, E. (1991). Capital Structure: Convergent and Pecking Order Evidence. *Review of Financial Economics*, c.1, s.1., ss.39-49.
- Uysal, B. (2010). *Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: Sektörel Bir İnceleme*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yakar, R. (2011). *Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB'de Ampirik Bir Çalışma*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Yalçınar, K., Tanrıöven, C., BAL, H., Aksoy, E.,E., Kurt, Ç. (2011). *Finansal Teknikler ve Türev Araçlar* (2. basım). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Yurttadur, M. (2009). *KOBİ'lerde Sermaye Yapısı ve Kar Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri*, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yücel, E. (2006). *Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana'da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Yükeri, Y. (2009). *İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

Weston, J. F. ve Brigham, F. E. (1993). Essentials of managerial finance, *The Drydon Press*, Tenth Edition, s.20.

<http://kisi.deu.edu.tr/aysegul.cimen/finansal%20tablolar.ppt> (09.01.2014).

ÖZGEÇMİŞ



KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Metin Geçili
Doğum Yeri ve Tarihi : Seyhan 1990
Medeni Hali : Bekar
İletişim Bilgileri : metingecili@hotmail.com
0543 405 45 80 (GSM)

EĞİTİM

2004-2007 Adana Ramazan Atıl Anadolu Lisesi
2008-2012 Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İşletme Bölümü
2012-2014 Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana
Bilim Dalı Yüksek Lisans Programı

İŞ DENEYİMİ

2012-2013 Aksa Doğal Gaz A.Ş.- Pazarlama

YABANCI DİL

İngilizce