

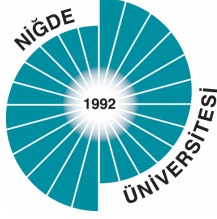
**T.C.
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANS BİLİM DALI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**İMKB'DE İŞLEM GÖREN SPOR FİRMALARININ
SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR
ANALİZ**

**Hazırlayan
Eyyüp Ensari ŞAHİN**

2012-NİĞDE



**T.C.
Niğde Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Muhasebe Finans Bilim Dalı**

Yüksek Lisans Tezi

**İMKB’de İşlem Gören Spor Firmalarının
Sermaye Yapısının Belirleyicileri Üzerine Bir
Analiz**

**Hazırlayan
Eyyüp Ensari ŞAHİN**

**Danışman
Doç. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK**

2012-Niğde

ONAY SAYFASI

Doç. Dr. MUTLU BAŞARAN ÖZTÜRK danışmanlığında **EYYÜP ENSARİ ŞAHİN** tarafından hazırlanan "**Spor Firmalarında Sermaye Yapısının Belirleyicileri**" adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

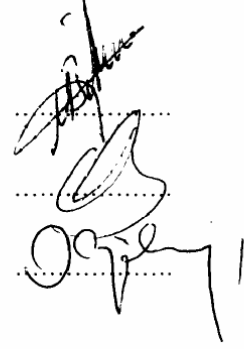
Tarih:

JÜRİ :

Danışman : Doç. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK

Üye : Yrd. Doç. Dr. Orhan İSKENDERİOĞLU

Üye : Yrd. Doç. Dr. Çiğdem GÖZBAŞI



ONAY :

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

Doç. Dr. Mehmet ÖZEL
Enstitü Müdürü

ÖZET

Bu çalışmada hisse senetleri İMKB’de işlem gören Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler sektörünün alt grubunda yer alan Spor Hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarının belirleyicilerinin tespiti amaçlanmaktadır. Bu amaçla, 2005Q1-2011Q3 yıllarını kapsayan dönemde hisse senetleri İMKB’de işlem gören spor firmalarını kapsayan bir örneklem kullanılmış olup, örnekleme dâhil edilen firmaları kapsayan veri seti çoklu regresyon modeli ile test edilmiştir.

Yapılan analiz sonucunda, modelde yer alan bağımsız değişkenlerden aktif karlılığının (ROA), firmanın (aktiflerinin) büyüklüğünün (AKTİF) ve firmanın satışlarının doğal logaritması (SATD); bağımlı değişken olan firmanın uzun vadeli borç/özsermaye bileşenini istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilediği görülmektedir. Modele dâhil edilen diğer bağımsız değişkenler olan maddi duran varlıkların toplam aktiflere oranı (AKTİF) ise, uzun vadeli yabancı kaynaklar/özsermaye oranını istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Spor Firmaları, Aktif Karlılığı.

ABSTRACT

The aim of this study is to find out the determinants of capital structure of Istanbul Stock Exchange (ISE)-listed sport firms. Throughout this aim, a sample consisting of ISE-listed sport firms during the period of 2005Q1-2011Q3 have been used, the data set has been tested by a panel data analysis model.

The empirical findings of the study indicate that return on assets (ROA), size and the natural logarithm of sales of the firm have statistically significant effects on its capital structure. The other independent variables included in the model –the tangible assets of the firm, have no statistically significant effects on the firm's capital structure.

Keywords: Capital Structure, Sport Firms, Return on Assets.

ÖNSÖZ

“Spor Firmalarının Sermaye Yapısı Belirleyicileri Üzerine Bir Uygulama” adlı yüksek lisans tez çalışmam sırasında görüşlerinden yararlandığım, Danışman Hocam Doç. Dr. Başaran ÖZTÜRK’e bana ayırdığı vakit ve vermiş olduğu bilgilerden dolayı teşekkür ederim.

Ayrıca hocalarım Yrd. Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU, Yrd. Doç. Dr. H. Işın DİZDARLAR, Yrd. Doç. Dr. Metin AKTAŞ, Yrd. Doç. Dr. Kartal DEMİRGÜNEŞ ile Öğretim Görevlisi Nizamettin BAŞARAN’a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca dönem arkadaşlarım Özlem KARAKOZAK ve Bünyamin ŞEN ile yaşamımın her döneminde benden maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen aileme teşekkür ederim.

Eyyüp Ensar ŞAHİN
Haziran-2012/Niğde

İÇİNDEKİLER

ÖZET	v
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ	vii
ÖNSÖZ	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ	xiv
KISALTMALAR DİZİNİ	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

1.1 SERMAYE MALİYETİ	4
1.1.1. Borç Maliyeti	5
1.1.1.1. Tahvil Maliyeti	6
1.1.2. Özsermaye Maliyeti	6
1.1.2.1. Özsermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli İle Hesaplanması	7
1.1.2.2. Özsermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli İle Hesaplanması	9
1.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması	11
1.1.3.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli İle Hesaplanması	11

1.2. SERMAYE YAPISI KAVRAMI	12
1.2.1 Faaliyet Riski	13
1.2.2 Finansal Risk.....	13
1.3 SERMAYE YAPISINA İLİŞKİN TEMEL TEORİK YAKLAŞIMLAR	15
1.3.1 Klasik Sermaye Yapısı Teorileri.....	15
1.3.1.1 Net Gelir Yaklaşımı	15
1.3.1.2 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	16
1.3.1.3 Geleneksel Yaklaşım	17
1.3.1.4 Modigliani ve Miller Yaklaşımı	18
1.3.2.Modern Sermaye Yapısı Teorileri.....	21
1.3.2.1.Dengeleme Teorisi.....	22
1.3.2.2.Finansman Hiyerarşisi Teorisi.....	23
1.3.2.3 Temsil Maliyeti Teorisi.....	26
1.3.2.4 İşaret Etkisi Teorisi.....	29
1.3.2.5 Asimetrik Bilgi Teorisi	31

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI İLE DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR

2.1. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ'NDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	32
2.2 AVRUPA ÜLKELERİNDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	35
2.3 ASYA VE UZAKDOĞU ÜLKELERİNDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	36

2.4 AFRİKA ÜLKELERİNDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	39
--	----

2.5 TÜRKİYE'DE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	40
--	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN SPOR FİRMALARININ GENEL ÖZELLİKLERİ

3.1 SPOR FİRMALARININ GENEL ÖZELLİKLERİ.....	45
3.2 SPOR FİRMALARININ GELİR KALEMLERİ	46
3.2.1 Üye Giriş Ödentisi, Üye Aidatları, Bağış ve Yardımlar.....	46
3.2.2 Müsabaka Bilet Satış Gelirleri	47
3.2.3 Bonservis Gelirleri	48
3.2.4 Sporcu Kira Gelirleri	48
3.2.5 Reklam Gelirleri.....	48
3.2.6 Sporcu Ceza Gelirleri	49
3.2.7 İktisadi İşletme Gelirleri	49
3.2.8 Marka Değerleri	49
3.2.9 Logolu Ürün Satış Gelirleri	50
3.2.10 Borsa Gelirleri.....	50
3.2.11 Televizyon Yayın Gelirleri	51
3.3 SPOR FİRMALARININ GİDER KALEMLERİ	52
3.3.1 I. Grup Giderler: Amaç Doğrultusundaki Giderler	52
3.3.2 II. Grup Giderler: Diğer Giderler	52
3.4 SPOR FİRMALARININ FİNANSAL ANALİZİ	53

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN SPOR FİRMALARININ SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

4.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	61
4.2 ARAŞTIRMA VERİLERİ VE YÖNTEM.....	61
4.2.1 Araştırma Verileri.....	62
4.2.2 Araştırmanın Yöntemi	66
4.3 ARAŞTIRMANIN KISITLARI	67
4.4 ARAŞTIRMANIN BULGULARI.....	67
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	69
KAYNAKÇA	71
ÖZGEÇMİŞ.....	83
EK 1. SPOR FİRMALARININ FİNANSAL ORANLARI.....	84

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. Dengeleme Teorisine Göre Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler	23
Tablo1.2 Sermaye Yapısı Faktörleriyle Kaldıraç Düzeyi Arasındaki İlişkiler Açısından Dengeleme Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorilerinin Karşılaştırılması..	25
Tablo 4.1: Değişkenler ve Analizdeki Simgesi	62
Tablo 4.2 <i>UVYK/ÖZ</i> Modeli Özet Sonuçları	67

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Sermaye Maliyeti Dağılımı	4
Şekil 1.2: İşletmenin Risk Düzeyi	14

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1: Net Gelir Yaklaşımı	16
Grafik 1.2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşım	17
Grafik 1.3: Geleneksel Yaklaşım	18
Grafik 3.1 Galatasaray Spor Kulübü A.Ş Oran Analizi.....	55
Grafik 3.2 BJK Spor Kulübü A.Ş Oran Analizi.....	56
Grafik 3.3 Fenerbahçe Spor Kulübü A.Ş Oran Analizi	58
Grafik 3.4 Trabzonspor Kulübü A.Ş Oran Analizi.....	59

KISALTMALAR DİZİNİ

CAPM	Capital Asset Pricing Model (Finansal Varlık Fiyatlama Modeli)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ROA	Aktif Karlılığı (Net Kâr/Toplam Aktif)
WACC	Weighted-average Cost of Capital (Ağırlıklı Ort. Sermaye Maliyeti)
β	Beta Katsayısı
MM	Modigliani-Miller
FVÖK	Faiz Vergi Öncesi Kar
NIŞ	Net İşletme Sermayesi
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange (Kuala Lumpur Borsası)
İSO	İstanbul Sanayi Odası
GSGM	Gençlik ve Spor Genel Müdürlüğü
MDV	Maddi Duran Varlıklar
KVYK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynak
UVYK	Uzun Vadeli Yabancı Kaynak

GİRİŞ

Finansal yönetim açısından firmanın amacı, firmanın piyasa değerini maksimum kılmaktır. Bu sebeple sermaye yapısı kararları da firmanın piyasa değerini maksimum kılma amacını destekleyecek biçimde oluşturulmalıdır. Sermaye yapısı; firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklardan oluşan bir yapıdır. Sermaye yapısı ile finansal yapı çoğu zaman aynı kavramlar gibi algılandıkları da literatürde farklı şekilde tanımlanmaktadır. Finansal yapı sermaye yapısından daha geniş kapsamlıdır. Sermaye yapısı; firmanın kullandığı uzun vadeli kaynakların bir karması iken, finansal yapı; bilançonun pasifinde yer alan kalemlerin tamamını ifade etmektedir. Ancak, kısa vadeli kaynakların devamlı olarak yenilenecek kalıcı özelliğe sahip olmaları ve firmaların yabancı kaynakları içerisindeki payının oldukça yüksek olması sebebiyle bazı çalışmalarda sermaye yapısı ve finansal yapı kavramlarının birbirlerinin yerine kullanıldığı da görülmektedir. Çalışmada sermaye yapısı kavramı ile uzun vadeli yabancı kaynaklar/ özsermaye oranı ifade edilmektedir.

Sporun uluslararasılaşması ile ekonomik yönünün önem kazanması ve her geçen gün büyümesi farklı kesimlerin spor firmalarına olan ilgisini önemli ölçüde artırmıştır. Bu sebeple çalışmada ampirik uygulama için spor firmaları seçilmiştir. Çalışma, Türkiye’de faaliyet gösteren spor firmalarının (şirketleşen spor kulüpleri) 2002–2011 yıllarını kapsayan on yıllık dönemdeki sermaye yapılarının belirleyicilerini ve aralarındaki etkileşimi literatürdeki araştırmaların rehberliğinde ölçmeyi amaçlamaktadır.

Çalışma üç bölüme ayrılmış olup, birinci bölümde; sermaye maliyeti ve sermaye yapısı konuları incelenmiş olup, klasik ve modern sermaye yapısı teorileri hakkında bilgi sunulmuştur.

İkinci bölümde, sermaye yapısı ile ilgili Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa, Asya ve Afrika ile Türkiye’de yapılan konuya ilişkin bilimsel çalışmalar ayrıntılı olarak ortaya konulmuştur.

Üçüncü ve son bölümde ise, İMKB'ye kote olan spor firmalarının genel özellikleri incelenmiş ve söz konusu firmaların 2002–2011 dönemine ait bilanço ve gelir tabloları kullanılarak çoklu regresyon analizi yapılmıştır.

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

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

Sermaye yapısı kavramı, finans literatürünün önemli konularından birisidir. Sermaye yapısı; işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılan borç ve özsermaye bileşimi olarak tanımlanmaktadır. Sermaye yapısının nasıl olması gerektiği yani, bilançonun pasifinde ne kadar uzun vadeli yabancı kaynak ile ne kadar özsermaye kullanılması gerektiği firmaların finanslama politikasının en önemli kararlarından birisidir. Bu kararın önemli olması, finanslama politikasının firma değeri üzerinde yaratacağı etkiden kaynaklanmaktadır. Finansal yönetim açısından firmanın amacı, firmanın piyasa değerini maksimum kılmak olduğundan sermaye yapısı kararları da firmanın piyasa değerini maksimum kılma amacına hizmet edecek şekilde oluşturulmalıdır.

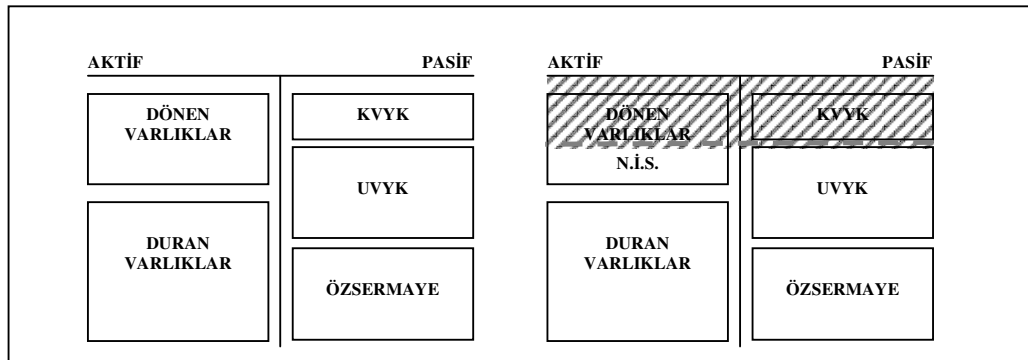
Firmanın sahip olduğu özkaynakların ve yabancı kaynakların firmaya maliyetleri vardır. Bunlar, toplam sermaye payları içerisindeki ağırlıklarına göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturmaktadır. Firmaların sermaye yapıları incelenirken üzerinde durulması gereken temel noktalardan birisi de borç özsermaye bileşimindeki değişmelerin, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve firmanın piyasa değerini etkileyip etkilemeyeceğidir. Bu sebeple sermaye yapısı oluşturulurken sermaye maliyetinin minimum firma değerini maksimum olduğu nokta (optimal sermaye yapısı) belirlenmeye çalışılmaktadır. Finans teorisinde borç, özkaynağa göre daha az maliyetli bir fon kaynağıdır. Borç verenler faaliyet riskine katlanırken, özsermaye sahipleri hem faaliyet riskine, hem finansal riske katlanmaktadır. Ayrıca faiz giderleri vergi karını azalttığından, ödenen faiz vergi tasarrufu yaratmaktadır. Ancak, borçlanmanın yarattığı vergi avantajının yanında, finansal riskin ve borç oranının artması ile ortaya çıkacak finansal sıkıntı maliyetlerinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Belirli bir borç oranının üzerine çıkıldığında finansal sıkıntı maliyetleri faizin vergi tasarrufunun üzerine çıkarak, bu avantajı ortadan kaldırabilmektedir (Özgülbaş, 2010: 43).

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalarda da firmanın sermaye yapısı ile değer arasındaki ilişki ortaya konmaya çalışılmaktadır. Sermaye yapısı ile ilgili; Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımı olmak üzere klasik dört yaklaşım bulunmaktadır.

1.1 SERMAYE MALİYETİ

Sermaye maliyeti, birçok finansal kararın alınmasında kullanılan temel verilerin başında gelmektedir. Finansa esas olan yatırım ve finanslama politikalarının birbirinden bağımsız olmasıdır. Bu politikalar arasındaki içsel ilişki sermaye maliyeti ile kurulmaktadır. Firmalar uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını özsermaye ve uzun vadeli borçlarla sağladıklarından, bu kaynakların hesaplanabilir bir maliyeti olmaktadır. Sermaye maliyeti, özsermaye ve uzun vadeli borçların kendi toplamları içerisindeki ağırlıkları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Sermaye maliyeti hesaplanmasında kısa vadeli yabancı kaynaklar dikkate alınmamaktadır. Firmaların yatırımlarını (sermaye bütçelemesi), uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermayeleri ile finanse etmeleri gerekmektedir. Burada, “yatırım” kavramı ile ifade edilmek istenen yatırım tutarı ile bu yatırımın ihtiyaç duyacağı net işletme sermayesi toplamıdır (Ercan, vd, 2006: 13).

Şekil 1.1. Sermaye Maliyeti Dağılımı



Kaynak: Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2005); *Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakları aşan kısmı olan net işletme sermayesinin finansmanı, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermaye ile yapılmaktadır. Firma, aktifine yapacağı her bir duran varlık yatırımı için ek net işletme sermayesine ihtiyaç duyabilecektir.

İşletme sermayesi (brüt işletme sermayesi) kavramı ile ifade edilen dönen varlıklardır. Şekil 1.1’de görüldüğü gibi, dönen varlıkların bir kısmı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynaklar ve bunun karşılığı olan dönen varlık tutarı işletmenin faaliyeti sırasında kendiliğinden oluşan kaynakları ve varlıkları ifade ettiğinden, finansmanına ihtiyaç duyulan kısım net işletme sermayesi olmaktadır (Pinches, 1992: 200). Bu çalışmada sermaye maliyeti ile ifade edilen ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Firma değerinin tespit edilmesinde en önemli unsurlardan birini oluşturan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin doğruya en yakın şekilde hesaplanması gerekmektedir. Sermaye maliyetinin olması gerekenden farklı hesaplanması durumunda, firma kabul etmemesi gereken bir yatırım için kabul kararı verebilirken, kabul etmesi gereken bir yatırım için de ret kararı verebilmektedir.

1.1.1.Borç Maliyeti

Sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan borcun maliyetini en basit ifade ile faiz oluşturmaktadır. Firmaların borç maliyetleri piyasada oluşan faiz oranlarına göre değişiklik göstermektedir. Borcun maliyeti, firmanın uzun vadeli borçlarının maliyeti olup, firmanın yatırımları bu kaynaklarla finanslanmaktadır. Kısa vadeli borçlar firmanın günlük faaliyetlerindeki sürekliliği sağlamak için gerektiğinde başvuru kaynakları olup, yatırımların finansmanında kullanılmamasından dolayı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında dikkate alınmamaktadır (Ross, vd.2002: 300).

Firmaların başlıca uzun vadeli borçlanma araçları, banka kredileri ve tahvillerdir. Uzun vadeli banka kredilerinin nominal maliyetini sözleşmede yer alan faiz oranı oluşturmaktadır. Firma, piyasada oluşan uzun vadeli banka kredileri faiz oranlarına göre mevcut borcunu yenileme imkânına sahip olmasına karşın, genellikle

yapılan sözleşmeler banka lehine olup, firmanın yeni koşullara göre bu ilişkiyi yeniden yapılandırmasını engelleyecek hükümlerle caydırıcı olmaktadır. Tahvil maliyeti ise, üzerinde yazılı olan kupon faiz oranı değil, piyasada oluşan getiri oranı olmaktadır

1.1.1.1. Tahvil Maliyeti

Tahvil, anonim şirketlerin, kanunla tahvil ihracına izin verilen kamu kurum ve kuruluşlarının uzun vadeli borçlanmak amacıyla ihraç etmiş olduğu nominal değerleri eşit ve ibareleri aynı olan, nama ve hamiline yazılı olarak çıkartılabilen bir menkul kıymettir. Tahvilde esas olan vadesinin bir yıldan uzun olmasıdır. Tahvilin üzerinde yazılı olan tutar nominal değer, tahvilin üzerinde yazılı olan faiz oranı da kupon faiz oranı olarak adlandırılmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 99).

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1 + k_d)^t} + \frac{C_n + A}{(1 + k_d)^n}$$

P_0 = Tahvilin piyasa fiyatı

C= Yıllık faiz ödemeleri

k_d = Yatırımcının beklediği getiri oranı

1.1.2. Özsermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin iki temel unsurundan biri olan özsermaye maliyetinin hesaplanması borç maliyetine göre daha subjektif unsurlar içermektedir. Halka açık ve hisse senetleri borsada işlem gören firmalarda hissedarın getirisi sermaye kazancı ve temettü getirisinden oluşmaktadır (Akgüç,1998: 470). Hissedarın beklediği bu getiri firma için de özsermaye maliyetini oluşturmaktadır. Bu oran, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bulunmasında özsermaye maliyeti olarak hesaplamalara dâhil edilmektedir. Halka açık olmayan firmalarda özsermaye maliyeti hesaplamalarında, aynı sektörde faaliyet gösteren benzer özelliklere sahip halka açık firmaların özsermaye maliyetleri kullanılmaktadır.

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında farklı modeller kullanılmakla birlikte, temelde kar payı modeli ve sermaye varlıkları fiyatlama modelinden yararlanılmaktadır (Ercan vd, 2006: 21).

1.1.2.1. Özsermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli İle Hesaplanması

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasına ilişkin ilk yaklaşım Myron J. Gordon'un kar payı modeli olup, bu model hisse senedinin fiyatını, gelecekte elde edilecek kar paylarının bugünkü değeri olarak ifade etmektedir. Buradaki temel varsayım, kar paylarının sonsuza kadar eşit tutarlarda gerçekleşeceğidir. Ödenecek kar payları $D_1, D_2, \dots, D_\infty$ olarak ifade edilir ve bunların da birbirine eşit olduğu kabul edilecek olur ise, hisse senedinin bugünkü fiyatı (P_0);

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

olmaktadır (Ercan vd, 2006: 17).

Burada; k_e hissedarların beklediği getiri oranı, bir başka ifade ile firma için özsermaye maliyeti olmaktadır. Firmanın kar paylarında artış olmaması ve hisse başına karın ödenen kar payına eşit olması durumunda, büyüme sıfır olacaktır. Bu durumda, P_∞ 'un bugünkü değerinin sıfır olacağı kabul edildiğinde hisse senedinin bugünkü fiyatını aşağıdaki ifade göstermektedir.

$$P_0 = \frac{D}{k_e}$$

Firmanın gelecekte sürekli olarak büyüyeceği ve kar paylarının her yıl sürekli olarak sabit g oranında artacağı kabul edildiğinde; hisse senedinin bugünkü fiyatı;

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

olmaktadır.

Hisse senedinin sonsuzdaki fiyatının bugünkü değerinin sıfır olduğu kabul edildiğinde;

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

hisse senedinin bugünkü fiyatı;

$$P_0 = \frac{D_1}{(k_e - g)}$$

veya

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k_e - g)}$$

olup, buradan

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

sonucuna ulaşılmaktadır.

Yukarıdaki formülde yer alan D_1 ilk ödenecek temettü tutarını, D_0 ise, ödenmiş son kar payı tutarını ifade etmektedir. Önemli bir nokta da, iskonto oranı (k_e)'nin, büyüme oranı (g)'den büyük ($k_e > g$) olması gerektiğidir. Büyüme oranının tahmininde, firmanın geçmiş yıllardaki finansal verilerinden, içinde bulunduğu sektör ortalamalarından ve sektörün öncü göstergelerinden, geleceğe yönelik ekonomik, politik ve konjonktürel beklentilerden yararlanılmaktadır (Başoğlu, vd, 2001: 200).

Yeni kurulan ve büyüme trendinde olan firmalar, kuruluşlarının ilk yıllarında kar paylarını dağıtmayarak hızlı büyüme eğilimi içerisine girebilmektedir. Eğer hızlı büyümeye ait bu dönemler tahmin edilebiliyorsa ve bu dönemden sonra sonsuza kadar tekrar sabit oranda büyüme bekleniyor ise, hisse senedinin bugünkü fiyatı aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \left[\frac{D_{n+1}}{(k_e - g)} x \frac{1}{(1+k_e)^n} \right]$$

Burada; $D_{n+1}/(k_e-g)$ ifadesi P_n 'i göstermekte olup, bunun $1/(1+k_e)^n$ şimdiki değer faktörü ile çarpılması sonucunda P_n 'in bugünkü değeri bulunmaktadır.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \left[P_n x \frac{1}{(1+k_e)^n} \right]$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

Yukarıdaki ifadenin ilk kısmı, hızlı büyüme dönemi olan n yılına kadarki kar paylarının bugünkü değerini göstermektedir. Bu iki tutarın toplamı, bu modele göre hisse senedinin olması gereken fiyatını vermektedir.

1.1.2.2. Özsermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli İle Hesaplanması

William Sharpe, John Linter ve Jack Treynor tarafından geliştirilen sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, hisse senedinin fiyatının, özsermaye maliyetinin ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin belirlenmesinde kullanılan kolay, anlaşılabilir ve uygulanabilir bir modeldir.

Bu model ile risksiz getiri oranı, pazarın risk primi ve hisse senedinin beta katsayısı kullanılarak özsermayenin maliyetini hesaplamak mümkündür. Modelin genel ifadesi;

$$k_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

olup,

k_e = Özsermaye maliyetini (yatırımdan beklenen getiri)

k_{rf} = Risksiz faiz oranını

k_m = Pazarın beklenen getirisini

$(k_m - k_{rf})$ = Pazar risk primini

β = Hisse senedinin beta katsayısını (sistemik riskini) ifade etmektedir.

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, teoride bir takım eleştirilere maruz kalmasına rağmen, kolay uygulanabilirliği bakımından kabul gören bir yöntem olup, özellikle kar payı ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Bu modele göre, özsermaye maliyeti hesaplamalarında risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve hisse senedinin betasının doğru olarak belirlenmesi gerekmektedir (Türko, 1999: 480).

Risksiz faiz oranı olarak, kısa vade için mevcut durumda vadesi en uzun hazine bonusu faiz oranını; uzun vade için de kullanım amacına yönelik olarak 2-5-10-20 yıl ve üzeri vadeli devlet tahvili faiz oranlarını kabul etmek mümkündür.

Pazar risk primi, pazar portföyünün beklenen getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark olup, genellikle hisse senetlerinin geçmişteki ortalama getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri kullanılıp geçmişe dönük olarak hesaplanabilmektedir (Özgülbaş, 2010: 43).

Model, sistemik olmayan riskin iyi bir portföy çeşitlendirmesi ile dağıtılabileceği varsayımından hareketle sadece sistemik riski dikkate almaktadır. Beta katsayısı, hisse senedi getirisinin pazar portföy getirisine olan duyarlılığını göstermektedir. Bir başka ifade ile hisse senedinin piyasa ile birlikte hareket etme eğilimini yansıtmakta olup, pazar portföyünün betası 1'dir (Ege ve Bayrakdaroğlu, 2008: 351).

Firmanın hisse senetlerinin borsada işlem görmesi durumunda, beta katsayısının hesaplanması oldukça kolaydır. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmaların beta katsayılarının belirlenmesinde uygulanan yöntem ise, borsada işlem gören ve aynı sektördeki benzer firmaların beta katsayılarının kullanılmasıdır.

Bir hisse senedinin beta katsayısı 1 ise, pazar portföyüne eşit bir riske sahiptir. Betası 1 olan hisse senedi, pazar portföyünün ortalama getirisinde meydana gelecek artış ya da azalış oranına bağlı olarak, pazar ile aynı oranda ve aynı yönde

etkilenmektedir. Hisse senedinin beta katsayısının 1'den büyük olması bu varlığın beklenen getirisinin, buna bağlı olarak risk priminin yüksek olduğunu ifade etmektedir (Karan, 2004: 398).

1.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Farklı kaynaklardan sağlanan sermaye unsurlarının ayrı ayrı maliyetleri bulunmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın herhangi bir tarihteki bilançosunun pasifinde yer alan uzun vadeli borçlarının ve özsermayesinin piyasa değerlerine göre ağırlıklandırılarak hesaplanmaktadır. Söz konusu hesaplama üç aşamada yapılmaktadır. Birinci aşamada, sermayeyi oluşturan her bir unsurun toplam sermaye içerisindeki payı, ikinci aşamada her bir sermaye unsurunun maliyeti hesaplanmaktadır. Üçüncü ve son aşamada ise, sermaye unsurlarının toplam sermaye içerisindeki ağırlıkları ile sermaye maliyetleri çarpılmaktadır. Bulunan bu değerlerin toplamı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturmaktadır (Gürsoy, 2007: 298).

Uzun vadeli borçların ve özsermayenin piyasa değerleri toplamına (W_d+W_e) %100 denildiğinde, bunun içerisinde (W_d) uzun vadeli borçların ağırlığını, (W_e) ise, özsermayenin ağırlığını ifade etmektedir. Uzun vadeli borçların vergi öncesi faiz oranı (k_d) ve hissedarların beklediği getiri oranı, başka bir ifadeyle özsermayenin maliyeti (k_e) ile gösterildiğinde, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_{WACC}) aşağıdaki gibi ifade edilmektedir. Burada, T , firmanın yükümlü olduğu marjinal kurumlar vergisi oranını göstermektedir (Ercan vd. ,2006:25)..

$$k_{WACC} = [W_d \times k_d \times (1-T)] + [W_e \times k_e]$$

1.1.3.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli İle Hesaplanması

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, genellikle hisse senedi değerlemesinde ve özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılmakla birlikte ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında da kullanılabilir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 108).

Sermaye varlıkları fiyatlama modelinde $k_i = k_{rf} + \beta_i(k_m - k_{rf})$ ifadesinde β_i özsermayenin betasıdır. Borcun β sı büyük ve istikrarlı firmaların ihraç edecekleri tahviller (blue-chip firma tahvilleri) için sıfır kabul edilebilmektedir (Ercan ve Ban, 2004: 107). Eğer bir firmanın bilançosu aşağıdaki gibi gösterilecek olursa;

Varlıklar (V)	Borçlar (D)
	Özsermaye (E)

Burada, borcun değeri (D) ve özsermayenin değeri (E)'nin toplamı firmanın varlıklarının değerine (V) eşit olmaktadır.

$$V = D + E$$

Yukarıda gösterilen firmanın aktifi ve pasifi için aşağıdaki ifade yazılabilir.

$$\beta_{Portföy} = \beta_{Varlık} = \beta_{Borç} \frac{D}{D + E} + \beta_{Özsermaye} \frac{E}{D + E}$$

1.2. SERMAYE YAPISI KAVRAMI

Firmanın varlığını sağlıklı bir biçimde sürdürebilmesi ve firma değerinin maksimum kılınması açısından sermaye yapısı kararları önem taşımaktadır. Firmaların sermaye yapısı ülkeye, sektöre ve firmaya göre farklılık göstermektedir.

Optimal sermaye bileşimine ulaşabilmek için, firmalar çeşitli analizler yaparak sermaye kombinasyonları oluşturmaktadır. Sermaye yapısı kararlarıyla ilgili sorunlar; firmaların finansal kaynaklarının türleri, oranlarının ne olacağı, ağırlıklarının zaman içindeki değişimleriyle ilgili olarak ortaya çıkmaktadır. (Kabakçı, 2008: 168). Firmalar, piyasa değerlerini maksimum kılmak için sermaye yapısı bileşimini optimize etmelidir. Sermaye yapısı, bilançonun pasif kısmında yer alan uzun vadeli borç ve özsermaye bileşiminden oluşmaktadır. Diğer bir anlatımla, sermaye yapısı işletmenin uzun vadeli borçları, hisse senetleri ile dağıtılmayan karlar

gibi uzun dönemli finansman kaynaklarını ifade etmektedir (Kouski ve Said, 2012: 214).

1.2.1 Faaliyet Riski

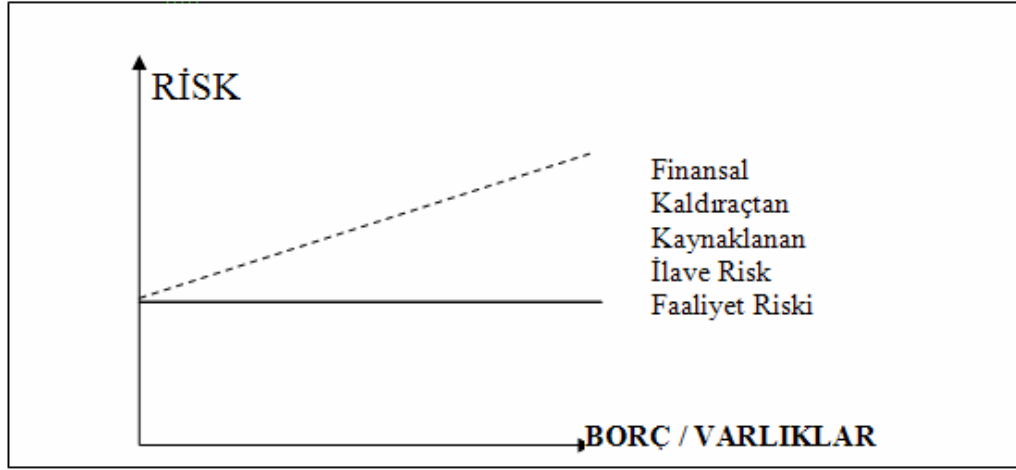
Faaliyet riski, firmaların sermaye yapısının en önemli belirleyicilerinden olup, bir firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan ve adi hisse senedi sahiplerinin karşılaştıkları riski ifade etmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006:456). Borçlanma yoluna gitmeyen firmalar için faaliyet riski, varlıklar üzerinden gelecekte sağlanacak olan getirilerin tahminindeki belirsizlik ile ölçülmektedir. Firma finansmanda, %100 özsermaye ile finanslama yapıyorsa aktif karlılığı ile özsermaye karlılığı aynı olacaktır. Dolayısıyla faaliyet riskinin ölçülmesinde firmanın özsermaye üzerinden sağlayacağı getirideki belirsizlik de kullanılabilir (Brigham, 1989:450). Faaliyet riski sektörden sektöre değişebileceği gibi aynı sektörde bulunan firmalar arasında da değişiklik gösterebilmektedir.

1.2.2 Finansal Risk

Finansal risk; firma borçlanma yoluyla finansman kararı verdiği takdirde mevcut hissedarların katlandığı ek risktir. Hissedarlar firmanın varlıklarının gelecekte sağlayacağı getirinin belirsizliğinin yaratmış olduğu faaliyet riskine katlanmaktadır. Buna ek olarak firma, borçlanma yoluna giderse, bu finansal riskin hissedarlar üzerinde yoğunlaşmasına neden olacaktır (Jagdish, 2011: 27). Bu yoğunlaşma, firmadan sabit faiz getirisi sağlayan ve finansal riskin hiçbir kısmını üstlenmeyen borç sahipleri sebebiyle ortaya çıkmaktadır (Brigham, 1999:370). Finansal risk, finansal kaldıraç derecesinden etkilenmektedir. Finansal kaldıraç, borç / özsermaye oranı olarak da bilinmekte ve firmanın faiz ve vergi öncesi karındaki yüzdesel değişimin hisse başına karda meydana getirdiği yüzdesel değişimi ifade etmektedir. Bir firmada finansal kaldıraç yükseldikçe firmanın sabit nitelikli faiz giderleri yükselmektedir. Firma bu giderleri karşılayabilmek ve yaşamını devam ettirebilmek için faiz ve vergiden önceki karını arttırmak zorundadır. Finansal kaldıraç bir yandan hisse başına düşen karı arttırırken diğer yandan da firmanın iflas riskini arttırmaktadır (Okka, 2005: 362). Finansal risk, firmanın finansman

kaynakları arasında sabit gider niteliğinde faiz yükü getiren, firma dışı kaynakların bulunmasından dolayı ortaya çıkmaktadır. Sermaye yapısının oluşumunda borç kullanmayan, yani tamamen özsermaye ile finanse edilen firmalar finansal risk ile karşı karşıya kalmayacaktır (Aydın vd., 2006: 253). Firmaların sahip oldukları faaliyet riski ile borçlanma sonucunda katlanmak zorunda kaldıkları finansal risk düzeyleri Şekil 1.2’de gösterilmiştir.

Şekil 1.2: İşletmenin Risk Düzeyi



Kaynak: Aydın Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Coşkun (2006); **Finansal Yönetim**, Birinci Basım, Aktüel Tanıtım & Baskı Hizmetleri, Eskişehir, s. 254.

Şekilden de görülebileceği gibi, faaliyet riski firmanın faaliyetleri sonucunda başarılı olup olmasının yarattığı belirsizliğin getirdiği risktir. Finansal risk ise, firmanın borç ihracı yoluna gitmesi sonucu hissedarların yüklendiği ek risktir. Şekilde X seviyesinden sonra firmanın finansal riski başlamaktadır.

1.3 SERMAYE YAPISINA İLİŞKİN TEMEL TEORİK YAKLAŞIMLAR

1.3.1 Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

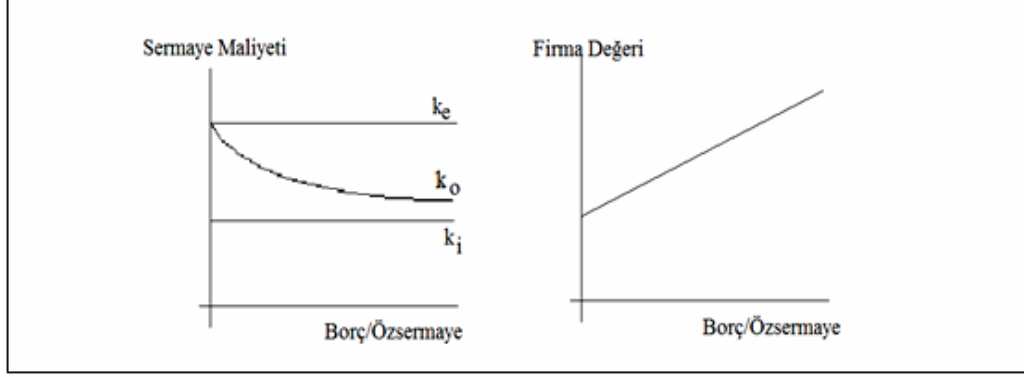
Optimal sermaye yapısının nasıl olması gerektiği sorusuna yanıt arayan klasik yaklaşımlar Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Geleneksel Yaklaşım sonrasında Modigliani ve Miller (MM) yaklaşımıdır.

1.3.1.1 Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, sermaye yapısı içerisinde borcun payının artmasına bağlı olarak firma değerinin artacağını savunmaktadır. Söz konusu yaklaşım kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate almakta olup, maksimum borç düzeyinde firmanın değerinin de maksimum olacağını belirtmektedir (Akgüç, 1998: 487).

Borçlanma maliyeti özkaynak maliyetinden düşük olduğu için, firmalar sermaye yapıları içerisinde borç oranını arttırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve böylece piyasa değerlerini arttırmak olanağına sahiptir. Net Gelir Yaklaşımı'nın dayandığı kritik varsayım borç/özsermaye oranı artarken borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin değişmeyeceğidir (Mukherjee ve Mahakud, 2012: 41-55). Net gelir yaklaşımı borçlanmanın firmanın finansal riskini arttıracağını, bunun sonucunda yerini borçlanmanın maliyetinin yükseleceğini, dolayısıyla da özsermaye sahiplerinin daha yüksek getiri beklentisine gireceklerini göz ardı etmektedir.

Grafik 1.1: Net Gelir Yaklaşımı



Kaynak: Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2008); **Değere Dayalı İşletme Finansı- Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.

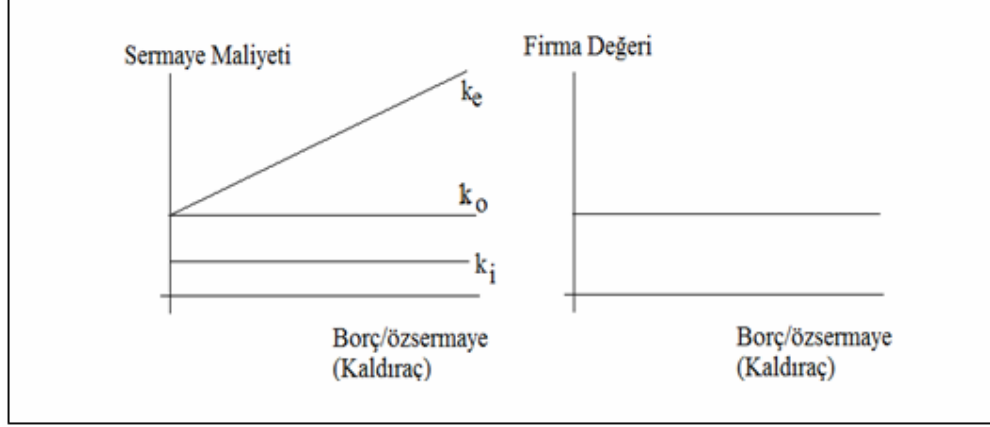
Grafik görüldüğü gibi, net gelir yaklaşımında bir firma, borçlanma yoluyla daha doğru bir deyişle borç/aktif toplamı oranını (kaldıraç faktörünü) arttırarak, sürekli olarak sermaye maliyetinin düşürmek ve piyasa değerinin yükseltmek olanağına sahiptir.

1.3.1.2 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı, firma değerinin firma sermaye yapısından bağımsız olduğu görüşünü savunmaktadır. Firmanın sermaye yapısını değiştirmesinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkilemeyeceğini dolayısıyla da firma değerinin değişmeyeceğini belirtmektedir (Ercan ve Ban, 2008:231). Net faaliyet geliri yaklaşımını dayandığı temel varsayım borçların maliyetinin tüm borç/özsermaye bileşimlerinde aynı olduğudur. Firmanın borçları arttıkça borçlara bağlı olarak firmanın finansal yapısı riskli hale gelmekte, firmanın artan riskine karşı ortaklar daha yüksek getiri beklentisi içerisine girmektedir. Bu nedenle, borç maliyeti düşük olsa bile daha yüksek oranda bir borç düzeyinin özsermaye maliyetini yükseltmesi sonucunda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltmak, dolayısıyla da firmanın piyasa değerini yükseltmek mümkün olmamaktadır (Okka,2005:372).

Net faaliyet geliri yaklaşımının dezavantajı borçlanma düzeyinin yükselmesi sonucunda borç maliyetinin aynı kalacağını savunması, diğer bir ifade ile finansal risk düzeyinin değişmeyeceğini varsaymasıdır (Lin ve Hung, 2012: 169).

Grafik 1.2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşım



Kaynak: Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2008); **Değere Dayalı İşletme Finansı- Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.

Grafik'te görüldüğü gibi, firmanın başlangıç ortalama sermaye maliyeti (k_o) özsermayenin maliyetine (k_e) eşit olmaktadır. Firmanın borçları (k_d) arttıkça riski de artmaktadır. Artan riske karşı ortakların beledikleri kar düzeyi özsermaye maliyetini (k_o) artırmaktadır. Özsermaye maliyetinin artması, ortalama sermaye maliyetinde beklenen düşüşü gerçekleştirilmekte, dolayısıyla ortalama sermaye maliyeti düşük oranlardaki kaynak bileşimlerinde sabit kalmaktadır.

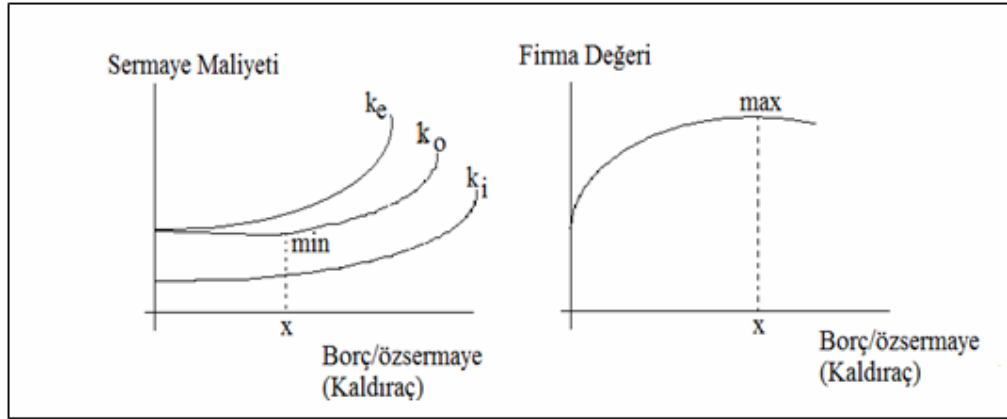
1.3.1.3 Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım, her firma için tek bir optimal sermaye yapısı olduğunu savunmaktadır. Firmalar finansal kaldıraçtan yararlanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmekte, buna bağlı olarak piyasa değerlerini yükseltmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 130). Söz konusu yaklaşım net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımının ortak bir uygulamasını oluşturmaktadır. Firmalar belli bir düzeye kadar borçlanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte, o borçlanma düzeyinden sonra hem

özsermaye maliyeti hem de borç maliyeti, artan finansal risk nedeniyle yükseldiğinden, ortalama sermaye maliyeti de yükselmektedir. Ancak bir firma sınırsız bir şekilde borçlanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltamaz (Brealey vd., 2001: 393).

Geleneksel yaklaşımda firmanın ortakları sermaye yapısı içerisinde borç düzeyinin artması ile beklentilerini, dolayısıyla firmanın özsermaye maliyetini yükseltmektedir. Aynı şekilde firmaya kredi sağlayanlar da firmanın borç düzeyinin yükselmesine bağlı olarak firmayı daha riskli görmekte ve kredi maliyetlerini yükseltmektedir.

Grafik 1.3: Geleneksel Yaklaşım



Kaynak: Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban (2008); **Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.

1.3.1.4 Modigliani ve Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller (1958) yılında yapmış oldukları çalışmalarında, etkin bir piyasada vergi, iflas maliyetleri ve asimetrik bilginin olmadığı varsayımı altında firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu belirtmiştir. Bir başka ifade ile finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun firmanın sermaye maliyeti değişmemektedir.

Modigliani-Miller yaklaşımının dayandığı temel varsayımlar aşağıda belirtilmiştir (Türko, 1994:505; Akgüç, 1998:497; Ceylan, 2003:224);

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Başka bir ifadeyle piyasa ile ilgili bilgiler yatırımcılar tarafından kolaylıkla ve sıfır maliyetle elde edilebilmektedir. Menkul kıymetler en küçük parçalara bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel bir şekilde hareket etmektedirler.
- Gelecek dönemlerde elde edilmesi umulan faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarının değerleri ile şimdiki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları aynıdır.
- Firmalar eş risk kategorilerine göre sınıflandırılabilir. Her eş risk kategorisine giren firmanın iş riski, diğer bir deyişle gelecekte beklenen gelirin elde edilmeme olasılığı aynıdır.
- Gelir üzerinden alınan vergiler modele dâhil edilmemiştir.(Daha sonra kaldırılmıştır).
- İflas maliyetleri yoktur.
- Firmaların yatırım beklentileri konusunda yatırımcılarda homojen beklentiler söz konusudur.

Söz konusu varsayımlardan hareket eden Modigliani-Miller, daha sonra aşağıdaki sonuçlara ulaşmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 253–254):

- Firmanın piyasa değeri, sermaye maliyeti ve sermaye yapısından bağımsızdır. Firmanın piyasa değeri, gelecekte beklenen nakit akımlarının firmanın risk sınıfına uygun iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda bulunan değerdir.
- Firmanın borçlanması nedeniyle finansman riski arttığından, özsermaye maliyeti de artmaktadır. Ortaklar, artan finansman riski nedeniyle, daha yüksek kar payı beklemektedir. Başka bir ifadeyle, düşük maliyetli yabancı kaynağın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisi, özsermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkmaktadır.

- Yatırım kararları için uygulanacak iskonto oranı yatırımın finansman kompozisyonundan tamamen bağımsız olup, Modigliani-Miller'ın görüşüne göre, yatırım kararları ile finansmanı kararlarının birbirine etkisi yoktur.
- Vergiden sonraki borçlanma maliyeti sabittir.
- Ortalama sermaye maliyeti, firma borçlandıkça azaltmaktadır.

Modigliani-Miller Önergeleri

Modigliani-Miller üç temel önerme ileri sürmektedir:

Modigliani-Millerin I. önermesi

Modigliani-Millerin I. Önermesinde firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu kabul etmektedir. Modigliani-Millerin I. Önermesine göre aynı risk sınıfında bulunan firmaların, varlıklarını özsermaye ya da yabancı kaynak ile finanse etmeleri firma değerinde bir değişikliğe neden olmayacaktır (Baldemir ve Süslü, 2008: 259-268). Eğer aynı risk kategorisinde bulunan iki firmadan biri tamamen özsermaye ile diğeri kısmen özsermaye kısmen de yabancı kaynak ile finansmanmışlarsa, bu iki firmanın piyasa değerleri tam rekabet piyasasında aynı olacaktır. Bunun nedeni arbitraj işlemidir. Modigliani-Millerin önermeleri sermaye piyasasında arbitraj yapılmasına dayanmaktadır. Modigliani-Miller I. önermesinde “Net Faaliyet Geliri Yaklaşımını” desteklemektedir (Yenice, 2001: 89).

Modigliani-Millerin II. Önermesi

Modigliani-Miller'in II. önermesi ise firmanın özsermaye maliyetinin, sermaye yapısının pozitif yönde doğrusal fonksiyonu olduğunu kabul etmektedir. Firmanın kazançları üzerinden ödedikleri kurumlar vergisi modele eklenerek, kurumlar vergisinin firma değeri ve kaynak maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir (Yenice, 2001: 90). Faiz borcu muhasebe açısından bir gider kalemi olduğundan, vergiye konu olan kazançtan indirilebilmektedir. Modigliani-Miller II. önermesindeki bu durumu, verginin olduğu bir piyasada yabancı kaynak kullanımının, özsermayede doğabilecek olumsuz etkiyi vergi kalkanı ile önlediğini

savunmaktadır. Modigliani-Miller'in II. önermesine göre borç düzeyi arttıkça firma değeri de artmaktadır. Ancak bu durum sonsuza kadar devam etmemekte ve firmaların kullandıkları borç miktarı belirli bir noktayı geçtiğinde firma değeri azalmaya başlamaktadır.

Modigliani-Miller'in III. Önermesi

Modigliani-Miller'in III. önermesi ise iflas maliyetleri ve temsil maliyetlerinin dikkate alınmasıyla, kaldıraçın 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 temsil maliyetleridir. Finansal sıkıntı maliyetleri, kredi açanlara verilen sözler yerine getirilemediğinde veya ödemede güçlüklerle karşılaşıldığında ortaya çıkan maliyetlerin bütünüdür. Temsil maliyetleri ise, firmanın yöneticileri ile hissedarları, hissedarları ile kredi verenleri arasındaki zıt yönlü kazanç beklentilerinden oluşan maliyetlerdir (Özaltın, 2006: 26)

Dayanılan varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle birçok eleştiriye konu olan Modigliani-Miller yaklaşımına karşı olan görüşler özellikle şu hususları ileri sürmektedir:

- Sermaye piyasalarında tam rekabet şartlarının tümüyle geçerli olduğunu söylemek imkânsızdır.
- Sermaye piyasalarında arbitrajı sınırlayan ve engelleyen faktörlerden söz edilebilir.
- Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetlerinin tüm firmalar için farklı olmasına yol açar.

1.3.2.Modern Sermaye Yapısı Teorileri

M-M (1958)'in sermaye yapısı üzerine öncü çalışmasından sonra sermaye yapısı üzerine modern teoriler geliştirilmiştir. Bunlar; Dengeleme, Asimetrik Bilgi, Finansal Hiyerarşi ve Temsil Maliyetleri teorileridir. Söz konusu teorilerde

firmaların sermaye yapısı kararlarını ve finansman tercihlerini etkileyen değişkenler belirlenmeye çalışılmaktadır.

1.3.2.1.Dengeleme Teorisi

Bu teoriye göre, firmanın borç-öz sermaye yapısı, borçlanmanın sağladığı avantaj ile neden olduğu dezavantaj arasındaki bir denge noktasında yer almalıdır. Firmalar, borçlanma sayesinde ödenen faizin sağlayacağı vergi tasarrufu ile yöneticileri finansal anlamda disipline edilmesi gibi avantajlara sahip olmaktadır (Azhagaiah ve Gavoury, 2011: 378). Bunun yanında firmalar aşırı borçlanma nedeniyle doğabilecek finansal sıkıntılara ve ortaklar ile kredi verenler arasında doğacak olan temsil maliyetlerine katlanmak zorundadır. Firmalar, böylece borçlanmanın yaratacağı maliyetler ile sağlayacağı avantajlar arasında bir dengeleme yapmak durumunda kalmaktadır (Jagdish, 2011: 27-29).

Dengeleme teorisi, hedef borç oranlarının firmadan firmaya değişebileceğini kabul etmektedir. Mali açıdan güçlü, maddi duran varlıkları olan ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan firmaların hedef borç oranları yüksek olabileceği gibi riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip kar düzeyi düşük firmalar ise öz kaynak ile finanslama yapmayı tercih edebilir. Dengeleme teorisi, kurumlar vergisi ödeyen firmaların borçlanmanın sağladığı vergi tasarrufu etkisi dolayısıyla, olabildiğince çok borçlanmasını öneren Modigliani – Miller önermesinin aksine önceden belirlenmiş bir borç oranı önermektedir (Gill ve Mathur, 2011: 3-4).

Tablo 1.1.'de dengeleme teorisine göre finansal kaldıraç düzeyi ile ilişki içerisinde bulunan faktörler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır (Karadeniz, 2008: 31).

Tablo 1.1. Dengeleme Teorisine Göre Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Efektif Vergi Oranı	Pozitif	DeAngelo ve Masulis (1980), Graham (1996), Newberry (1998), Graham (2003), Bancel ve Mitto (2004), Qian, Tian ve Wirjanto, (2007).
Firma Yaşı	Pozitif	Pittman (2002), Akhtar ve Oliver (2005).
Firma Büyüklüğü	Pozitif	Rajan ve Zingales (1995), Jaggi ve Gül (1999), Bhaduri (2002), Brierly ve Bunn (2005).
Vergi Kalkanına Tabii Borç Dışı Giderler	Negatif	DeAngelo ve Masulis (1980), Myers (1984), Myers ve Majluf (1984), Fama ve French (2002), Akhtar ve Oliver (2005).
Karlılık	Pozitif	Um (2001), Frank ve Goyal (2003).
Sabit Varlıkların Teminat Değeri	Pozitif	Frank ve Goyal (2003), Thornhill vd (2004), Akhtar (2005).
Kazançların Değişkenliği (İşletme Riski)	Negatif	Bhaduri (2002), Frank ve Goyal (2003), Bancel ve Mitto (2004), Brierley ve Bunn (2005).
İflas Maliyetleri	Negatif	Jaggi ve Gül (1999), Nengjiu vd. (2005).
Üretim Esnekliği	Negatif	MacKay (2003)
Yatırım Esnekliği	Pozitif	MacKay (2003), Bancel ve Mitto (2004), Yılıgör ve Yücel (2007)

Kaynak: Karadeniz, Erdinç (2008), Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi SBE, Adana.

Dengeleme teorisi, finans literatüründe kabul gören bir teori olmasına rağmen firmaların sermaye yapısı davranışlarını tam anlamıyla açıklayamadığı biçiminde eleştirilere de uğramaktadır (Berens ve Cuny, 1995, 1185). Fama ve French (1998), yaptıkları çalışmada borcun dengeleme teorisinin söylediği gibi bir vergi avantajı olmadığını belirlemişlerdir.

1.3.2.2.Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Dengeleme teorisinin açıklayamadığı bazı firma davranışlarının olduğu finans teorisyenleri tarafından belirtilmektedir. Firmaların hedef sermaye yapısı

belirlemeleri gerektiğini savunan dengeleme teorisine karşılık 1984'de Myers ve Majluf, Donaldson tarafından ortaya konan gagalama teorisinden esinlenerek finansman hiyerarşisi teorisini geliştirmiştir (Manaseer vd. ,2011:85).

Finansman hiyerarşisi teorisine göre, firmanın finansman politikası belirli bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Finansman hiyerarşisi, en az riskli ve bilgi maliyetinden en az etkilenen finansal kaynakların sıralanmasıyla oluşmaktadır. Firmaların kar payı ödemelerinde veya yatırım fırsatlarının finansmanında ilk tercih edilen kaynak firma içinde yaratılan finansal kaynaklardır. Bunu kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli borçlar izlemektedir. Hiyerarşinin en sonunda ise bilgi maliyetlerinden en fazla etkilenen hisse senedi ihracı bulunmaktadır. Teorinin temel dayanağını yöneticiler, hissedarlar ve tahvil sahipleri arasındaki bilgi asimetrisi oluşturmaktadır. Buna göre yöneticiler hissedarlara kıyasla hissedarlar da tahvil sahiplerine kıyasla firma hakkında daha fazla bilgiye sahiptir(Ercan vd.2006: 19).

Myers (1984) teoriiyi aşağıdaki biçimde açıklamaktadır:

- Firmalar öncelikle iç kaynaklardan finansmanı tercih etmektedir.
- Firmalar hedef kar payı oranlarını yatırım fırsatlarına göre ayarlamaktadır.
- Sabit kar payı ödemeleri ve karlılık ile yatırım fırsatlarındaki beklenmeyen dalgalanmalar iç fonların yatırım harcamalarından az veya çok olmasına neden olmaktadır. İç fonlar yatırım harcamalarını karşılamazsa nakit ve pazarlanabilir menkul kıymet portföyünden yararlanılmaktadır.
- Dış finansmana ihtiyaç duyulduğunda firmalar öncelikle en güvenli menkul kıymeti kullanacaktır. Başka bir deyişle öncelikle borç, sonra hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ve en son olarak da hisse senedi ihracına başvurmaktadır.

Firma yöneticisi gerek konumu, gerekse de deneyimleri nedeniyle firmanın durumu hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptir. Bunu bilen yatırımcılar firmanın ancak hisse senetleri aşırı değerli olduğunda hisse ihracına başvuracaklarını varsaymaktadır. Bu durum firmanın ihraç ettiği menkul kıymetlerin düşük fiyatlanmasına neden olmaktadır. Firma dış finansmana ihtiyaç duyduğunda, hatalı

fiyatlanma riski düşük, yatırımcılarda endişeye neden olmayan tahvil ihracına öncelik vermektedir (Hussain ve Gull, 2011:779-780).

Dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerine göre sermaye yapısı değişkenleriyle kaldıraç düzeyleri arasındaki ilişki aşağıdaki Tablo 1.2’de özetlenmektedir (Karadeniz, 2008: 35).

Tablo 1.2 Sermaye Yapısı Faktörleriyle Kaldıraç Düzeyi Arasındaki İlişkiler Açısından Dengeleme Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorilerinin Karşılaştırılması

Sermaye Yapısı Faktörleri	Dengeleme Teorisi	Finansal Hiyerarşi Teorisi
Firma Büyüklüğü	Pozitif <i>*Büyük firmalar daha fazla borç alma kapasitesine sahiptirler ve küçük firmalara göre borç piyasalarına daha kolay girebilirler</i>	Negatif <i>*Büyük firmalarda asimetrik enformasyon sorunu daha azdır. Bu nedenle küçük firmalara göre daha düşük özsermaye sermaye maliyetine sahiptirler</i>
Sabit Varlıkların Payı	Pozitif <i>*Daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar borçla finansmanda daha fazla teminata sahiptirler.</i>	Negatif <i>* Daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar daha az asimetrik bilgiye sahiptirler dolayısıyla daha fazla özsermaye sağlama eğilimindedirler.</i>
Büyüme Fırsatları	Negatif <i>*Fazla büyüme fırsatına sahip firmalar daha riskli oldukları için daha büyük finansal sıkıntı maliyetine sahiptirler. *Hızlı büyümeye sahip firmalar büyümesini riskli borçlardan kaynaklanan atıl kapasite sorununu hafifletmek için özsermaye ile karşılama eğilimindedirler.</i>	Pozitif <i>*Sahip olduğu varlıklardan daha fazla büyüme fırsatına sahip firmalarda (genelde küçük firmalar) yatırım projelerinin kalitesiyle ilgili dışarıdaki yatırımcılar ve firma yöneticileri arasında asimetrik bilgi sorunu bulunmaktadır.</i>
Karlılık	Pozitif <i>*Karlı firmalar düşük karlı firmalara göre daha fazla vergi giderlerine ve daha düşük iflas ihtimaline sahiptir. *Karlı firmalar fazla serbest nakit akımlarıyla ilişkili olan temsilcilik problemiyle karşı karşıyadır ve bu problem daha fazla borç kullanma ile azaltılabilmektedir.</i>	Negatif <i>*Karlı firmalar, daha az karlı firmalara göre alkonan karları kullanarak içsel finansman sağlamaktadırlar.</i>
Kazancın Riski	Negatif <i>*Gelir dağılımında dalgalanmalar meydana geliyorsa finansal sıkıntı maliyetlerinin azaltılması için daha az borç kullanılmaktadır.</i>	Negatif <i>*Daha yüksek nakit akımı değişkenliğinin yaşandığı zamanlarda riskli borçların kullanımı özsermaye ile finansmana göre daha az avantajlıdır. Bu nedenle firmalar bu zamanlarda finansal hiyerarşinin aşağısına doğru hareket etmeye zorlanmaktadır.</i>

Vergi Kalkanına Tabii Borç Dışı Giderler	Negatif * <i>Yüksek vergi kalkanına tabii borç dışı giderlere sahip firmalarda kaldıraç kullanımı azalmaktadır.</i>	Negatif * <i>Firmalarda vergi kalkanına tabii borç dışı giderler (amortisman) yükseldiğinde nakit çıkışı gerektirmeyen bir gider olarak göstereceği ve vergiden indirebileceği giderleri oluşacaktır. Bu giderler firma içinde fon yaratılmasını sağlamaktadır. Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisine göre kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisindedir.</i>
Serbest Nakit Akımları	Pozitif * <i>Dengeleme teorisinde serbest nakit akımlar ile kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki pozitifdir. Çünkü yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalar daha düşük riske sahip oldukları için borç piyasalarından daha kolaylıkla borç sağlayabilmektedirler.</i>	Negatif * <i>Yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalarda firma bünyesinde yaratılan fonlarda artacağından bu firmalardaki fon gereksinimleri yaratılan bu iç fonlardan sağlanmaktadır. Dolayısıyla kaldıraç düzeyi ile serbest nakit akımları arasında negatif ilişki bulunmaktadır.</i>
Firma Yaşı	Pozitif * <i>Dengeleme teorisine göre yaşça daha büyük olan firmaların geleceği hakkında asimetric bilgi düzeyi düşüktür. Düşük asimetric bilgi de daha yüksek kaldırıca olanak vermektedir.</i>	Negatif * <i>Finansal hiyerarşi teorisine göre bir firmanın yaşı ne kadar fazla ise birikimli fonlara sahip olma imkanı daha fazla olmakta böylelikle kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklara ihtiyacı da azalmaktadır. Dolayısıyla firma yaşı ile uzun ve kısa vadeli borçlanma arasında da negatif bir ilişki bulunmaktadır.</i>

Kaynak: Karadeniz, Erdinç (2008), Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi SBE, Adana.

1.3.2.3 Temsil Maliyeti Teorisi

Sermaye yapısı ile ilgili olarak incelenen konulardan biri de temsil maliyetleridir. Temsil maliyetleri, temsil sorunu sonucu ortaya çıkmaktadır. Firmaların hissedarları firma yönetimini profesyonel yöneticilere bırakmaktadır. Yöneticiler çalışmakta oldukları firmalarda hisse sahiplerinin temsilcisi konumunda bulunmakta olup, firma değerini maksimum kılma amacına hizmet etmelidir. Ancak bazı yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda firma kaynaklarının kullanabilmektedir. Söz konusu durum hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına sebep olmaktadır.

Temsil maliyeti teorisinde sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Erdinç, 2008: 42-44);

- Temsil maliyeti teorisine göre yönetim sahipliğinin düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü bir firmada yönetim sahipliği arttıkça yönetimin ilgisi firma borçlularına karşı artacak ve borcun temsil maliyetini azalacaktır.
- Temsil maliyeti teorisinde banka taahhütleri ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Bankalar, bilgi sağlayıcı bir rol üstlenerek borç verenlerle firma yöneticileri arasındaki uyuşmazlıkları ortadan kaldırmaktadır. Bu bağlamda banka taahhütleri firmaların borç alma, borç verenlerinde borç verme düzeylerini arttırmaktadır.
- Temsil maliyeti teorisine göre özellikle düşük hızda büyüyen büyük firmalarda serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü düşük büyüme hızına sahip firmalarda borç kullanımı firma içinde yaratılan serbest nakit akımlarının gereksiz şekilde kullanılmasını azaltmakta böylelikle serbest nakit akımlarına ait temsilcilik maliyetini de düşürmektedir.
- Borcun temsilci maliyeti açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında pozitif ilişki vardır. Rajan ve Zingales'e (1995) göre, bir firmanın varlıklarının büyük bir kısmı sabit varlıklardan oluşuyorsa bu varlıklar kullanılan borçlar karşısında teminat olarak kabul edildiği için borç verenlerin katlandığı borcun temsilcilik maliyetini azalttığını belirtmişlerdir. Bu durum ise firmanın kaldıraç düzeyini yükseltmektedir. Özsermayenin temsilcilik maliyeti açısından bakıldığında ise maddi duran varlıkların teminat değerinin yükselmesi borcun temsilcilik maliyetini azalttığı için borçlanma düzeyini arttırmaktadır. Bu durum ise özsermayenin temsilcilik maliyetini arttırmaktadır. Dolayısıyla Frank ve Goyal'a (2005) göre, özsermayenin temsilcilik maliyeti bakış açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında negatif ilişki olduğunu ifade etmişlerdir.
- Temsilci maliyeti teorisinde büyüme ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif, kısa vadeli borçlanma düzeyi ile pozitif ilişki bulunmaktadır. Bhaduri (2002), büyüyen firmaların gelecek yatırımları seçme durumunda daha esnek oldukları için daha büyük temsilcilik maliyetleriyle karşı karşıya

olduklarını ve bu bağlamda firmanın gelecekteki büyümesiyle uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif ilişki içerisinde bulunduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla büyüyen firmalar temsilcilik maliyetini önlemek için uzun vadeli borçlanmak yerine kısa vadeli borçlanmayı tercih etmelidir.

- Temsilci maliyeti teorisine göre, büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Buna göre firmaların geleceğe yönelik büyüme fırsatları arttıkça bu fırsatlardan yararlanmak amacıyla borçlanma düzeylerini düşük tutmaktalar ve daha fazla miktarda özsermaye kullanma eğiliminde olmaktadır (Rajan ve Zingales, 1995; Frank ve Goyal, 2003). Fama ve French (2002), borcun yöneticileri karlı yatırımlar üzerinden elde edilen ilave nakit kazancı üzerinden ödeme yapma hususunda zorlaması nedeniyle firma yöneticilerinin ilgisini menkul kıymet sahiplerinin çıkarlarına doğru yönlendirdiğini ifade etmişlerdir.
- Temsilci maliyeti teorisine göre, firma üst yönetimin tecrübe düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü tecrübelerine dayanarak menkul kıymetlerin fiyatları ve getirileri hakkında bilgi sahibi olan ve piyasa koşullarına göre menkul kıymet seçimi yapan yöneticileri bulunan firmalar değerlerini kolaylıkla yükseltmekte ve bu bağlamda borç kullanımının daha kolay gerçekleştirebilmektedir.
- Temsilci maliyeti teorisine göre büyüme fırsatının bulunmaması durumuyla borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü değerli yatırım fırsatları bulunmayan firmaların hisse senedi ihracına başvurmaları hissedarlar açısından kötü bir haberdır ve bir yönetim başarısızlığı göstergesidir. Dolayısıyla hisse senedi ihracı ile özsermaye sağlanmasının neden olacağı temsilcilik maliyeti borçla finansmanın neden olacağı temsilcilik maliyetinden yüksek olabilecektir.
- Temsilci maliyeti teorisinde firma büyüklüğü, yönetici ve yatırımcılar arasındaki çıkar çatışması nedeniyle artan borcun temsilcilik maliyetinin (denetleme maliyeti) bir göstergesi olarak kabul edilmektedir ve büyük firmalarda denetleme maliyetlerinin (monitoring cost) küçük firmalara göre

daha düşük olduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla büyük firmalar küçük firmalara göre daha fazla borç kullanmaktadır.

- Temsilci maliyeti teorisinde geleneksel olarak dış kaynaklardan fon bulma, yöneticileri proje hakkında dış yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğunu ve dış yatırımcıların projeyi izlemesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Ancak bu durum yöneticiler tarafından istenmeyen bir durumdur. Bu nedenle yöneticiler öncelikle alıkonan karları dış borçlara tercih etmektedirler.
- Temsilci maliyeti teorisinde çok uluslu firmalar yerel firmalara göre daha fazla denetim maliyetleri, dil farklılıkları, farklı yasal ve muhasebesel sistemler gibi sorunlarla karşı karşıyadırlar. Bununla birlikte çok uluslu firmaların yatırımcıları daha büyük bir bilgi boşluğuna ve bu nedenle daha yüksek araştırma maliyetlerine katlanmak durumundadırlar. Bu nedenle çok uluslu firmaların yerel firmalara göre daha düşük düzeyde borçlandıkları ifade edilmektedir.

1.3.2.4 İşaret Etkisi Teorisi

İşaret etkisi teorisi, firmaların neden öncelikle iç kaynakları daha sonra borcu ve en son da özsermaye artırımını tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. Borç kullanımındaki artış, şirketlerin piyasaya rapor olarak bildirdiği olumlu bir durumdur. Çok kârlı ve büyüme eğilimli firmalar daha az kârlı ve büyüme eğilimi olmayan firmalara nazaran daha fazla borçlanmaya gitmektedirler (Nunes ve Serrasqueiro, 2007: 551).

İşaret teorisinde borçlanma, firmanın başarısı hakkında dışarıdaki yatırımcılara işaret vermektedir. İşaret etkisi teorisine göre sadece düşük karlı firmalar özsermaye artırımına gitmektedir. Rasyonel yatırımcılar ise bunu önceden görebilmekte ve ilk halka arzda iskonto talep etmektedir. Bu iskonto, özsermaye artırımının maliyetini oluşturmaktadır. Borçlanma, sermaye piyasasına firmanın yüksek bir performansa sahip olduğunu göstermektedir (Frydenberg, 2004, 23).

İşaret etkisi teorisinde bir firmanın geleceği hakkında olumlu beklentiler varsa hisse senedi satışından kaçınılmaktadır ve firma normal hedef sermaye yapısı

ötesinde borç kullanmaktadır. Eğer firmanın geleceği hakkında olumsuz beklenti varsa firma hisse senetlerini satmak isteyecek ve böylelikle oluşacak kayıplar yeni yatırımcılar ile paylaşılacaktır. Özetle firmaların hisse senedi ihracıyla ilgili duyuruları, yatırımcılar açısından firma yöneticilerinin gelecekle ilgili olumsuz düşünceler içinde olduklarını ve firma değerinin düşük olduğu gösteren bir işaret olarak algılanabilmektedir. Dolayısıyla yeni hisse senedi ihracı duyurularından sonra firmanın hisse senedi fiyatı düşecektir (Dizdarlar, 1997: 65).

İşaret etkisi teorisinde sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

- İşaret etkisi teorisine göre firmayla ilgili potansiyel olumlu haberlerle firmanın kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır
- İşaret teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü büyük firmalar riskini iyi dağıtmış, borç piyasalarına kolay girebilen ve düşük bilgi edinme maliyetleriyle karşı karşıya olan firmalar oldukları için sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermektedirler
- İşaret teorisine göre firma yaşı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Çünkü genç firmalar daha fazla asimetric bilgi problemiyle karşı karşıyadırlar ve bu nedenle daha fazla borç kullanmaktadırlar
- İşaret teorisinin diğer bir varsayımına göre kar payı dağıtımı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü kar payı dağıtan firmalar daha az asimetric bilgi problemiyle karşı karşıya oldukları için daha düşük düzeyde borçlanmaktadır.
- Diğer bir varsayım faiz oranlarıyla kaldıraç düzeyi arasındaki negatif ilişkiyle ilgilidir. Firma yöneticileri, piyasa faiz oranlarının düştüğü veya firmanın hisse senetleri değerinin olması gerekenden daha düşük olduğu durumlarda borçlanarak, borçlanma haberiyle piyasadaki gelecek olumlu tepki karşılığında hisse senedi değerlerini olması gerekenden daha fazla yükseltmeyi amaçlamaktadır.

- Hisse senetleri aşırı değerlendirildiğinde ise firmalar fırsat pencereleri olarak ifade edilen yeni hisse senedi ihraç ederek fon sağlama stratejisinden yararlanmaktadır.
- İşaret teorisine göre yüksek kalitedeki firmalar daha fazla borç kullanmaktadır.

1.3.2.5 Asimetrik Bilgi Teorisi

Modigliani - Miller yatırımcıların bir firmanın geleceği konusunda onun yöneticileri ile aynı bilgiye sahip olduğunu varsayar bu durum simetrik bilgi olarak adlandırılmaktadır. Ancak yöneticilerin kendi firmaları konusunda dışarıdaki yatırımcılardan gerçekte daha iyi bilgi sahibi olduğu bilinmekte olan bir gerçektir. Bu durum asimetrik bilgi olarak adlandırılmaktadır ve optimal sermaye yapısı üzerinde önemli etkiye sahiptir (Brigham, 1989: 637).

1960’larda Gordon Donaldson bir çalışma ile firmaların gerçekte sermaye yapılarını nasıl oluşturduklarını araştırmıştır. Araştırmanın sonucunda Donaldson’un ulaştığı sonuçlar şunlardır:

- Firmalar dağıtılmamış karlar ve amortisman gibi içten yaratılan fonlarla finanslanmayı tercih eder.
- Firmalar, hedef kar payı ödeme rasyolarını belirlerken, gelecekte beklenen yatırım fırsatlarını ve gelecekte beklenen nakit akımlarını temel alır.
- Kar payları kısa faaliyetlerle yakından ilişkilidir. Firmalar kar payı ödemelerinde ve özellikle kar paylarının azaltılmasında önemli değişiklikler yapilamasını istemezler.
- Eğer dış finansman gerekli ise, firma önce borca (tahvil ihracı), daha sonra hisse senedi ihracına başvurur. Bu Donaldson’un “Pecking Order” (gagalama) sıralamasıdır.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI İLE DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa, Asya, Afrika ve Türkiye'de sermaye yapısı ile ilgili uygulamalı birçok bilimsel çalışma yapılmıştır. Söz konusu çalışmaların büyük bölümü sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyle ilgilidir. Söz konusu çalışmalar aşağıda sunulmuştur.

2.1. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ'NDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Sermaye yapısı ile ilgili ilk çalışma, Modigliani ve Miller (1958) tarafından yapılmıştır. Yapılan bu çalışmada, 43 elektrik firmasının 1947-1948 yıllarına ait veriler ile 42 petrol firmasının 1953 yılına ait verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak kar üzerinden alınan vergiler, firma iflası, asimetrik bilgi ve bunlar gibi piyasadan kaynaklanan maliyetlerin bulunmadığı durumlarda firma değeri ile sermaye yapısı arasında bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur.

Modigliani ve Miller (1963) diğer bir çalışmada da firmanın vergileri ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Modigliani ve Miller (1966) bu alanda yaptıkları bir başka çalışmada da 63 elektrik firmasının 1954-1957 yılları arasındaki verilerinden faydalanarak regresyon analizi yapılmıştır. Söz konusu çalışma, sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu tekrar ispatlamıştır. Ayrıca Miller (1977) kurumlar vergisi ve gelir vergisini birlikte kullanarak, verginin sermaye yapısı ve firma değeri üzerine olan etkilerini incelemiştir.

Kraus ve Litzenberger (1973) çalışmalarında optimum kaldıraç, borcun vergi avantajı ile iflas maliyetlerinin tamamı arasında bir denge noktasında bulunduğu işaret etmiştir. Myers (1984), çalışmasında dengeleme teorisini takip eden bir firmanın öncelikle bir hedef borç oranı belirlemesi gerektiğini ve faaliyetleriyle bu hedefe doğru adım adım ilerlemesinin uygun olacağını, bu hedefin

de borcun vergi kalkanı ile iflas maliyeti arasında bir denge noktasında olduğunu savunmuştur.

Ferri ve Jones (1979) çalışmalarında 233 firmanın 1969-1974 ve 1971-1976 dönemlerindeki bilanço ve gelir tablosu verilerini kullanarak yaptığı çalışmada, firmanın finansal yapısı ile sektörel sınıfı, büyüklüğü, gelirlerindeki değişkenlik ve faaliyet kaldırıcı arasındaki ilişkiyi incelemiştir.

Marsh'ın (1982) öz sermaye ile borç arasındaki tercih ile ilgili çalışmada, duran varlık yapısı zayıf, iflas riski yüksek olan küçük firmaların tahvil ihracıyla borçlanma yerine hisse senedi ihracına yöneldikleri tespit etmiştir.

Titman ve Wessels (1988) çalışmalarında 469 Amerikan firmasının 1974-1982 dönemindeki verilerini kullanarak yaptığı çalışmada farklı borç değişkenleri ile sermaye yapısını etkileyen etmenleri saptamayı amaçlamıştır.

Barton ve Gordon (1988), 1974 yılında Fortune 500 listesinde olup 1982 yılında da Fortune 500 listesinde olan 279 Amerikan firmasında 1970-1974 yılları arasında firma stratejisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre, firma riskliliğiyle ilgili stratejilerin firmaların sermaye yapılarını etkilediğini saptamıştır. Çalışmada karlılık ile borçlanma arasında negatif bir ilişki saptanırken, firma büyüklüğü, sermaye yoğunluğu ve kazançların riski ile borçlanma düzeyi arasında önemli bir ilişki saptanamamıştır.

Harris ve Raviv (1991), temsil maliyetleri, asimetric bilgi, ürün/girdi piyasa etkileşimleri ve firma kontrol unsurlarını temel alan sermaye yapısı teorilerini incelemiştir. Yazarlar bütün gruplar açısından sektörler arasında kaldıraç oranlarının farklılık göstermesine rağmen aynı sektördeki firmaların kaldıraç oranları arasında benzerlik olduğunu ortaya koymuştur.

Hatfield, Cheng ve Davidson (1994), ABD'de borsaya kote 183 firmayı endüstri ortalamasının altında ve üstünde (altında 77 firma ve üstünde 106 firma) borçlananlar olmak üzere iki gruba ayırarak ve bu firmaların 1982-1986 yıllarına ait borçlanma duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir.

Analiz sonucunda piyasanın, firmaların ait oldukları endüstri ortalamasının üstünde veya altında kaldıraç düzeyine sahip olmasına herhangi bir olumlu veya olumsuz tepki vermediği saptanmıştır. Bu sonuç Modigliani ve Miller'in (1958) firma değeri ile finansal kaldıraç arasındaki ilintisizlik teorisiyle paralellik göstermektedir.

Gosh, Cai ve Li (2000), ABD imalat işletmelerinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri analiz etmek için yaptıkları çalışmada sermaye yapısını etkileyen faktörlerin ampirik olarak test edilmesini üç farklı biçimde ortaya koymuştur. İlk çalışma konu ile ilgisi bulunan tüm bağımsız değişkenleri toplamanın yanı sıra işletme riski ile finansal kaldıraç arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. İkinci çalışma, sermaye yapısının belirlenmesinde endüstri özelliklerinin ne kadar etkili olduğunu test etmek amacıyla endüstri kukla değişkenini kullanmıştır. Son olarak ise, araştırmanın uygulama kısmı Compustat ve Fortune 500 tarafından elde edilen veriler üzerinde test edilmiştir. Araştırmada bağımlı değişken olarak uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranıyla ölçülen uzun vadeli borç oranı kullanılmıştır. Sermaye yapısını belirleyen bağımsız değişkenler olarak ise, işletme varlıklarının büyüklüğü, varlıkların büyüme oranı, borç dışı vergi kalkanı, varlık yapısı, net kar marjı, araştırma geliştirme giderleri, reklam giderleri, pazarlama satış ve dağıtım giderleri kullanılmıştır. İşletme riskinin ölçüsü olarak nakit akışlarındaki değişimin katsayısı göz önüne alınmış ayrıca endüstri sınıflandırması için de kukla değişkenler modele dâhil edilmiştir. Çalışmada kullanılan veriler Compustat veri tabanından sağlanmıştır. 1982-1992 dönem aralığı baz alınarak toplam 19 endüstriden 362 işletme üzerinde uygulama test edilmiştir. Daha sonra Fortune dergisinden 500 büyük imalat işletmesinin listesi elde edilmiş ve 1974-1992 yılları arasında toplam 21 endüstriden 256 işletme daha modele dâhil edilmiştir. Modelin test edilmesinde en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları varlık büyüklüğü, varlık yapısı, araştırma geliştirme giderleri ve reklam giderlerinin sermaye yapısı kararlarını belirleyen en önemli faktörler olduğunu göstermiştir. Bu bulgulara göre varlık büyüklüğü ve varlıkların teminat olarak gösterilebilme derecesi ile finansal kaldıraç arasında pozitif, araştırma geliştirme giderleri ve reklam giderleri ile finansal kaldıraç arasında ise negatif bir ilişki olduğu rapor edilmiştir. Sonuçlar ayrıca, işletme riski ile finansal kaldıraç arasındaki ilişkinin önce arttığını sonra

azaldığını göstermiştir. Bu teorik çerçeveye uyumlu gözükmektedir çünkü işletme riski düşükken borçlanma seviyesi artmakta, risk yüksekken ise borç oranı azalmaktadır.

2.2 AVRUPA ÜLKELERİNDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Chen, Lensink ve Sterken (1998) Hollanda firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörler üzerinde çalışmıştır. Uluslararası firmaların yurtiçi firmalara kıyasla düşük borç oranına sahipliğini, büyüklük, karlılık, iflas ve temsilcilik maliyetlerinin kontrol edilmesinden sonra da geçerli olduğunu göstermişlerdir. Bu bulguya ek olarak yazarlar, uluslar arası faaliyetlerinin düzeyinin borçluluk oranı ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu bulmuşlardır.

Doesomsak, Puaudyal ve Pescetto (2004) Fransa da firmaların sermaye yapılarının belirleyicileri üzerine yaptıkları analizde, sermaye yapısı teorilerinin desteklediği biçimde borçlanma ile firma büyüklüğü arasında pozitif, büyüme fırsatları, vergi kalkanı, likidite ve hisse senedi fiyat performansları arasında negatif ilişki olduğu yaklaşımını kabullenmiştir. Ayrıca krizlerin kaldıraç oranlarıyla firmaya özgü değişkenler arasındaki ilişkileri değiştirdiğini savunmuştur.

Byoun'un (2008) firmaların hedef sermaye yapısının belirlenmesi üzerine yaptığı çalışmada, asimetrik bilgi ile maliyet ilişkisi arasında ters bir ilişki bulunmuş ancak pecking order teorisi ile firmanın optimal sermaye yapısına ulaşılabileceğini vurgulamıştır.

Váradı (2008) Budapeşte faaliyette bulunan firmalar üzerine, asimetrik bilgi açısından sermaye yapısı ve endüstri arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, bir firmanın finansman politikası en önemli motivasyon faktörlerini proje finansmanı, risk paylaşımı ve firmanın likitide garantisi olarak üç ana gruba bölmüştür. Çalışmanın sonucunda finans kararları sürecinde şirketin faaliyet gösterdiği endüstrinin firmanın sermaye yapısı için önemli olduğunu belirtmiştir.

Brav'ın (2009) İngiltere'deki tüm firmaların (kamu ve özel sektör) fon gereksinimi ve sermaye yapısının incelenmesi üzerine yaptığı çalışmada, firmaların fon bulma ve finansman politikalarında iki farklı sonuç bulmuştur. Bunlardan birincisi; kamu firmaları özel sektör firmalarına kıyasla daha az özsermaye ile finansman yapmaları sonucunda daha çok yabancı kaynak kullandıklarını saptamıştır. İkinci olarak da kamu firmaları dış finansal pazarlarda özel sektör firmalarından daha az kaynak sağlamak ve sonuç olarak da kamu firmalarının sermaye yapılarında borcun ağırlığının fazla olduğunu bulmuştur. İngiltere'de finansal piyasaların yeterli likitideye sahip olmadığını ve özel sektör firmaları ile kamu firmalarının sermaye yapılarında ki farklılığı ortaya çıkarmıştır.

Said ve Kouki (2012) yılında Fransa'da 277 firma üzerinde, pecking order teorisinin sermaye yapısı üzerine etkilerini inceledikleri çalışmada 1997-2008 yılları arasındaki verileri kullanmışlardır. Çalışmalarında; Büyüme, Karlılık, Vergi Kalkanı Etkisi, Maddi Duran Varlıklar, İflas Riski ve büyüme fırsatlarını bağımsız değişken olarak kullanmıştır. Bağımlı değişken olarak da firmaya serbest nakit akışlarını kullanmıştır. Araştırmanın sonucunda pecking order teorisinin pozitif bir etkisinin olduğunu belirtmiştir.

Artikis ve Nifora (2012) Yunanistan'daki firmaların sermaye yapısı ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, firmaların 1998-2009 arasındaki verileri kullanarak regresyon analizi yapmıştır. Çalışmanın sonucunda pazar risk primi, büyüklük ve firmanın kendine özgü faktörleri hisse senedi getirisi ile pozitif yönlü ilişkili olduğunu belirtmiştir. Ancak kaldıraç ve risk faktörleri hisse senedi getirisi ile negatif yönlü ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.3 ASYA VE UZAKDOĞU ÜLKELERİNDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Chen (2010) çalışmasında sermaye yapısının belirleyicileri ele alınmıştır. Çalışmada Çin'deki işletmelerin sermaye yapısı belirleyicileri olarak gelişmiş ülke ekonomilerindeki işletmelerle benzerlik gösterdiği ama bazı özel noktalarda ayrıldığı

ortaya konmuştur. Ayrıca sermaye seçimi kararlarında sırayla dağıtılmayan karlar hisse senedi ve uzun dönem borç sıralaması olduğu belirtmiştir.

Chang ve Yu (2010) ikincil pazarlardaki hisse senedi fiyatlarının sermaye yapısı kararlarına etkileri üzerine yaptıkları çalışmada, iki farklı belirleyici olduğunu; Bunlardan birincisi likitide ikinci olarak da bilgi asimetrisi olduğunu belirtmiştir. Ayrıca hisse senedi ve borç arasındaki ilişkinin sermaye yapısını nasıl etkilediğini araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda firmanın finansman kararları ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuştur.

Ruan, Tian ve Ma (2011) yılında yaptığı çalışmasında 2002-2007 yılları arasında Çin borsasındaki özele sektör firmalarının verilerini kullanarak sermaye yapısı tercihlerinin firma performansı üzerine (yönetimi elinde bulunduranlar açısından) etkilerini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda firmanın sermaye yapısı ve temsil maliyetleri arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Ayrıca sermaye yapısı ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

Afrasiabi ve Ahmadinia (2011) Tahran borsasından işlem (2006-2009) gören firmaları iki gruba ayırmış; firmalar finansman alternatifi olarak borç kullanıyorsa birinci grupta, hisse senedi ihraç ediyorsa da ikinci gruba yerleştirilmiştir. Söz konusu firmaları sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli kullanarak analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda hisse senedi ihraç eden firmaların daha yüksek getiri aynı zamanda daha az riskli firmalar olduğunu belirtmiştir.

Heng ve Azrbajani (2012) Malezya'daki Kuala Lumpur Borsası'nda (KLSE) 2005-2008 yılları arasında işlem gören 75 firma üzerine regresyon analizi yapmıştır. Araştırmada bağımlı değişken Borç/ Varlıklar kullanılmış bağımsız değişken olarak da firmanın büyüklüğü ve temsil maliyetleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda firmaların sermaye yapısı ile yönetici davranışları arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur.

Najjar ve Petrov (2011) Bahreyn deki sigorta şirketlerinin sermaye yapısı üzerine etkilerini çoklu lineer regresyon analizi ile test etmeye çalışmışlar ve bağımlı

değişken olarak PD/DD kullanmıştır. Bağımsız değişken olarak karlılık, gelirlerdeki büyüme ve firma büyüklüğünü kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda Bahreyn deki sigorta şirketlerinde firma karakteristiği ve sermaye yapısı arasında güçlü bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Zaheer, Saeed, Mir (2011) Pakistan da tekstil firmalarının sermaye yapısının belirlenmesi üzerine yaptıkları çalışmada 172 firmanın 2003-2008 yıllarındaki verilerini kullanmışlardır. Araştırmanın sonucunda firmaların varlık yapısı ve büyüklüğünün sermaye yapısının belirlenmesinde önemli ölçüde etkili olduğunu belirtmişlerdir.

Afza ve Hussain (2011) yılında Pakistan da faaliyet gösteren otomotiv sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısının belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmada, yeni yatırımlarında bu firmaların borç kullanmaları gerektiğini belirtmiştir. Dengeleme ve pecking order teorisi ile aynı görüşlere istatistiksel olarak ulaşmıştır.

Al-Najjar (2011) Ürdün de gelişen pazarlarda, karpayı dağıtım ve sermaye yapısını incelediği çalışmasında, bağımlı değişken olarak borç / varlıklar, bağımsız değişkenler ise firmanın büyüklüğü, maddi duran varlıkların aktifler içindeki payı ve karlılık kullanmıştır. Borç / varlık oranı ile karlılık arasında negatif bir ilişki bulmuş ayrıca borç /varlık oranı ile firma büyüklüğü, PD/DD arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Çalışmanın sonucunda gelişen pazarlarda karpayı dağıtım politikası ve sermaye yapısı gelişmiş pazarlarla benzer özelliklerde olduğunu belirtmişlerdir.

Mukherjee ve Mahakud (2012) çalışmalarında dengeleme ve pecking order teorisinin optimal sermaye yapısı üzerine etkisi olup olmadığını incelemiştir. Söz konusu araştırma, Hindistan'da faaliyet gösteren üretim işletmeleri üzerine 1994-2008 yılları arasındaki verileri panel veri analizi ile test etmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak toplam varlıkların doğal logaritması bağımsız değişken olarak sabit varlıklar/ toplam varlıklar, ROA ve araştırma ve geliştirme giderleri/ toplam varlıklar

kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda pecking order teorisinin firmanın optimal sermaye yapısının pozitif bir etkisinin olduğunu belirtmiştir.

Lin ve Hung (2012) yılında Tayvan da ki uluslararası ve ulusal alanda faaliyette bulunan elektronik firmalarının sermaye yapısı ve finansman kararlarını inceledikleri çalışmada 1999-2008 yılları arasındaki verileri kullanmıştır. Çalışmanın sonucunda uluslararası faaliyette bulunan firmaların ulusal alanda faaliyette bulunan firmalara göre daha az borç kullandıkları sonucuna ulaşmıştır.

2.4 AFRIKA ÜLKELERİNDE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Leary (2009) yılında banka fonlarının kısıtlamalarında iki değişikliğin firmaların finansal yapıları üzerine etkilerini inceledikleri çalışmada, kamu firmalarına kıyasen bankaya bağımlı firmaların kaldıraç oranlarının daha fazla arttığını belirtmiştir. Ayrıca kredi şartları şirketin diğer finansal kararları üzerine etkilerinin önemini belirtmiştir. Çalışmalarında bağımlı değişken karlılığı kullanmıştır. Bağımsız değişken olarak firma büyüklüğü, PD/DD, gayri safi yurt içi hasıla, gelirlerdeki dalgalanma, firma karı büyüklüğünü kullanmıştır. Çalışmanın sonucunda borcun kaynağı ve faiz oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirtmiştir.

Bhamra, Kuehen ve Strebulaev (2010) yaptıkları çalışmada makro ekonomik risk ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmış ve firmaların yükümlülüklerini yeniden finanse etmek zorunda oldukları kötü zamanlarda optimal finans kararlarının daha koruyucu davrandıklarını ve finansala sıkıntıda olan firmaların daha konjektörel politikalar izlediklerini belirtmişlerdir.

Adeyemi ve Oboh (2011) Nijerya borsasındaki işlem gören firmaların piyasa değerinin kaldıraç üzerine etkisini araştırdığı çalışmasında 90 firmanın verilerini kullanmıştır. Çalışmanın sonucunda Nijerya da ki firmalar piyasa değeri maksimizasyonu için sermaye yapılarını stratejik olarak planlaması gerektiğinin önemini vurgulamıştır. Özetle çalışmasında firmanın değeri ile sermaye yapısı

arasında pozitif bir ilişki bularak Modigliani- Miller teorisini destekler sonuçlara ulaşmıştır.

Fan, Titman ve Twite (2012) yaptıkları çalışmada kurumsal çevrenin, firmaların borç seçimi ve sermaye yapısı üzerine etkilerini incelemiştir. Araştırmada gelişen ve gelişmekte olan 39 ülkenin verileri incelenmiştir. Söz konusu araştırmada bağımlı değişken olarak enflasyon oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak da bazı makro ekonomik göstergeleri (ithalat, ihracat, gsmh gibi) kullanmıştır.

2.5 TÜRKİYE'DE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Sermaye yapısı konusu Türkiye'de birçok araştırmacının ilgisini çekmiş ve konuyla ilgili çok sayıda çalışma yapılmıştır.

Ölçal (1993) yaptığı çalışmada Türkiye'de faaliyet gösteren firmaların optimal sermaye yapısının varlığı ve bu kavramın hangi faktörlerden etkilendiği çoklu regresyon analizi yardımıyla test etmiştir. Bu amaçtan yola çıkarak firmaların uzun vadeli borçlanma yapısını etkileyen faktörler üzerinde durmuştur. Çalışmanın verileri hisse senetleri İMKB'de işlem gören üretim firmalarının 1988-1991 yılı bilanço ve gelir tablosu bilgilerinden elde edilmiştir. Araştırmanın sonuçları firmaların uzun vadeli borçlanma kararlarının sadece karlılıklarından etkilendiğini göstermiştir. Firmaların varlık yapılarının ise, uzun vadeli borç finansmanlarında hiçbir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir.

Kula'nın (2000) çalışması Türkiye'de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli imalat işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri piyasa koşulları ve firmanın özellikleri kapsamında ele almıştır. Çalışmada sermaye yapısını etkileyen piyasa faktörleri olarak genel ekonomik durum, sermaye piyasalarının yapısı ve bankaların uzun vadeli fon yaratma gücü ele alınmıştır. Firmaya özgü faktörler olarak da firmanın içinde bulunduğu sektörün yapısı, firma büyüklüğü, firmanın büyüme hızı, firma stratejisi, varlık yapısı ve kar payı dağıtım politikası, karlılık, vergi avantajları, borç dışı vergi kalkanı göz önünde bulundurulmuştur. 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 firmasına yüz yüze görüşme yöntemiyle anket tekniği uygulanmıştır. Anket toplam 25 sorudan oluşmuş olup, soruların cevaplanmasında 3'lü Likert ölçeği kullanılmıştır. Anketin ilk 15 sorusu firmaların hukuksal yapısı, faaliyet alanı, ihracat durumu, mevcut ve hedef borç oranlarıyla ilgiliyken geri kalan sorular seçilen faktörlerin işletmelerin sermaye yapısını etkileme derecesi, firmaların kullandıkları borç kaynakları, borçlanmanın potansiyel etkileri, borçların vade yapısı, borçlanma nedenleri gibi olgularla ilgilidir. Araştırmanın sonuçları firmaların piyasadaki genel ekonomik istikrarsızlıktan etkilendiğini ve böyle bir durumda borçlanmadan kaçındıklarını göstermiştir. Yüksek enflasyon ve faiz oranları firmaların borçlanma eğilimini düşürmektedir. Ayrıca firmaların sermaye yapısı davranışlarında finansman hiyerarşisi teorisini takip ettikleri belirlenmiştir. Firmalar fon gereksinimi duyduklarında öncelikli olarak iç fonlardan sonra borçlanmadan en son olarak da yeni hisse senedi ihracatından yararlanmaktadır. Firmaların borçlanma kararlarında vergi avantajlarının ve borç dışı vergi kalkanlarının bir etkisi olmadığı da saptanan bir diğer sonuçtur. Ulaşılan bu sonuç firmaların hedef sermaye yapılarının olmadığını göstermiştir.

Yener (2002) yaptığı çalışmada finans literatüründe sermaye yapısı üzerinde etkisi olduğu kabul edilen faktörleri belirlemiş ve Türkiye açısından test etmiştir. Çalışma da hem zaman serisi analizi hem de yatay kesit analizi kullanılmıştır. Ayrıca belirlenen faktörlerin Türkiye koşullarında neden farklı etkiler gösterdiğine değinilmiştir. Çalışma kapsamında bağımlı değişken olarak finansal kaldıraç oranı kullanılmıştır. Sermaye yapısını etkileyen bağımsız değişkenler olarak ise, enflasyon oranı, ülke ekonomisinin büyüme oranı, vergi uygulamaları, iflas riski, işletme büyüklüğü ve sektör sınıflandırması kukla değişken kullanılarak modele dahil edilmiştir. Araştırmada kullanılan veriler için 1992-1999 dönem aralığında İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından açıklanan 500 büyük işletme arasından hisse senetleri İMKB'de işlem gören 70 firma seçilmiştir. ve çoklu regresyon panel veri yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonuçları Türk firmalarının sermaye yapısı kararlarının oluşmasında enflasyon oranının ve borç dışı vergi kalkanının en önemli faktörler olduğunu göstermiştir. Büyümenin borçlanmayı arttırıcı yönde etki sağladığı

varsayımı ise analiz sonucunda destek görmemiştir. Vergi kalkanı faktörü de desteklenmeyen bir başka faktördür. Bunun yerine borç dışı vergi kalkanı olarak adlandırılan vergi teşvikleri daha anlamlı sonuçlar vermiştir. İflas riski değişkeni ile finansal kaldıraç oranı arasında ise literatürde olduğu gibi ters yönlü bir ilişki saptanmıştır. Firma büyüklüğü değişkeninin de Türk firmalarının sermaye yapılarında borçlanmaya yönelimi arttırdığı gözlenmiştir.

Sayılgan, Karabacak ve Küçükkoçaoğlu'nun (2006) çalışması Türkiye'de faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen firmaya özgü faktörleri panel veri yöntemiyle test etmiştir. Araştırmanın bağımlı değişkenlerini toplam borcun toplam özsermayeye oranı ve finansal kaldıraç oranı oluşturmaktadır. Sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenler olarak da firma büyüklüğü, karlılık, büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı ve varlık yapısı kullanılmıştır. Çalışmada 1993-2002 dönemi arasında İMKB'de işlem gören 123 adet imalat işletmesinin bilanço verilerinden yararlanılmıştır. Araştırmanın sonucunda firmaların borç düzeyleri ile firma büyüklüğü ve varlıkların büyüme fırsatları arasında pozitif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, firmaların borç düzeyleri ile karlılık, tesis, makine ve cihazlardaki büyüme fırsatları, borç dışı vergi kalkanı ve varlık yapısı arasında negatif yönlü ilişki bulunmuştur.

Korkmaz, Albayrak ve Karataş'ın (2007) çalışmasında çalışmanın amacı Türkiye'de faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB'de işlem gören küçük ve orta ölçekli (KOBİ) işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen en önemli faktörleri saptamaktır. Araştırmada sermaye yapısını tanımlayan bağımlı değişkenler, toplam borcun, uzun vadeli borcun, kısa vadeli borcun toplam aktiflere ve toplam borcun, uzun vadeli borcun, kısa vadeli borcun özsermayeye olan oranlarından oluşmaktadır. Sermaye yapısını açıklayan bağımsız değişkenler olarak ise, işletme büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı, vergi düzeyi ve büyüme oranı kullanılmıştır. Çalışmanın örneklem seti İMKB'de işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren ve Avrupa Birliği tanımına göre KOBİ niteliği taşıyan firmalar arasından seçilmiştir. 1997-2004 dönemi için toplam 37 adet firmanın yatay kesit verilerine adimsal en küçük kareler tekniği uygulanarak çalışma test edilmiştir.

Araştırmanın sonuçları karlılık, firma riski ve borç dışı vergi kalkanının KOBİ'lerin sermaye yapısı kararlarını açıklamada en önemli değişkenler olduğunu göstermiştir. KOBİ'lerin aktiflerinin net karlılığı artarken toplam aktifleri içindeki borç düzeylerinin göreceli olarak azaldığı, özsermayeleri içindeki borç düzeylerinin ise göreceli olarak arttığı gözlenmiştir. Ayrıca özsermayelerinin karlılığı artarken özsermayeleri içindeki yabancı kaynak düzeylerinin göreceli olarak azaldığı saptanmıştır. Borç dışı vergi kalkanının KOBİ'lerin sermaye yapılarına etkisi pozitif olarak belirlenmiştir. İşletme riski değişkeninin ise uzun vadeli borcun toplam aktiflere oranı hariç tüm modeller için pozitif etkili olduğu görülmüştür. Bu KOBİ'lerin işletme riskleri arttıkça sermaye yapılarındaki borç düzeyinin arttığını göstermektedir. KOBİ'lerin sermaye yapıları ile işletme büyüklüğü, vergi düzeyi ve büyüme oranı değişkeni arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Terim ve Kayalı'nın (2009) çalışması Türkiye'de imalat sanayinde faaliyet gösteren halka açık firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler ile bu firmaların sermaye yapılarına ilişkin kararları almalarındaki davranışlarını ortaya koymayı amaçlamıştır. Söz konusu firmalara ilişkin net sabit varlıklar, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, kârlılık ve büyüme fırsatları etmenlerinin sermaye yapıları ile ilişkileri analiz edilmiş olup, firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerden, net sabit varlıklar, kârlılık ve büyüme fırsatları ile sermaye yapıları arasında güçlü ve anlamlı sonuçlar söz konusu iken, firma büyüklüğü ile borç dışı vergi kalkanı etmenlerine ilişkin güçlü, anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır.

Akkaya (2008) yaptığı çalışma da İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) hisse senetleri 1997-2006 yılları arasında işlem gören deri-tekstil sektöründen tesadüfî seçilmiş şirketlerin sermaye yapısı, varlık ve karlılık değişkenleri arasındaki neden sonuç ilişkisinin tespit edilmesidir. Çalışmada Tobin Q ve kaldıraç oranları işletme performans değişkeni olarak kabul edilmiş ve belirlenmiş diğer bağımsız değişkenlerin bu iki değişkeni açıklama gücü üzerinde durulmuştur. Yapılan analiz sonucunda Tobin Q oranı ile beta, maddi duran varlık ve ölçek değişkenleri arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Muzir (2011) alışmasında İMKB de işlem gören 114 firmanın (1994-2003) yılları arasındaki verilerini kullanarak sermaye yapısı ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi test etmeyi amaçladığı çalışmasında, Türkiye de bulunan firmaların aşırı borçlanma oranları olduğunu belirtmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN SPOR FİRMALARININ GENEL ÖZELLİKLERİ

3.1 SPOR FİRMALARININ GENEL ÖZELLİKLERİ

Günümüz dünyasında spor toplumların ayrılmaz bir parçası olarak değerlendirilmektedir. Birçok insan günlük yaşamında fitness, sağlıklı yaşam ve rekreasyonel etkinlikler gibi günlük spor aktiviteleri ile sporun içerisinde yer almaktadır. Sporun böylesi önemli bir şekilde günlük yaşam içerisine dâhil olması bir piyasa oluşturmakta ve bir endüstri kavramını beraberinde getirmektedir. Ülkemizde, spor kulüpleri dernek statüsünde oldukları için kar amacı güden faaliyetlerde bulunamamaktadır. Ancak birçok kulüp, ekonomik gelişmelere ayak uydurmak, gelirlerini çeşitlendirebilmek için şirketleşme yoluna gitmiş ve gitmeye devam etmektedir (Dorukkaya vd., 1998: 22)

Spor firmaları ise, insanların sosyal hayatlarını şekillendirmek, farklı spor aktiviteleri düzenlemek için yapılandırılmış kurumlardır. Spor firmaları gerek devlet tekelinde, gerekse farklı statülere göre düzenlenmiş farklı kurumlar olarak göze çarpmaktadır. Spor firmalarının amacı, kaliteli ve çeşitli branşlara özgü hizmetler sunarak, bu hizmetlerden faydalanan ya da faydalanmak isteyen insanların memnuniyetini sağlamaya yardımcı olmaktadır.

Spor örgütlenmesi ve hizmetlerin halka ulaştırılması birçok ülkede genellikle kamu hizmeti olarak yürütülmektedir. Kuşkusuz tarihi süreç içerisinde devletin yerine getirmek zorunda olduğu eğitim, sağlık, güvenlik vb. görevleri sürekli değişim içerisinde olmuştur. Birçok örgütte olduğu gibi spor firmaların da kendini gösteren bu değişim, ülkelerin benimsemiş oldukları siyasi ve ekonomik sistemlere bağlı olarak gerçekleşebildiği gibi çağın getirdiği yeni ihtiyaçlara paralel olarak da şekillenmektedir. Doğal olarak modern dünyanın bütün ekonomik ve sosyal değişimleri spor örgütü ve organizasyonlarında da görülmektedir (Devecioğlu, 2005: 117). Spor kulüplerinin bir dernek olarak kalması, ticari bir faaliyet gibi

düşünülmemesi, söz konusu firmaların finansal kaynaklarının gelişi güzel kullanılmasını gerektirmez. Hatta bu finansman kaynakları ve varlıkların maksimum verimlilikte kullanılması bir zorunluluktur. Bunun içinde finansal bilgilerin önemi oldukça büyüktür. Günümüzde spor firmaları profesyonel spor faaliyetleri ile hizmet sektörü içinde önemli bir paya sahiptir. Bu yönü ile spor kulüplerinin halka açılması ve şirketleşmesi zorunlu bir hal almıştır. Spor kulüpleri, kendi kaynaklarını yaratacak ve bunları etkili kullanacak yöneticiler ihtiyaçları olduğu gibi, işletme hakkında bilgi verecek, yol gösterecek, yönetimi değerlendirecek bilgilere ihtiyaç duyarlar (Ekren ve Çağlar, 1982: 234).

Tüm bu gelişmeler spor firmalarını sürekli artan borç yükü altında bırakmakta ve bu borç yükünden çıkabilmek içinde kulüpleri yeni alternatif kaynak arayışlarına yönlendirmektedir. Aydın vd., (2007) yaptıkları çalışmanın sonucunda; halka açılan kulüplerin elde ettikleri gelirlerle borç yüklerinden büyük ölçüde kurtuldukları, düzenli gelir kaynakları oluşturdukları, kurumsallaşma yolunda profesyonel yönetim yapıları oluşturmaya başladıkları tespit edilmiştir (Aydın, Turgut ve Bayırlı, 2007: 59-60). Ortaya çıkan bu yapı sayesinde spor kulüpleri hem bir dernek olmanın getirdiği bazı avantajları kullanmakta, hem de kurulan veya ortak olunan şirket sayesinde derneklerin kısıtlı olarak yapabildiği veya hiç yapamadığı geniş çaplı ticari faaliyetlere girişebilmekte ve kendilerine oldukça önemli ölçülerde gelir kaynakları yaratmaktadır (Dorukkaya vd., 1998: 20).

3.2 SPOR FİRMALARININ GELİR KALEMLERİ

Spor firmalarının gelirleri incelendiğinde, kullanılan kaynak yapısı iki gruba ayrılabilir. Birinci grupta, kaynak sağlanırken herhangi bir mal veya hizmetten yararlanması söz konusu değildir. Bu grupta yer alan gelirler üye girişi ödentisi, üye aidat gelirleri bağış ve yardımlardır. İkinci grupta ise finansman sağlayanın, spor kulübünün sunduğu mal ve hizmetten yararlanması söz konusudur.

3.2.1 Üye Giriş Ödentisi, Üye Aidatları, Bağış ve Yardımlar

Spor dernekleri kar amacı dışında kurulmuş olan gönüllü teşekküllerdir ve amaçları sosyal yarar sağlamaktır. Bu özellikleri ile ticari işletmelerden ayrılmakta

ve ticari işletmelerde olmayan karşılıksız gelir elde etme imkânına sahip kuruluşlar olmaktadır. Karşılıksız gelirler içinde yer alan, üye giriş ödentisi spor kulübü tüzüğü ile yıllık aidat ödentisi ise Dernekler Kanunu ile zorunlu iken, bağış ve yardımlar tamamen bağışlayanın veya yardım edenin tasarrufuna bağlıdır.

- **Üye Giriş Ödentisi**

Spor firmalarına üye olmak isteyenlerden bir defaya mahsus alınan bedeldir

- **Üye Aidat Gelirleri**

Spor kulübü üyeleri, kulüp tüzüğünde belirtilen aidat tutarını spor kulübüne ödemekle yükümlüdürler. Üyelik, spor kulübü ile üye arasında çeşitli hak ve yükümlülük doğuran hukuksal bir ilişkidir (Engin,1995).

- **Bağış Ve Yardım Gelirleri**

Gerçek ve tüzel kişiler tarafından derneklere bağışlanan her türlü taşınır taşınmaz mallar üzerinde kurulan her türlü haklar bu gruba girmektedir. Bağış ve yardımlar spor kulüpleri için diğer faaliyetlerden elde edilen gelir grubundadır.

- **Balo, Dergi, Broşür, Piyango ve Yarışma Gelirleri**

Dernekler kanununun 60/2 maddesinde derneklerin gelir grupları içinde yapılan yayınlar, düzenlenen balo, eğlence, konser, spor yarışma ve konferanslardan elde edilen gelirleri kapsamaktadır.

3.2.2 Müsabaka Bilet Satış Gelirleri

Spor kulüpleri gerek amatör gerekse profesyonel branşlarda müsabakalarını lig adı verilen resmi statüye bağlı olarak faaliyette bulunma ayrıcalığına sahiptirler. Spor kulüplerinin spor faaliyetleri geniş bir taraftar grubu tarafından yoğun bir ilgi ile takip edilmektedir. Bu durum spor kulüplerini sadece üyelere değil topluma spor yapma imkânı sağlaması ve geliştirmesi amacının dışına taşmasına ve önemli boyutta eğlence sektörü haline gelmesine neden olmuştur. Spor kulüpleri elde ettikleri

gelirleri iktisadi işletme olarak algılanan profesyonel şube geliri olmaktadır. Spor kulübü için iktisadi işletme olan profesyonel şube geliri oldukça önemli bir paya ve yere sahiptir (Kenç,1998).

3.2.3 Bonservis Gelirleri

Bir sporcunun başka bir spor kulübünde spor faaliyetini devam ettirebilmesi, yeni kulübü ile eski kulübünün anlaşmasına bağlıdır (Dorukkaya, 1993). Eski spor kulübünün bu transfer işleminden elde ettiği finansman, bonservis bedeli olarak adlandırılmaktadır ve kulüplerin yetiştirme ve geliştirme ödeneği adı altında aldıkları tutar olmaktadır (Kırşan, 1992: 101). Spor kulüpleri profesyonel şubeleri için geçerli olan bu gelir kalemi, profesyonel şubenin esas faaliyet konularından birini oluşturmaktadır. Bu işlemde alım satım konu olan sporcunun kendisi değil spor yapma imkânının alınıp satılmasıdır.

3.2.4 Sporcu Kira Gelirleri

Spor kulüplerinin kadrolarında bulunan ve sezonda ihtiyaç duymayacaklarını düşündüklerini veya sporcunun bir başka kulüpte deneyim kazanması gerektiğine inandıkları sporcunun oynama hakkını bir başka kulübe kira verebilmektedir. Burada yine kiraya verilen sporcunun kendisi değil, oynama hakkıdır. Diğer bir ifadeyle sporcuyu oynatma hakkı belirli bir süreliğine başka bir kulübe satılmaktadır. Buda spor kulübünün faaliyetiyle ilgili önemli nakit girişlerinden biridir.

3.2.5 Reklam Gelirleri

Spor kulüpleri müsabakalarının, antrenmanlarının, sporcu ve yönetici açıklamalarının geniş bir taraftar tarafından gerek stadyumlarda gerekse televizyon ve gazetelerde büyük kitlelerce takip edilmesi spor kulüplerine oldukça büyük tutarda, reklam geliri elde etme imkânını ortaya çıkarmıştır (Dorukkaya, 1992).

Türkiye de spor kulüplerinin elde ettikleri televizyon yayın gelirleri, logolu ürün satış gelirleri, borsa gelirleri, sponsorluk gelirleri, bahis oyunlarında elde edilen gelirler yanında bir de spor kulüpleri saha içi ve dışı reklam geliri elde etmektedirler.

Söz konusu reklam gelirleri de elde edilen toplam gelir içinde önemli bir paya sahip olmaktadır (Akşar,2005).

3.2.6 Sporcu Ceza Gelirleri

Spor kulüplerinin sporcularına ceza vermeleri ceza ve prim yönetmeliğinin varlığına ve bu durumun sporcu ile yapılan sözleşmede belirtilmesine bağlıdır. Sözleşme ise profesyonel sporcular için geçerli olduğu bu gelirlerde spor kulüplerinin şubeleri için geçerlidir. Spor kulüpleri ceza ve prim yönetmeliği yönetim kurulu tarafından hazırlanır ve genel kurulca oylanarak kabul edilir. Bu yönetmelik federasyona gönderilir sporcuya sözleşme yapılırken imzalatılan ceza ve prim yönetmeliği yürürlüğe girmiş olur.

Ceza gelirleri spor kulüplerinin profesyonel şubeleri için esas faaliyet dışı gelir grubuna girmektedir. Genelde cezaların sporculardan tahsili sporcuları olan borçlardan mahsup şeklinde olmaktadır.

3.2.7 İktisadi İşletme Gelirleri

Spor kulüpleri ellerindeki fazla fonları esas faaliyetlerinin finansmanında kullanmak amacıyla gelir getirici alanlara yatırım yapabilmektedir. Ürünleştirme şirketleri veya stadyum içindeki kafeterya işletmeleri örnek gösterilebilir. Bu işletmeler tamamen kendi sermayeleri ile oluşturulacağı gibi spor kulübü bünyesi içerisinde de faaliyet gösterebilmektedir.

3.2.8 Marka Değerleri

Spor kulüplerinin kendi markasını oluşturmalarında etkili olan faktörler, spor kulüplerinin gelirleri, karlılıkları, takımın popülerliği ve taraftar ile takımın kendi pazarında rakiplerine oranla sahip oldukları risk oranıdır. Ayrıca iyi bir pazarlama anlayışı da kulübün markasını oluşturmada ve geliştirmesinde çok etkilidir. Bu faktörler ile birlikte bir spor kulübü markasının değerini arttıran en önemli faktör ise sadık taraftar topluluğudur. Sadık taraftarlara sahip bir kulübün gelirleri çok daha kolay artar. Bir futbol markası ile diğer endüstrilere oranla tüketici ile arasında daha fazla oranda duygusal bağ kurulabilir. Bu duygusal bağın verdiği güç ile logolu

ürünlerin pazarlanması ve medya anlaşmaları ile gelir kaynakları artırılabilir, ürünlerin pazarlanması daha iyi yapılabilir. Kulübün markası oluşup güçlendikten sonra sportif başarısızlıklar bile markanın değerini düşüremez, çünkü güçlü markalar marka sadakati yaratmış olanlardır.

3.2.9 Logolu Ürün Satış Gelirleri

Spor kulüplerinin söz konusu gelirleri, forma, atkı, bardak gibi logolu ürünlerinin satışından elde ettikleri gelirlerini kapsamaktadır. Türkiye’de spor kulüpleri açtıkları mağazalarla logolu ürün satışı yaparak gelir elde etmektedirler. Fenerbahçe Spor Kulübü **Fenerium mağazası**, Galatasaray Spor Kulübü **Galatasaray Store**, Beşiktaş Spor Kulübü **Kartal Yuvası** ve Trabzonspor ise **Trabzonspor Club** mağazaları ile ürün satışlarını gerçekleştirmektedirler. Turkcell Süper Lig’deki Anadolu kulüpleri ise Kulüpler Birliği’nin kurmuş olduğu Kulüpler Birliği Sportif Yatırımlar ve Pazarlama A.S. ile ürün satışlarını gerçekleştirmektedir (GSGM,1998: 13).

3.2.10 Borsa Gelirleri

Sporcular profesyonelleşirken kulüpler de şirketleşmektedirler. Dünyadaki kulüplerin büyük çoğunluğu şirketleşmekteyken Türkiye’ de şirketleşen kulüp sayısı artmaktadır. Kulüpler şirketleşmek adına gerekli olan kanuni düzenlemeleri yerine getirdikten sonra kulüplerin bazıları Ürünleştirme Şirketi, Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Şirketi gibi şirketler kurma ya da ortak olma yoluna gitmektedirler. Şirketleşen kulüplerin çoğunluğu da borsada işlem görmektedirler. Bu şirketler borsada reklam, sponsor, seyirci, isim, yayın ve ürünlerini pazarlamaktadır.

Spor kulüpleri borsa şirketi olarak sermaye piyasasından kaynak temin ederek mali problemlerine çözüm bulabildikleri gibi halka açılmak ve hisse sentlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler. Türkiye’de ise genel olarak dernek şeklinde örgütlenmiş olan spor kulüpleri tarafından yürütülen

sportif faaliyetler, diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de oldukça önemli bir ekonomik faaliyet konusu oluşturmaktadır (GSGM, 1998 :39).

Türkiye’de büyük kulüpler ve diğer birkaç kulüp söz konusu faaliyetleri üstlenmiş ve şirketleşme çalışmalarını başlatmış bulunarak gelirlerini arttırmak adına, Avrupa ülkeleri örneklerini model olarak benimsemiş bulunmaktadır. Türkiye’de ilk halka arz işlemini başlatmış olan spor kulüpleri; Beşiktaş Jimnastik Kulübü ile Galatasaray Spor Kulübü olmuştur. Bu kulüpler halka arz işlemlerini kurmuş oldukları halka arz işlemleri ile gerçekleştirmişlerdir. Halka arz edilen ve bu şekilde hisseleri borsada işlem gören futbol kulüpleri, bu faaliyetleri sonucunda borsa geliri elde etmektedir. Türkiye’de ilk şirketleşen futbol kulüpleri; Galatasaray, Beşiktaş, Fenerbahçe, Trabzonspor, Malatyaspor, Vanspor, Adanaspor, İstanbulspor, Çanakkalespor, Karşıyaka, Antalyaspor ve Siirtspor olmuştur. Fakat söz konusu futbol kulüplerinde sadece dördü, Galatasaray, Fenerbahçe, Beşiktaş ve Trabzonspor halka açılarak hisseleri borsada kote edilmiştir. Galatasaray ve Beşiktaş spor kulüplerinin hisseleri Şubat 2002’de, Fenerbahçe Spor Kulübü’nün hisseleri Şubat 2004’te ve Trabzonspor’un hisseleri Nisan 2005’te İMKB’de (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) işlem görmeye başlamıştır(GSMG, 2000: 19).

3.2.11 Televizyon Yayın Gelirleri

Spor otoriteleri televizyonla aralarındaki ilişki hakkında her zaman şüpheli olmuşlardır. Maç günü gelirlerini kaybetme korkusu, spor ve destekçilerinin sadakatinin kontrolü, televizyonun direk ve dolaylı yardımı aracılığıyla gelişmesine yardımcı olduğu oyuna, oyunculara ve kulüplere giden gelir ile denkleştirilmiştir.

Türkiye’de naklen yayın konusundaki rekabet bugüne kadar Cine5 televizyonu, UZAN Grubu’nun Tele On televizyonu ve ÇUKUROVA Grubunun Digtürk televizyonu arasında gerçekleşmiştir. Havuz sistemi kuruluncaya kadar geçen süre içinde Federasyon ilk defa futbol maçlarının yayın ihalesine çıkmıştır.

Burada belirtilen “Havuz Sistemi”ndeki haksız dağıtım nedeniyle. Türkiye Futbol Federasyonu söz konusu havuz sistemine 2005 yılında bir değişiklik getirmiştir. Bu yeni sisteme göre; toplam gelirin %35’i 18 kulüp arasında

“dayanışma payı” adı altında eşit olarak paylaşılacaktır. Kalan gelirin %44’lük kısmı takımların ligde aldıkları puana göre yani “puan performansı” olarak paylaşılacaktır. Bu %44’lük kısım iki yıl sonra %46’ya yükselecektir. Yayın havuzunda toplanan gelirin %14’ü takımların şampiyonluk sayılarına göre “şampiyonlar payı” olarak verilecektir. Yani bu kısım dört büyük kulüp paylaşacaktır. Kalan son %7’lik kısım ise lig sonunda ilk 6 sırayı paylaşacak olan takımlar arasında belli bir katsayı çarpanıyla “sezon performansı” olarak paylaşılacaktır. (Akşar, 2008).

3.3 SPOR FİRMALARININ GİDER KALEMLERİ

Spor firmalarının gelirlerinin yanı sıra mal ve hizmet üretimi için katlandıkları giderlerde mevcuttur. Spor firmalarının giderleri bu doğrultuda bilgi kullanıcılarının ihtiyaçları düşünülerek iki grupta toplanabilir. Birinci grupta yapılan amaç doğrultusundaki giderler, ikinci grupta ise genel giderler takip edilmelidir. Bu sayede Kulübün finansman kaynaklarının nerelerde kullanıldığı ortaya çıkmaktadır.

3.3.1 I. Grup Giderler: Amaç Doğrultusundaki Giderler

Spor kulüpleri dernek şeklinde örgütlendikleri için belirli amaç doğrultusunda hareket eder. Bu amaca ulaşmak için giderlere katlanır. Spor kulübüne finansman sağlayanlar ve üyeler spor kulübünün gelirlerini kullanım yerlerini oldukça yakından takip ederler ve spor faaliyetlerini bu doğrultuda gerçekleştirir. Spor kulüplerinin üye ve topluma sundukları fayda bir üründen ziyade bir hizmet şeklindedir. Yaptıkları faaliyetler hizmet üretim grubuna girer. Spor kulüpleri için amaç doğrultusundaki kullanımlar, amatör spor faaliyetleri, altyapı giderleri, spor tesisleri ve malzeme edinmeleri, eğitici ücretleri gibi spor yapma imkanını sağlaması ve geliştirmesine yönelik giderler olmaktadır (Demirel, 2000).

3.3.2 II. Grup Giderler: Diğer Giderler

Bu grupta spor kulübünün, amaç doğrultusundaki giderlerinin dışındaki yönetim giderleri, büro giderleri, sosyal ilişki giderleri, organizasyon giderleri,

güvenlik giderleri, hukuk giderleri gibi spor faaliyetlerini devam ettirebilmek için yaptıkları gider gruplarıdır.

3.4 SPOR FİRMALARININ FİNANSAL ANALİZİ

Çalışmanın bu başlığında hisse senetleri İMKB’de işlem gören spor firmalarının finansal durumları hakkında daha detaylı bilgiye sahip olmak için oran analizi yapılmıştır.

Oran analizi, şirketlerin mali tablolarında bulunan kalemlerin sayısal verilerinin birbirlerine bölünerek matematiksel olarak değerlendirilmesidir. Bu değerlendirme yapılırken, genel kabul görmüş olan oranlar kullanılır. Oranlar, bize mali tablolarda açıklanmış olan verileri hem kolay yorumlanabilir, hem de karşılaştırılabilir hale getirmede yardımcı olur. Örneğin bir şirketin karını bilmek fazla bir şey ifade etmeyebilir ve bu veriyi başka bir şirketin karı ile karşılaştırmak istediğimizde de sağlıklı bir sonuç elde edemeyebiliriz. Fakat, bu şirketlerin sermayelerini bildiğimizde ve hisse başına karını hesapladığımızda, bu oran sayesinde şirketin karlılığı ile ilgili daha açıklayıcı yorumlarda bulunabiliriz ve aynı sektördeki diğer şirketler ile karşılaştırabilme olanağını elde ederiz. Sonuçta oranlar, kalemler arası basit matematiksel işlemlerdir.

Oran analizi iki şekilde yapılabilir;

- Kesit Analizi (Cross Section Analysis): Bir şirketi diğer şirketlerle veya endüstri/sektör ortalamaları ile karşılaştırarak
- Trend Analizi (Trend Analysis): Bir şirketin cari dönemdeki oranlarını geçmiş dönemdeki oranları ile karşılaştırarak.

Çalışmada firmaların cari dönemle geçmiş dönemleri karşılaştırılacağı için trend analizi yöntemi kullanılmış olup daha açıklayıcı bilgiler elde edebilmek amacıyla firmaların oranları yıllar itibari ile grafik yardımıyla gösterilmiştir. Ayrıca çalışmada kullanılacak verilere www.imkb.gov.tr adresinden ulaşılmıştır. Veriler 2005Q1-2011Q3 yılları arasında yedi yıllık dönemi kapsamaktadır. Araştırmada

kullanılan oranlar ise cari oran, uzun vadeli yabancı kaynak/öz kaynak, aktif devir hızı oranı, maddi duran varlık/öz kaynak, faaliyet karlılığı oranı, net kar/öz kaynak (ROE) ve net kar/toplam aktif (ROA) dir.

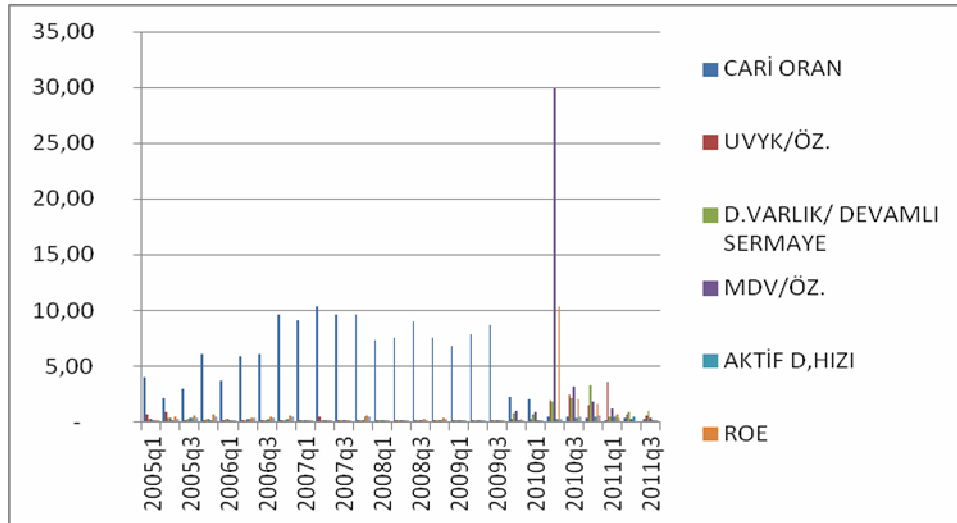
Ek-1'deki tabloda spor firmalarının oranları hesaplanmıştır. Glatasaray spor kulübü (1), Beşiktaş spor kulübü (2), Fenerbahçe spor kulübü (3) ve Trabzon spor kulübü (4) ile Ek-1'de gösterilmektedir.

- **Cari Oran:** Bir firmanın kısa vadeli borçlarını karşılayabilme gücünü ortaya koymakta olup, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla ölçülmektedir. Gelişmiş ülkelerde bu oranın 2 olması yeterli görülürken; gelişmekte olan ülkelere bu oranın 1,5 olması makul görülebilmektedir. Ancak bu olgunun tamamen doğru olduğunu söylemek olanaklı değildir. Zira sektörel bazda analizlerde sektör ortalamalarına bakmak gerekmektedir. Çünkü bazı sektörlerde cari oranın 2 olması yeterli görülmezken; bazı sektörlerde cari oranın 2 olması çok iyi bir durum olarak değerlendirilmektedir.
- **Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Öz Sermaye:** Bu oran, firmanın borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynak ile firmanın sahip veya sahiplerinin katmış olduğu sermaye arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır.
- **MDV / Sürekli Sermaye:** Bu oran duran varlıkların ne kadarlık bölümünün sürekli sermaye ile finanse edildiğini göstermektedir. Oranın 1'den küçük olması beklenmektedir. Eğer oran 1'den büyük ise duran varlık finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullanıldığı anlamına gelmektedir.
- **MDV / Öz Sermaye:** Bu oran, maddi duran varlıkların ne kadarının öz sermaye ile finanse edildiğini ortaya koymaktadır. Bu oranın 1' den küçük olması MDV' nin tamamının öz sermaye ile finanse edildiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda sınai işletmelerinde MDV' nin tamamını öz sermaye ile finanse edilmesi beklenmektedir. Ancak yoğun teknoloji gerektiren yatırımlarda bu oranın 1' den büyük olması makul karşılanmakta

ve MDV finansmanında öz sermaye yanında yabancı kaynak kullanıldığını ortaya koymaktadır

- **Alacak Devir Hızı:** Bu rasyo, bir firmanın alacaklarını tahsil edebilme yeterliliğini ortaya koymaktadır. ADH, bir hesap dönemindeki kredili satışlar tutarının, yılsonundaki ticari alacaklar toplamına oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. Ancak bankalar bu oranı, ticari alacakları net satışlara oranlayarak hesaplanmaktadır. Bu oran ne kadar yüksek ise, firma o düzeyde alacaklarını etkin bir biçimde tahsil ediyor demektir.
- **Net Kar / Toplam Aktif (ROA):** Bu oran ise, bir firmanın yapmış olduğu yatırımın karlılığını, başka bir deyişle varlıklarını ne ölçüde verimli kullandığını göstermektedir.
- **Net Kar / Öz Sermaye (ROE):** Firmanın sahip ve sahipleri tarafından konulan sermayenin karlılığının ölçülmesinde kullanılan önemli oranlardan birisidir.

Grafik 3.1 Galatasaray Spor Kulübü A.Ş Oran Analizi



Grafik 3.1'de görüldüğü üzere firmanın cari oranı 2005Q3-2010Q1 yılları arasında 2 den büyük çıkmıştır. Bu durum firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün olduğunu göstermektedir. 2010Q3-2011Q3 yılları arasında cari oran 2 nin

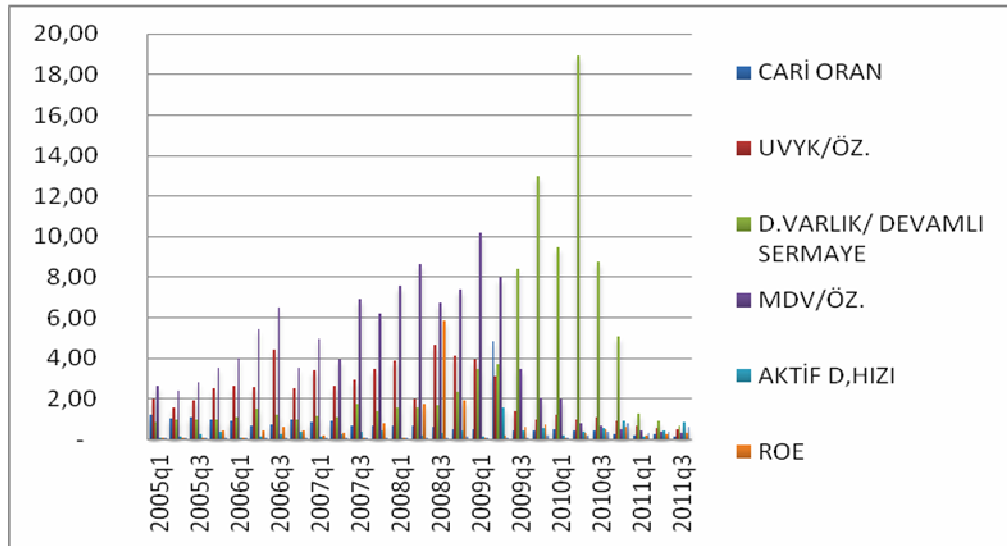
altına düşerek firmanın kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çektiğini göstermektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynak/özkaynak oranı değerlendirildiğinde ise; oranın genel itibari ile 1'den küçük olması iktisadi varlıkların büyük kısmının özkaynaklar ile finanse edildiğini göstermektedir. Ayrıca oranın 1'den küçük olması firmanın krize karşı daha dirençli olduğu anlamına gelmektedir.

Bir diğer oran Maddi Duran Varlık/Sürekli Sermaye ise; yılların geneli itibari ile 1'den küçük çıktığı görülmektedir. Bu durum firmanın duran varlık finansmanında özkaynaklardan daha fazla yararlandığı anlamına gelmektedir. Grafik 3.1 de görüldüğü üzere firmanın 2010Q3-2011Q3 yılları arasında oranın 1'den büyük çıkmış buda firmanın ilgili yıllarda maddi duran varlık finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullandığı anlamına gelmektedir.

Alacakların devir hızı oranı ilgili yılların genelinde 1'den küçük çıkmış ve sektör ortalamasını yakalamıştır. Buda firmanın alacaklarını tahsiline ilişkin herhangi bir sıkıntı çekmediğini söylemek mümkündür.

Grafik 3.2 BJK Spor Kulübü A.Ş Oran Analizi



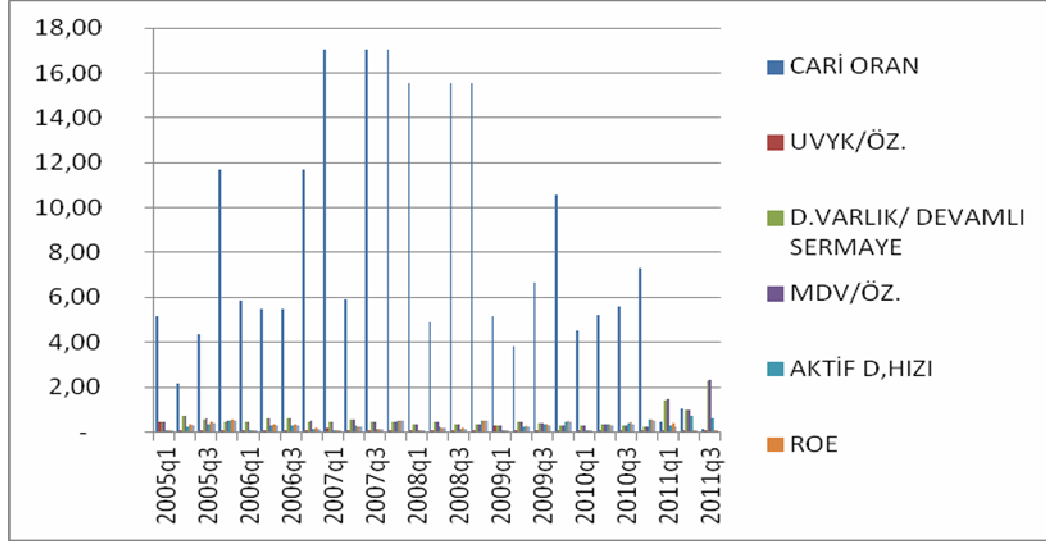
Grafik 3.2'de görüldüğü üzere firmanın cari oranı 2005Q3-2010Q1 yılları arasında 2 den küçük çıkmıştır. Bu durumda firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün yetersiz olduğu söylenebilir.

Uzun vadeli yabancı kaynak/özkaynak oranı değerlendirildiğinde ise; oranın genel itibari ile 1'den küçük olması iktisadi varlıkların büyük kısmının özkaynaklar ile finanslandığını göstermektedir. Ayrıca oranın 1'den küçük olması firmanın krize karşı daha dirençli olduğu anlamına gelmektedir. Ancak firma 2005Q1-2011Q3 yılları arasında bakıldığında genel itibari ile 1'den büyük çıkmıştır. Sonuç olarak firmanın krize karşı daha aza dirençli olduğu söylenebilir.

Bir diğer oran Maddi Duran Varlık/Sürekli Sermaye ise; yılların geneli itibari ile 1'den küçük çıktığı görülmektedir. Firmanın duran varlık finansmanında özkaynaklardan daha fazla yararlandığı anlamına gelmektedir. Grafik 3.2 de görüldüğü üzere firmanın 2009Q3-2010Q3 yılları arasında oranın 1'den büyük çıkmış (%8-%12) buda firmanın ilgili yıllarda maddi duran varlık finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullandığı anlamına gelmektedir.

Alacakların devir hızı oranı ilgili yılların genelinde 1'den küçük çıkmış ve sektör ortalamasını yakalamıştır. Buda firmanın alacaklarını tahsiline ilişkin herhangi bir sıkıntı çekmediği anlamına gelmektedir.

Grafik 3.3 Fenerbahçe Spor Kulübü A.Ş Oran Analizi



Grafik 3.3’de görüldüğü üzere firmanın cari oranı 2005Q3-2009Q1 yılları arasında 2 den büyük olduğu gözükmektedir. Bu durum firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün yeterli olduğu söylenebilir. Ayrıca sektör ortalamasının üzerinde değerler alması firmanın güçlü bir likitidesi olduğu söylenebilir.

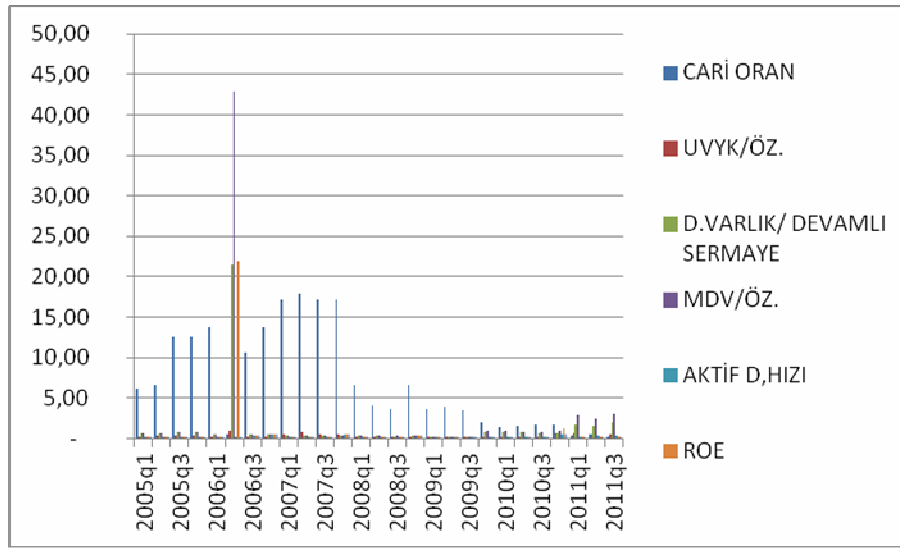
Uzun vadeli yabancı kaynak/öz kaynak oranı değerlendirildiğinde ise; oranın genel itibari ile 1’den küçük olması iktisadi varlıkların büyük kısmının özkaynaklar ile finandığını göstermektedir. Ayrıca oranın 1’den küçük olması firmanın krize karşı daha dirençli olduğu anlamına gelmektedir. Ancak firma 2005Q1-2008Q3 yılları arasında bakıldığında genel itibari ile 1 ‘den büyük çıkmıştır. Firmanın krize karşı daha az dirençli olduğu söylenebilir.

Bir diğer oran Maddi Duran Varlık/Sürekli Sermaye ise; yılların geneli itibari ile 1’den küçük çıktığı görülmektedir. Firmanın duran varlık finansmanında özkaynaklardan daha fazla yararlandığı anlamına gelmektedir. Grafik 3.3 de görüldüğü üzere firmanın 2005Q3-2010Q3 yılları arasında oranın 1’den büyük çıkmış (%6-%111) buda firmanın ilgili yıllarda maddi duran varlık finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullandığı anlamına gelmektedir.

Alacakların devir hızı oranı ilgili yılların genelinde 1'den küçük çıkmış ve sektör ortalamasını yakalamıştır. Buda firmanın alacaklarını tahsiline ilişkin herhangi bir sıkıntı çekmediğini gösterdiği anlamına gelebilir.

BJK spor kulübü, aktif karlılığı oranının yıllar itibari ile sabit değerler almış olması firmanın yatırımlarında belli bir verimliliği yakaladığını bize göstermektedir.

Grafik 3.4 Trabzonspor Kulübü A.Ş Oran Analizi



Grafik 3.4'de görüldüğü üzere firmanın cari oranı 2005Q3-2009Q1 yılları arasında 2 den büyük (%6) olduğu gözükmektedir. Bu durum firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün yeterli olduğu söylenebilir. Ayrıca sektör ortalamasının üzerinde değerler alması firmanın güçlü bir likitidesi olduğu anlamına gelmektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynak/özkaynak oranı değerlendirildiğinde ise; oranın genel itibari ile 1'den küçük olması iktisadi varlıkların büyük kısmının özkaynaklar ile finandığını göstermektedir. Ayrıca oranın 1'den küçük olması firmanın krize karşı daha dirençli olduğu anlamına gelmektedir. Ancak firma 2005Q1-20011Q3 yılları arasında bakıldığında genel itibari ile 1 'den büyük çıkmıştır. Firmanın krize karşı daha aza dirençli olduğu söylenebilir.

Bir diğer oran Maddi Duran Varlık/Sürekli Sermaye ise; yılların geneli itibari ile 1'den küçük çıktığı görölmektedir. Firmanın duran varlık finansmanında özkaynaklardan daha fazla yararlandığı anlamına gelmektedir. Grafik 3.4 de görüldüğü üzere firmanın 2005Q3-2010Q3 yılları arasında oranın 1'den büyük çıkmış (%6-%111) buda firmanın ilgili yıllarda maddi duran varlık finansmanında kısa vadeli yabancı kaynak kullandığı anlamına gelmektedir.

Alacakların devir hızı oranı ilgili yılların genelinde 1'den küçük çıkmış ve sektör ortalamasını yakalamıştır. Buda firmanın alacaklarını tahsiline ilişkin herhangi bir sıkıntı çekmediğini gösterdiği anlamına gelebilir.

Trabzonspor kulübü, aktif karlılığı oranının yıllar itibari ile sabit değerler almış olması firmanın yatırımlarında belli bir verimliliği yakaladığını bize göstermektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN SPOR FİRMALARININ SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

Çalışmanın bu bölümünde, hisse senetleri İMKB'de işlem gören spor firmalarına ilişkin veriler kullanılarak spor firmalarında sermaye yapısını belirleyen faktörlerin etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. 2005q1-2011q3 dönemleri veriler kullanılarak, literatürdeki diğer araştırmaların ışığında analiz edilmiştir. Bu bağlamda, öncelikle spor firmalarının finansal durumlarını görebilmek amacıyla bazı finansal oranlar hesaplanmış, çalışmanın amacına ve önemine değinilmiştir. Daha sonra çalışmada kullanılacak araştırma verileri ve yöntem ile ilgili ayrıntılı bilgi verilmiştir. Son olarak da elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

4.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de İMKB'ye kayıtlı, Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörünün alt grubunda yer alan Spor Hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkilemesi beklenen faktörlerin 2005Q1-2011Q3 yılları arasındaki etkinliklerini literatürdeki diğer araştırmaların ışığında istatistiksel olarak ölçmektir.

Konu ile ilgili literatür taramasında, hisse senetleri İMKB'de işlem gören spor firmalarına ilişkin çalışmanın yetersiz olması çalışmayı önemli hale getirmektedir.

4.2 ARAŞTIRMA VERİLERİ VE YÖNTEM

Söz konusu çalışmada, İMKB'de Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörünün alt grubunda yer alan Spor Hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren (Galatasaray, Fenerbahçe, Beşiktaş ve Trabzon Spor Kulübü AŞ.) firmalarına ait bilanço ve gelir tablolarından elde edilen verilerin, analize hazır hale getirilmesi için yapılan işlemler ayrıntılı olarak anlatılmıştır. Ayrıca araştırmanın

yöntemi ve araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ayrıntılı olarak literatürdeki benzer çalışmalar ışığında anlatılmıştır.

4.2.1 Araştırma Verileri

Hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler Sektörünün alt grubunda yer alan Spor Hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkilemesi beklenen faktörlerin konu ile ilişkili finansal verilerinden faydalanılmaktadır. İlgili veriler, 2005Q1-2011Q3 döneminde ilgili yıllara ait bilanço ve gelir tablolarından elde edilmiş olup, belirtilen mali tablolara www.imkb.gov.tr internet sitesinden ulaşılmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkeni olan uzun vadeli borçlar/özkaynak ve toplam borç/toplam aktif, toplam yedi adet bağımsız değişken kullanılmış olup, bunlara ilişkin bilgiler aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 4.1: Değişkenler ve Analizdeki Simgesi

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	DEĞİŞKENLER	FORMÜL
	<i>UOK</i>	Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak
BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	<i>ROA</i>	Net Kar/Toplam Aktif
	<i>MDVTA</i>	Maddi Duran Varlık/Toplam Aktif
	<i>SATD</i>	$\text{Log}_e \text{SATIŞLAR}$
	<i>LAKTİF</i>	$\text{Log}_e \text{AKTİF}$

Çalışmada kullanılan bağımlı Değişkenler *Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak* olup *UOK* ile ifade edilmektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynakların özkaynaklara oranı, firmanın özkaynakları ile uzun vadeli yabancı kaynakları arasındaki ilişkiyi gösterir. Literatürde Güloğlu ve Bekçioğlu (2001), Acaravcı (2004), Kabakçı (2007), Başaran (2008), Demirhan, (2009) çalışmalarında bu oranı kullanmıştır.

Çalışmada dört farklı bağımsız değişken kullanılmıştır. Bunlar net kar/toplam aktif, maddi duran varlık/toplam aktif, net satışların doğal logaritması, aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır.

ROA, firma aktiflerinin işletme tarafından etkin olarak kullanılma başarısını değerlendirmede kullanılır. 1 TL'lik varlığın yüzde kaç kar ettiğini ifade etmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 46). M-M den beri pek çok çalışma yapılmış olmasına rağmen, bu çalışmaların hiçbiri borç ve karlılık arasında ilişkiyi açığa çıkarmamıştır. Vergiye dayalı model, normal şartlar altında, firmalar vergiden kazanabilecekleri kadarıyla borçlanmaları gerektiğini iddia etmektedir. Jensen (1986) ve Williamson (1988) borcu, karların ödenmesi (kar dağıtımı) için bir garanti aracı olarak tanımlamaktadır. Serbest nakit akışı olan firmalar için yüksek karlılık yada borç yönetim inisiyatifini sınırlandırabilir. Diğer taraftan, Chang (1999) iç ve dış yatırımcılar arasındaki optimal ilişki, özsermaye ve borcun bir kombinasyonu olarak yorumlanmış olabileceğini göstermektedir ve karlı firmalar daha az borçlanma eğiliminde olduğunu ileri sürmüştür. Kârlılığın artışı ile borç tercihinin azalacağını öngören teori, negatif yönlü ilişkiyi işaret ederken, kârlarını arttıran firmaların vergi kalkanından yararlanmak adına daha fazla borçlanma yoluna gideceklerini öngören dengeleme teorisine göre ise işaret pozitif yönlü olacaktır.

Teorik çalışmaların aksine pek çok ampirik çalışma kaldıracın verimlilikle negatif ilişkisi olduğunu göstermektedir. Friend and Lang (1988), ve Titman and Wessels (1988) Amerika'daki, firmalardan bu bilgileri elde etmiştir. Kester (1986) Japonya ve ABD de kaldıracın verimlilikle negatif ilişkisini bulmuştur. Uluslar arası veriler kullanılarak yapılan son çalışmalar bu bulgular doğrulamaktadır. Long and Maltiz (1985) kaldıracın karlılıkla pozitif ilişkisini bulmuş fakat ilişki istatistiksel olarak önemli değildir. Hatta Walt (1999) karlılığın, borç/varlıklar oranı üzerinde en büyük etkiye sahip olduğunu iddia etmektedir. Bu çalışmada karlılık, toplam varlıklar tarafından ölçeklendirilen vergi faiz öncesi kazanç olarak tanımlanmaktadır.

Çalışmada kullanılan bir diğer değişken ise MDVTA'dır. Sabit Varlıkların Payı (Tangibility): Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar ile ölçülmektedir. Dengeleme teorisine göre sabit varlıkların payı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki

vardır. Çünkü daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar borçla finansmanda daha fazla teminata sahiptirler.

Finansal hiyerarşi teorisinde ise daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar daha az asimetrik bilgiye sahiptirler dolayısıyla daha fazla özsermaye sağlama eğilimindedirler. Vade açısından incelendiğinde ise finansal hiyerarşi teorisinde sabit varlıkların payı ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif, kısa vadeli borçlanma ile negatif ilişki bulunmaktadır (Feidakis ve Rovolis, 2007; Qian ve Wirjanto, 2007). Titman ve Wessels(1988), Rajan ve Zingales(1995), Fama ve French (2002) gibi birçok araştırmacı tarafından, sabit varlıkların toplam varlıklara oranı olarak açıklanan bu değişken ile kaldıraç arasında, dengeleme teorisi ve temsil maliyetleri teorisini destekler nitelikte pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Bununla birlikte temsil maliyeti çerçevesinde ortaya konan bir başka açıklamada, teminat gösterilebilecek varlıkların büyüklüğünün, yöneticilerin daha rahat borçlanmasını sağlayabileceği fikri ile optimalin üzerinde harcama gerçekleştirme eğilimleri olabileceği hipotezi ele alınmıştır. Söz konusu durumun, iflas riskini arttıracak olması borç verenlerin firmayı mercek altına alacakları düşünceleri yöneticilerin borçlanma isteğinin azaltabilecektir.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerden bir diğeri ise, firmanın aktif varlıklarının oran olmaması nedeniyle, firmanın aktiflerini diğer değişkenlere benzetmek amacıyla aktiflerin doğal logaritması alınarak varlık yapısı değişkenine ulaşılmıştır.

Sermaye yapısı ve varlık yapısı arasındaki ilişki hakkında, teoriler genellikle varlık yapısının kaldıraçla pozitif ilişkili olarak göstermektedir. Jensen ve Meckling (1976) sermaye yapısı, sahiplik ve temsil maliyetleri hakkındaki öncü çalışmalarında, Özsermayeden faydalanmak için kreditorlerden hisse senedi sahiplerine varlık transferi ve borç ihracı sonrasında firmanın belki daha riskli yatırımlara kayabildiği için borcun temsil maliyeti olduğuna işaret etmektedir. Eğer bir firmanın sabit varlıkları yüksekse bu varlıklalar borç verenlerin borcun temsil maliyeti gibi katlandığı riski azaltmak için teminat olarak kullanılabilir. Bu yüzden sabit varlıkların yüksek bir bölümünün kaldıraç ile ilişkilendirilmiş olması beklenilir. Aynı zamanda sabit

varlıkların değeri iflas durumunda maddi olmayan duran varlıklardan daha yüksek olmalıdır. Harris and Raviv (1990) and Williamson (1988), kaldıracın likit değeri ile artması gerektiğini iddia etmektedir. Her iki makalede maddi duran varlıklarla pozitif yönlü ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Çalışmada kullanılan diğer bir bağımsız değişken ise büyüme oranıdır. Büyüme oranının hesaplanmasında firmaların net satışların doğal logaritması dikkate alınmıştır. Wald (1999) yapmış olduğu çalışmada satışlardaki büyüme ile borçlanma oranı arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Marsh(1982), küçük firmaların kısa vadeli borcu tercih ederken büyük firmalar genellikle uzun vadeli borcu tercih ettiğini bulmuştur. Büyük firmalar uzun dönemli borçlanmada ölçek ekonomilerinin avantajlarından faydalanabilirler hatta kreditorler üzerinde pazarlık gücüne sahip olabilirler. Böylece özsermaye ve borcun maliyeti pozitif, firmanın büyüklüğü ise negatif ilişkilidir. Diğer taraftan firmanın büyüklüğü aynı zamanda dış yatırımcıların sahip olduğu bilgi için bir değişken olabilir. Fama ve Jensen (1983) büyük firmalar borç verenlere küçük firmalardan daha fazla bilgi sağlama eğiliminde olduğunu iddia etmektedir. Büyük firmalarda borçtan daha çok özsermaye eğiliminde olmalı ve böylece daha düşük kaldıraç sahip olmalıdır. Ancak büyük firmalar daha istikrarlı nakit akışına sahiptir ve genellikle daha çeşitlidir. Büyük firmaların iflas ihtimali küçük firmalara kıyasen daha azdır. Normal şartlar altında her iki iddia firma büyüklüğünün kaldıraç ile pozitif ilişkisi olduğunu ileri sürer. Aynı zamanda pek çok teorik çalışma da kaldıracın şirketin değeri ile arttığını iddia etmektedir. Ampirik çalışmalar Harris and Raviv (1990), Narayanan (1988), Noe(1988), Poitevin (1989), and Stulz (1990), kaldıracın şirketin büyüklüğü ile pozitif korelasyonda olduğu bulunmuştur.

İşletmenin büyüklüğü, borçlanma olanaklarını etkileyen en önemli değişkenlerden birisidir. Ödünleşme kuramına göre küçük ölçekli işletmelerin teminat gösterilebilir varlıklarının sınırlı olması, bu işletmeleri ekonomik koşullardaki değişikliklerden daha yüksek oranda etkilenmesine, finansal kurumların bu işletmelere kredi verme isteklerinin azalmasına veya daha yüksek faiz oranları istemelerine neden olmaktadır. Finansman ihtiyaçlarını borçlanarak karşılayamayan

küçük işletmeler ancak ortaklarından sağlayabildikleri özsermaye ve satıcı kredileri ile faaliyetlerine devam edebilmektedirler (Hall vd., 2004). Diğer taraftan ekonomik dalgalanmalara karşı daha dayanıklı olan büyük işletmeler, yüksek kredi notları alabilmektedirler. İflas maliyetlerinin düşmesini beraberinde getiren yüksek kredi notları işletmelerin çok daha uygun koşullarla borçlanabilmesini sağlar (Ferri ve Jones, 1979). Sonuç olarak ödünleşme kuramına göre işletme büyüklüğü ile borçlanma arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur.

Diğer taraftan finansman hiyerarşisi kuramı konuya bilgi asimetrisi açısından da bakar. Büyük işletmelerde bilgi asimetrisi daha düşük seviyede olacağından, büyük işletmeler borçlanmak yerine hisse senedi ihracına yönelir. Dolayısıyla işletme büyüklüğü ile borçlanma arasındaki negatif yönlü bir ilişki beklenir. Ancak ampirik çalışmaların çoğunluğu bu iki değişken arasında pozitif ilişki bulmuştur (Muzir, 2011: 351-352).

4.2.2 Araştırmanın Yöntemi

Analizimizde aynı yatay kesit birimlerinin, belirli bir zaman aralığında incelendiği panel veri yöntemi kullanılmıştır. Bir panel veri denklemi, i yatay kesit birimlerini ($i = 1, \dots, N$), t ise zaman serisini ($t = 1, \dots, N$) ifade etmek şartıyla ;

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

şekilde tanımlanabilir. ε_{it} ise hata terimidir.

$UVYK/\ddot{O}Z_{it}$ = i firmanın t zamandaki Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Özkaynak oranı,

ROA_{it} = i firmanın t zamandaki Aktif Karlılığı (Net Kar/Toplam Aktif)

$LAKTİF_{it}$ = i firmanın t zamandaki Aktif büyüklüğünün doğal logaritması,

$SATD_{it}$ = i firmanın t zamandaki Net satışlarının doğal logaritması,

$MDVTA_{it}$ = i firmanın t zamandaki Maddi Duran Varlıklar/Aktif Toplamı oranı,

β_{it} = i firmanın t zamandaki Değişkenlerin tahmin edilen beta katsayıları
ve

ε_{it} = i firmanın t zamandaki Hata terimi'dir.

4.3 ARAŞTIRMANIN KISITLARI

Bu çalışma, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören dört spor firmasını (GS, BJK, FB, TS AŞ.) kapsamaktadır. Araştırmada oluşması muhtemel kayıp gözlem sorununu gidermek için tüm firmaların verilerine aynı anda ulaşılabilen 2005Q1-2011Q3 çeyrek dönemler itibariyle bilanço ve gelir tablolarından alınan veriler analizde kullanılmıştır. Çalışma kapsamında İMKB'de işlem görmeyen spor firmaları örnekleme dâhil edilmemesi araştırmada önemli bir kısıtı oluşturmaktadır.

4.4 ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkiler, yukarıda belirtilen çoklu regresyon modeli ile analiz edilmiş olup, sonuçlar Tablo 4.2 verilmektedir.

Tablo 4.2 UVYK/ÖZ Modeli Özet Sonuçları

	Katsayı	Std Sapma	T istatistiği
C	-2.383659	1.434103	-1.662125
ROA	0.920811*	0.411848	2.235800
MDVTA	-0.058916	0.263741	-0.223386
SATD	-0.437377*	0.222702	-1.963950
LAKTIF	0.721855*	0.217531	3.318406
R ²	0,162	F	2,77*
Durbin Watson	1,943	F (Olasılık)	0,011

* %1 anlamlılık düzeyindeki ilişkileri göstermektedir

$$UVYK/ÖZ_i = a_i + 0,920ROA_i + (-0,836)MDV_i + (-0,437)SATD_i + 0,721AKTİF_i + \varepsilon_i$$

Regresyon analizi sonucunda, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkende meydana gelen değişimi açıklama oranının (R²) %16 olduğu görülmektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden aktif karlılığının (ROA), firmanın (aktiflerinin) büyüklüğünün (AKTİF) ve firmanın satışlarının logaritması (SATD); bağımlı değişken olan firmanın uzun vadeli borç/özsermaye bileşenini

istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilediği görülmektedir. Bu değişkenlerden *ROA* ve *AKTİF*, *UVYK/ÖZ* istatistiksel olarak pozitif yönde (sırasıyla $\beta_{ROA} = 0,920$; $\beta_{AKTİF} = 0,721$ etkilemekte iken; *SATD*, bağımlı değişkeni negatif yönde ($\beta_{SATD} = -0,437$ etkilemektedir.

Modele dâhil edilen diğer bağımsız değişken *MDVA* oranının ise, uzun vadeli yabancı kaynaklar/özsermaye oranını istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği görülmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Spor firmalarının, sermaye yapısı belirleyicilerinin birbirini etkileyip etkilemediğini ortaya koymayı amaçlayan 2005Q1-2011Q3 yılları arasındaki yedi yıllık dönemde hisse senetleri İMKB’de işlem gören spor firmalarının verilerin kullanıldığı çalışmanın sonucunda, karlılığın ve aktiflerdeki büyümenin, uzun vadeli yabancı kaynak/özkaynak oranını pozitif yönde; satışların doğal logaritmasının da, uzun vadeli yabancı kaynak/özkaynak oranını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Oluşturulan panel veri modelinde kullanılan diğer bağımsız değişkenlerin maddi duran varlık oranının ise, uzun vadeli yabancı kaynaklar/özsermaye oranını istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği görülmektedir.

Kârlılık değişkenine ilişkin katsayılar ele alındığında, anlamlı sonuçlarla karşılaşılmıştır. Literatürdeki çalışmaların varsayım ve sonuçları incelendiğinde, dengeleme teorisi kabullerinin geçerliliğinden ve finansal hiyerarşi teoremini destekleyici yöndeki eğilimlerden bahsedilebilir.

Firma büyüklükleri aktifler ile sermaye yapısı arasında ilişkileri ortaya koyan 2005Q1-2011Q3 yılları arasındaki analiz sonuçları ele alındığında, firma büyüklüğü bağımsız değişkeninin regresyon analizlerinin sonucunda pozitif yönlü olarak gözlemlenmiştir. Firma büyüklüğü değişkeni olarak toplam aktifler kaleminin ele alındığı analizlerde ise istatistikî anlamlılık gözlemlenmektedir.

Araştırmada elde edilen pozitif yönlü ve anlamlı firma büyüklüğü değişkeni bulguları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılan pek çok araştırmadaki beklentilerle aynı yönde olup dengeleme ve temsil maliyetleri teorisini destekler niteliktedir. Bilgi asimetrisinin geçerli olduğu varsayımı ile oluşan hatalı seçim problemlerinin göz önünde bulundurulduğu durumlara ilişkin bu sonuç, finansal hiyerarşi teoremindeki negatif yönlü beklentinin aksi yönde sonuçlara sebebiyet vermektedir.

Maddi duran varlıkların toplam aktifler içindeki payı olarak değerlendirmeye tabi tutulan varlık yapısı, ele alınan değişkenlerinin önemli çoğunluğunda istatistiksel açıdan anlamsız sonuçlar vermiştir.

Literatürdeki genel beklenti, maddi duran varlıklar ile borçlanma arasında pozitif ilişki yönündedir. Dengeleme teorisi, maddi duran varlıkları yüksek olan firmaların düşük iflas riskleri ile daha rahat borçlanabileceklerini öngörmektedir (Terim ve Kayalı, 2009: 125-154). Temsil maliyetleri teoremine göre de yine aynı sebeplerle bu tip firmalarda düşük bilgi asimetrisi beklentisi ile temsil maliyetleri daha düşük olacak ve böylelikle yine yüksek borçlanma beklenebilecektir.

Ancak Haris ve Raviv (1991) araştırmalarında düşük bilgi asimetrisinin maddi duran varlıklar ile ele alındığı noktada, öz sermaye ile finansmanın, borç kullanımına nazaran daha düşük maliyetli olacağını ortaya koymuş ve finansal hiyerarşı hipotezine uygun şekilde borçlanma ile negatif yönlü sonuçlar elde etmişlerdir.

Analizlerde elde edilen sonuçlardan yola çıkarak firmalara ilişkin varlık yapısı borçlanma eğilimi ile negatif yönlü ilişkisi, finansal hiyerarşı teoremini destekler niteliktedir.

KAYNAKÇA

- ADEYEMI, S. B. and C.S. OBOH (2011), “Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria”, *International Journal of Business and Social Science* Vol. 2 No. 19 [Special Issue - October]
- AFRASIABI, J. and H. AHMADINIA (2011), “How Financing Effect On Capital Structure, Evidence From Tehran Stock Exchange (Tse)”, *International Journal Of Academic Research* Vol. 3. No. 1. January, Part I.
- AFZA, T., and A. HUSSAIN (2011), “Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol: 2, No:10.
- AGARWAL, S. AMBROSE, B.W., HUANG, H. and Y. YILDIRIM (2011), “The Term Structure of Lease Rates with Endogenous Default Triggers and Tenant Capital Structure: Theory and Evidence”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 46, No. 2, Apr., pp. 553–584.
- AKGÜÇ, Ö. (1998), *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.
- AKŞAR, T. (2008). “Taraftar Müsteriye mi Dönüşüyor”. s.39
- AKKAYA, G.C. (2008), “Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Kârlılık: İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 30, Ocak-Haziran, ss.1-13.
- AL-NAJJAR, B., (2011), “The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data”, *International Review of Applied Economics* Vol. 25, No. 2, March, 209–224
- ALI, K., AKHTAR M. F. and S. SADAQAT (2011), “Practical Implication of Capital Structure Theories: Empirical Evidence from the Commercial Banks of Pakistan”, *European Journal of Social Sciences – Volume 23, Number 1*

- ALI, K., AKHTAR M. F. and S. SADAQAT (2011), “Innovations & Changes in Capital Structure: Using Econometric Practices Fixed Versus Random - A Case of Commercial Banks in Focus”, *Research Journal of International Studies* - Issue 20
- ARTIKIS, P.G. and G. NIFORA (2012), “Capital Structure, Macroeconomic Variables & Stock Returns. Evidence from Greece”, *Int Adv Econ Res* 18:87–101
- ASARKAYA, Y. ve S. ÖZCAN “Determinants of Capital Structure in Financial Institutions: The Case of Turkey”
- ATA, H.A. ve Y. AĞ (2010), “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *Ekonometri ve İstatistik* Sayı:11
- AYDIN, N. M. COŞKUN, H. BAKIR, A. CEYLAN ve M. BAŞAR (2004), *Finansal Yönetim*, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- AZHAGAIAH, R., and C. GAVOURY, “The Impact of Capital Structure on Profitability with Special Reference to it Industry in India”, *Managing Global Transitions* 9 (4): 371–392.
- BREALEY, R. A. MYERS, S.C. and MARCUS, A.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, USA: The McGraw-Hill.
- BAŞOĞLU, U. A. CEYLAN ve İ. PARASIZ (2001), *Finans, Teori, Kurum ve Araçlar*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- BALDEMİR, E. ve B. SÜSLÜ (2008), “Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi, Modigliani-Miller Teoremi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* Cilt:23 Sayı:2, ss:259-268.
- BAŞARAN, Ü. (2008), “İMKB’de İşlem Gören Otomotiv Ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi”, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Zonguldak

- BERK, J.B., STANTON, R. And J. ZECHNER (2010), “Human Capital, Bankruptcy, and Capital Structure”, *The Journal Of Finance* , Vol. LXV, No. 3
- BERTOMEU, J., BEYER, A. And R.A. DYE (2011), “Capital Structure, Cost of Capital, and Voluntary Disclosures”, *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 3, pp. 857–886
- BEVAN, A.A., and J. DANBOLT (2002), “Capital Structure and Its Determinants i,n the UK-a decompositional Analysis”, *Applied Financial Economics*, 12, 159-170
- BHAMRA, H.S., KUEHN, L.A. and I. A. STREBULAEV (2010), “The Aggregate Dynamics of Capital Structure and Macroeconomic Risk”, *The Review of Financial Studies* / v 23 n 12
- BHAQAT, S. BOLTON, B. And A. SUBRAMANIAN (2011), “Manager Characteristics and Capital Structure: Theory and Evidence”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 46, No. 6, Dec., pp. 1581–1627
- BISTROVA, J., LACE, N. and PELECKIENE, V. (2011), “The Influence Of Capital Structure on Baltic Corporate Performance”, *Journal Of Business Economics and Management*, Vol. 12(4), 655-669
- BRAC, O. (2009), “Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm”, *The Journal Of Finance* , Vol. LXIV, No. 1
- BRIGHAM, F. E. (1989), *Fundamentals of Financial Management, 5. Edition*, USA
- BRODY, J. and others (2010), “Industry Insider: Sport Marketing Forecast”, *Sport Marketing Quarterly*, 19, 4-7
- BRYAN, S., NASH, R. And A. PATEL (2006), “Can the agency costs of debt and equity explain the changes in executive compensation during the 1990s?”, *Journal of Corporate Finance*, 12516– 535
- BYOUN, S. (2008), “How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets?”, *The Journal Of Finance*, Vol. LXIII, No. 6

- CHADEGANİ, A.A. and others (2011), “The Effect of Economic and Accounting Variables on Capital Structure: Empirical Evidence from Iranian Companies”, ISSN 1450-2887 Issue 71
- CHEN, L. and Y.Zhao, (2004); “The Modified Pecking Order Theory: New Empirical Evidence From Corporate Financing Decisions” *Working Paper*, Michigan State University.
- CHANG, C. and X. YU (2010), “Informational Efficiency and Liquidity Premium as the Determinants of Capital Structure”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 45, No. 2, Apr., pp. 401–440
- CHEN, Hui (2010), “Macroeconomic Conditions and the Puzzles of Credit Spreads and Capital Structure”, *The Journal Of Finance*, Vol. LXV, No. 6
- COTTER, J.F. and S.W. PECK (2001), “The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist,” *Journal of Financial Economics* 59; 101 }147
- DORUKKAYA, Ş. (2000), “Beden Eğitimi ve Spor İstanbul Olimpiyatları (Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı)” DPT: 2513.ÖİK:530, Ankara.
- DİZDARLAR, Işın. (1997), “Sermaye Yapısı Teorileri ve Ampirik Bulgular”, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul
- EGE, İ. ve A. BAYRAKDAROĞLU (2008), “Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama”, *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 22 Temmuz Sayı: 2
- ERCAN, M. K. ve Ü. BAN (2008); *Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ERCAN, M. K, M. B. ÖZTÜRK, K. DEMİRGÜNEŞ, İ. KÜÇÜKKAPLAN ve E. S. BAŞCI, (2006), *Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması*, Gazi Kitapevi, Ankara
- ERKAL, E.M. (1982), *Sosyolojik Açından Spor*, Filiz Kitapevi İstanbul.

- EKREN, N.A. B. ÇAĞLAR,(2003), “Spor Ekonomisi Teorik Bir Çerçeve”, *Active Dergisi* Sayfa 11.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. (2002), “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1, S. 1-33.
- FAN, P.H.J., TITMAN, S. And G. TWITE (2012), “An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices”, *Journal of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 47, No. 1, Feb., pp. 23–56
- FARISI-AL, A.S. and R. HENDRAWAN (2012), “Effect of Capital Structure on Banks Performance: A Profit Efficiency Approach Islamic and Conventional Banks Case in Indonesia”, *International Research Journal of Finance and Economics - Issue 86*
- GILL, A., BIGER, N. And N. MATHUR (2011),” The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States”, *International Journal of Management* Vol. 28 No. 4 Part 1 Dec
- G.S.G.M.,(1998), *İl Spor Merkezleri Uygulaması Sporcu Sayısı*, Doküman, Ankara.
- G.S.G.MF. (1990), *Spor Şurası*, Kalkınma Planlarında Spor, Doküman, Ankara.
- GÜLŞEN, A.Z. ve Ö. ÜLKÜTAŞ (2012), “Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 8, Sayı 15
- GÜRSOY, C. Tuncer. (2007); *Finansal Yönetim İlkeleri, 2. Baskı*, Doğu Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- HAMIDIZADEH, M.R. and A. ABDULBAGHI (2011), “Designing&Dimensional Capital structure and Dividends”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business Institute of Interdisciplinary Business Research*, August, Vol 3, No 4

- HALL, Graham C., Patrick J. HUTCHINSON, Nicos MICHAELAS, (2004), “Determinants of the Capital Structures of European SMEs”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 31 (5) & (6): 711-728.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. (1991), “The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, 46.
- HENG, T.B., S.AZRBAIJANI and O.T. SAN (2012), “Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies”, *Asian Social Science* Vol. 8, No. 3
- HOSONO, K. (2003), “Growth opportunities, collateral and debt structure: the case of the Japanese machine manufacturing firms”, *Japan and the World Economy* 15 ; 275–297
- HUANG, G., and F.M. SONG (2006), “The determinants of capital structure: Evidence from China”, *China Economic Review* 17, 14– 36
- HUSSAIN, M.N. and S. GULL (2011), “Impact of Capital Structure on Stock Price of Cement Sector in Pakistan”, *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, Vol. 3, No. 3
- İNCE, U. And J. E. OWERS (2012), “The interaction of corporate dividend policy and capital structure decisions under differential tax regimes”, *J Econ Finan*, 36:33–57
- JENSEN, Michael C., WILLIAM H. MECKLING, (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360
- JAGDISH, R.R. (2011), “The Impact of Financial Risk on Capital Structure Decisions in Selected Indian Industries: A Descriptive Analysis”, *Advances In Management*, Vol. 4 (11) Nov.
- KABAKÇI, Yurdagül. (2008), “Sermaye Yapısı İle İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış / Ege Academic Review* 8(1): 167-182

- KARADENİZ, E., (2008), “Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi”, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Adana
- KARAN, Baha (2001), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- KESKİN BENLİ, Yasemin. (1996), “Sermaye Maliyeti”, *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitimi Fakültesi Dergisi*, Sayı: 4, Haziran
- KESTER, G.W. and G. ROBBINS (2011), “Financial Policies And Practices Of Companies Listed On The Irish Stock Exchange: Capital Structure, Dividends And Capital Budgeting”
- KENÇ, T. (2003), “Reel Opsiyonlar Yöntemi ile Yatırım Projeleri Değerlemesi”, *Active Dergisi*, s. 30.
- KHALID, S. (2011), “Financial Reforms and Dynamics of Capital Structure Choice: A Case of Publically Listed Firms of Pakistan”, *Journal of Management Research* ISSN 1941-899X, Vol. 3, No. 1: E3
- KIRŞAN, N. (1992), “Spor Sahaları”, *Türk Spor Kurumu Dergisi Seçilmiş Spor Makaleleri*, Ankara.
- KORKMAZ, T. ve A. CEYLAN (2007); *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Gözden Geçirilmiş 4. Baskı*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- KOUSKI, M. And H.B. SAID (2012), “Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data”, *International Journal of Business and Management* Vol. 7, No. 1
- LEARY, M.T. (2009), “Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure”, *The Journal Of Finance* , Vol. LXIV, No. 3
- LEMMON, M.L. and J.F. ZENDER (2010), “Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 45, No. 5, pp. 1161–1187

- LIN, F.L. and J.Y. HUNG (2012), “Internetalization and Capital Structure of Taiwan Electronic Corporations”, *International Business Research*, Vol: 5, No.1
- LIU, P., and C. HU (2011), “To What Extent Capital Structure Decision can Affect a Listed Company’s Total Market Value”, *Management Science and Engineering* Vol. 5, No. 4, 2011, pp. 45-49
- MAHMOOD, W. M. W. And orhers (2011), “Capital Structure of Property Companies in Malaysia”, *International Research Journal of Finance and Economics – Issue (74)*
- MANASEER AL, M. A., GONIS, E., HINDAWI AL, R.M. and I.I. SARTAWI (2011), “Testing the Pecking Order and the Target Models of Capital Structure: Evidence from UK”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences – Issue 41*
- ME, M.M. and M.A. NASEEM (2012), “The Impact of Capital Structure on profitability: A Case Study Tobacco Industry of Pakistan”, *Franklin Business & Law Journal*
- MECKLING, William H. (1976), “Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol. 112, No. 4, 545-560.
- MIGLO, A. (2006), “Debt-Equity Choice as a Signal of Earnings profile Over Time”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, QUAECO-377
- MONDHER, K. (2011), “A Re-examination of the MM Capital Structure Irrelevance Theorem: A Partial Payout Approach”, *International Journal of Business and Management* Vol. 6, No. 10;
- MOUSAVI, Z., JARI, A., and S. ALIAHMEDI (2012), “The Evaluation of Corporate Governance Monitoring Mechanisms on Capital Structure in Tehran Stock Exchange”, *International Journal of Business and Social Science* Vol. 3 No. 1;

- MUKHERJEE, S. And J. MAHAKUD (2012), “Are Trade-off and Pecking Order Theories of Capital Structure Mutually Exclusive?”, *Journal of Management Research* Vol. 12, No. 1, pp. 41-55
- MUZİR, E. (2011), “Triangle Relationship among Firm Size, Capital Structure Choice and Financial Performance Some Evidence from Turkey”, *Journal of Management Research* Vol. 11, No. 2, pp. 87-98
- MYERS, S. C. (1984), “Capital Structure Puzzle, NBBR Working Series”, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge
- MYERS, S. C. (1984); “The Capital Structure Puzzle,” *The Journal of Finance*, Cilt 39, Sayı 3, s. 575-592.
- NAJJAR, N., and K. PETROV (2011), “Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain”, *International Journal of Business and Management* Vol. 6, No. 11; November
- NAWAZ, A., ALI, R. and M.A. NASEEM (2011), “Relationship between Capital Structure and Firms Performance: A Case of Textile Sector in Pakistan,” *Global Business and Management Research: An International Journal*, Vol. 3 Nos. 3 & 4
- OKKA, Osman (2005); *Finansal Yönetime Giriş*, (1. Basım), Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- OKUYAN, H.A. ve H. M. TAŞCI. “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye’deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama”
- ÖZGÜLBAŞ, N. (2010); *Sağlık Kurumlarında Finansal Yönetim*, (2. Baskı), Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir
- ÖZALTIN, 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
- PINCHES, E.G., (1992), *Essentials of Financial Management*, (4. Edition), USA

- RAUH, J.D. and A. SUFI (2010), “Capital Structure and Debt Structure, The Review of Financial Studies” / v 23 n 12
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. (1995), “What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *Journal of Finance*, Vol. 50, S. 1421-1460.
- RUAN, W., TIAN, G. And S. MA (2011), “Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China’s Civilian-run Firms”, *AAFBJ*, Volume 5, no 3,
- ROSS, S. (1977), “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach”, *Bell journal of Economics*, 8, pp. 23-40
- ROSS, S.A., RANDOLPH, R.W. and JORDAN, B.D. (2002), *Fundamentals of Corporate Finance*, USA: McGraw-Hill Irwin.
- SAEEDI, A. And I. MAHMOODI (2011), “Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN 1450-2887 Issue 70
- SAYILGAN, G. ve B. UYSAL (2011), “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt 66, No. 4, 2011, s. 101 – 124
- SAYILGAN, G., KARABACAK, H. ve G. KÜÇÜKKOÇAOĞLU (2006); “The Firm- Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data,” *Investment Management and Financial Innovations*, Cilt 3, Sayı 3, s. 125-139
- SHAPIRO, C. A. (1998), “Multinational Financial Management”, University of Southern California.
- STİGLİTZ, Joseph E. (1988); “Why Financial Structure Matters,” *Journal of Economic Perspectives*, Cilt 2, Sayı 4, s. 121-126

- TERİM, B. Ve C.A. KAYALI (2009), “Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği”, *Sosyal Bilimler*, Cilt :7 Sayı :1 Celal Bayar Üniversitesi S.B.E.
- TEVFİK, A.T.(2007),“Sermaye Yapısı Kararları ve Efektif Vergi Oranın Sıfır Olduğu Firmalarda Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi”, *Sosyal Bilimler Dergisi*,
- TONG, G. And C.J. GREEN (2005), “Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies”, *Applied Economics*, 37, 2179–2189
- TOPAL, Yasemin. (2006),”İMKB’ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları Ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 27, Temmuz-Aralık 2006, ss. 45-70
- TÜRKO, M. (1999), Finansal Yönetim. Alfa Yayınevi, İstanbul
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988), “The Determinants of Capital Structure Choice”, *Journal of Finance*, Vol. 43, S. 1-19
- WANG, S. Y., and C. C. HWANG (2010), “An Application of Fuzzy Set Theory to the Weighted Average Cost of Capital and Capital Structure Decision”, *Technology and Investment*, 248-256
- WALD, J.K.(1999), “How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison”, *Journal of Financial Research*, Vol. 22 No. 2
- VAKILIFARD, H.R., GERAYLI, M.S., YANESARI, A.M. and A.R. MA’ATOOFI (2011), “Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Iranian Listed Firms”, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* ISSN 1450-2275 Issue 35 (2011)
- VARADI, K. “Relationship Between Industry And Capital Structure From An Asymmetric Information Perspective”, *International Journal of Management Cases*

ZAHEER, Z., SAEED, A., and A.S. MIR (2011), “Determinants Of Capital Structure: A Comprehensive Study of Textile Sector of Pakistan”, *International Journal Of Academic Research* Vol. 3. No. 5. September, I Part

<http://www.imkb.gov.tr/malitablo/> , Erişim Tarihi: 20/05/2012

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı - Soyadı : Eyyüp Ensari ŞAHİN
Doğum Yeri ve Tarihi : Iğdır – 15.07.1985

İLETİŞİM BİLGİLERİ

Telefon Numarası : 0530 613 1985
E-Posta Adresi : economist_038@hotmail.com

EĞİTİM

Niğde Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü - İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-
Finans Bilim Dalı (2010-2012)

Niğde Üniversitesi – İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi – İşletme Bölümü (2005–2010)

Yahyagazi Lisesi - (2000–2003)

BİLGİSAYAR BİLGİSİ

Ms Windows (Çok İyi)
Ms Office 2007 (Çok İyi)
Logo Tiger (İyi)
SPSS (Orta)

YABANCI DİL

• İngilizce (Orta)

EK 1. SPOR FİRMALARININ FİNANSAL ORANLARI

Dönem	CS	CARİ ORAN	UVYK/ÖZ.	DUR. VARLIK/DEVAMLİ SERMAYE	MDV/ÖZ.	AKTİF DEVİR HIZI	ROE	ROA
2005q1	1	4,05	0,64	0,30	0,30	0,09	0,11	0,09
2005q2	1	2,10	0,84	0,40	0,40	0,20	0,44	0,28
2005q3	1	2,98	0,02	0,31	0,32	0,36	0,54	0,39
2005q4	1	6,12	0,18	0,23	0,27	0,14	0,65	0,48
2006q1	1	3,73	0,20	0,25	0,30	0,07	0,19	0,12
2006q2	1	5,92	0,08	0,20	0,21	0,21	0,41	0,33
2006q3	1	6,11	0,06	0,16	0,18	0,29	0,49	0,39
2006q4	1	9,60	0,05	0,13	0,13	0,31	0,58	0,51
2007q1	1	9,06	0,05	0,12	0,12	0,05	0,08	0,07
2007q2	1	10,38	0,42	0,10	0,10	0,10	0,12	0,11
2007q3	1	9,60	0,05	0,13	0,13	0,11	0,17	0,15
2007q4	1	9,60	0,05	0,13	0,13	0,50	0,58	0,51
2008q1	1	7,29	0,15	0,08	0,09	0,03	0,06	0,05
2008q2	1	7,49	0,15	0,06	0,07	0,10	0,17	0,13
2008q3	1	8,97	0,19	0,10	0,12	0,14	0,25	0,19
2008q4	1	7,54	0,13	0,06	0,07	0,19	0,35	0,27
2009q1	1	6,82	0,11	0,05	0,06	0,03	0,06	0,05
2009q2	1	7,84	0,11	0,06	0,07	0,08	0,14	0,11
2009q3	1	8,70	0,09	0,05	0,06	0,13	0,20	0,16
2009q4	1	2,22	0,23	0,76	0,94	0,15	0,25	0,17
2010q1	1	2,01	0,28	0,72	0,92	0,03	0,14	0,08
2010q2	1	0,48	1,89	1,77	29,88	0,22	10,35	0,25
2010q3	1	0,43	2,45	2,18	3,16	0,35	2,04	0,46
2010q4	1	0,40	1,55	3,32	1,83	0,51	1,64	0,62
2011q1	1	0,18	3,59	0,48	1,23	0,48	0,66	0,32
2011q2	1	0,40	0,70	0,92	0,28	0,43	-	-
2011q3	1	0,26	0,61	1,00	0,39	0,09	0,09	0,13
2005q1	2	1,22						

			2,01	0,87	2,63	0,08	0,03	0,01
2005q2	2	1,05	1,55	0,95	2,42	0,16	0,08	0,02
2005q3	2	1,07	1,92	0,96	2,79	0,24	0,10	0,02
2005q4	2	1,00	2,51	1,00	3,52	0,40	0,46	0,07
2006q1	2	0,91	2,62	1,11	4,03	0,04	0,10	0,01
2006q2	2	0,67	2,60	1,51	5,42	0,16	0,45	0,05
2006q3	2	0,77	4,44	1,20	6,51	0,24	0,63	0,06
2006q4	2	1,00	2,51	1,00	3,52	0,40	0,46	0,07
2007q1	2	0,87	3,42	1,13	4,99	0,13	0,22	0,02
2007q2	2	0,91	2,67	1,08	3,98	0,28	0,32	0,04
2007q3	2	0,66	2,96	1,75	6,93	0,41	0,10	0,01
2007q4	2	0,67	3,47	1,39	6,20	0,45	0,78	0,08
2008q1	2	0,69	3,89	1,56	7,61	0,09	0,01	0,00
2008q2	2	0,69	2,00	1,59	20,63	0,23	1,75	0,05
2008q3	2	0,62	4,67	1,70	60,77	0,31	5,83	0,06
2008q4	2	0,53	4,16	2,35	7,42	0,45	1,91	0,16
2009q1	2	0,48	3,93	3,48	10,17	0,16	0,02	0,00
2009q2	2	4,87	3,15	3,73	8,01	1,58	0,22	0,07
2009q3	2	0,42	1,41	8,43	3,46	0,45	0,64	0,11
2009q4	2	0,43	0,98	12,99	2,02	0,58	0,76	0,21
2010q1	2	0,52	1,21	9,46	1,99	0,19	0,03	0,01
2010q2	2	0,45	0,96	18,95	0,80	0,37	0,30	0,20
2010q3	2	0,46	1,08	8,76	0,69	0,54	0,50	0,41
2010q4	2	0,29	0,90	5,05	0,51	0,95	0,60	0,78
2011q1	2	0,22	0,66	1,27	0,43	0,13	0,21	0,32
2011q2	2	0,24	0,57	0,94	0,41	0,46	0,26	0,38
2011q3	2	0,16	0,49	0,67	0,34	0,84	0,30	0,60
2005q1	3	5,14	0,47	0,47	0,48	0,06	0,10	0,08
2005q2	3	2,15	0,01	0,71	0,72	0,26	0,36	0,28
2005q3	3	4,34	0,03	0,59	0,61	0,36	0,45	0,38
2005q4	3	11,68	0,01	0,48	0,48	0,50	0,55	0,52

2006q1	3	5,84	0,01	0,43	0,44	0,05	0,08	0,07
2006q2	3	5,47	0,02	0,59	0,60	0,27	0,32	0,29
2006q3	3	5,47	0,02	0,59	0,60	0,27	0,32	0,29
2006q4	3	11,68	0,01	0,48	0,48	0,16	0,17	0,16
2007q1	3	17,06	0,16	0,43	0,43	0,06	0,08	0,08
2007q2	3	5,93	0,01	0,57	0,57	0,31	0,25	0,23
2007q3	3	17,06	0,01	0,43	0,43	0,14	0,14	0,13
2007q4	3	17,06	0,01	0,43	0,43	0,48	0,51	0,49
2008q1	3	15,55	0,01	0,36	0,36	0,04	0,04	0,04
2008q2	3	4,87	0,01	0,45	0,45	0,24	0,21	0,18
2008q3	3	15,55	0,01	0,36	0,36	0,13	0,17	0,16
2008q4	3	15,55	0,01	0,36	0,36	0,48	0,51	0,49
2009q1	3	5,15	0,27	0,30	0,30	0,05	0,06	0,05
2009q2	3	3,83	0,02	0,45	0,46	0,23	0,27	0,22
2009q3	3	6,66	0,04	0,38	0,39	0,34	0,37	0,32
2009q4	3	10,55	0,03	0,30	0,31	0,44	0,49	0,44
2010q1	3	4,50	0,03	0,28	0,29	0,06	0,05	0,04
2010q2	3	5,22	0,03	0,35	0,36	0,32	0,33	0,27
2010q3	3	5,59	0,03	0,29	0,30	0,42	0,44	0,37
2010q4	3	7,32	0,01	0,22	0,22	0,54	0,58	0,51
2011q1	3	0,47	0,04	1,43	1,49	0,28	0,41	0,22
2011q2	3	1,05	0,03	0,97	1,00	0,75	0,04	0,03
2011q3	3	0,16	0,02	2,27	2,32	0,64	0,00	0,00
2005q1	4	6,17	0,01	0,67	0,68	0,12	0,13	0,12
2005q2	4	6,61	0,42	0,72	0,72	0,26	0,26	0,25
2005q3	4	12,49	0,42	0,78	0,78	0,23	0,22	0,21
2005q4	4	12,49	0,42	0,77	0,77	0,27	0,24	0,24
2006q1	4	13,67	0,24	0,49	0,49	0,09	0,09	0,09
2006q2	4	0,48	1,00	21,46	42,93	0,25	21,87	0,27
2006q3	4	10,70	0,01	0,47	0,47	0,37	0,43	0,40
2006q4	4	13,67	0,24	0,49	0,49	0,47	0,49	0,47

2007q1	4	17,18	0,51	0,40	0,40	0,07	0,09	0,09
2007q2	4	17,86	0,82	0,34	0,34	0,19	0,21	0,21
2007q3	4	17,18	0,51	0,40	0,40	0,11	0,11	0,11
2007q4	4	17,18	0,51	0,40	0,40	0,47	0,51	0,49
2008q1	4	6,65	0,03	0,37	0,39	0,07	0,07	0,06
2008q2	4	4,04	0,07	0,31	0,33	0,09	0,24	0,18
2008q3	4	3,58	0,20	0,28	0,33	0,07	0,02	0,01
2008q4	4	6,65	0,03	0,37	0,39	0,41	0,44	0,38
2009q1	4	3,57	0,12	0,22	0,25	0,03	0,06	0,04
2009q2	4	3,95	0,15	0,20	0,23	0,09	0,13	0,09
2009q3	4	3,52	0,20	0,18	0,21	0,13	0,17	0,11
2009q4	4	2,03	0,23	0,76	0,94	0,18	0,27	0,18
2010q1	4	1,44	0,12	0,80	0,89	0,03	0,06	0,04
2010q2	4	1,57	0,10	0,75	0,82	0,10	0,14	0,09
2010q3	4	1,73	0,09	0,70	0,77	0,15	0,21	0,14
2010q4	4	1,67	0,62	0,62	1,01	0,46	1,22	0,48
2011q1	4	0,37	0,64	1,77	2,90	0,12	0,05	0,01
2011q2	4	0,45	0,52	1,57	2,39	0,33	0,25	0,08
2011q3	4	0,23	0,50	2,03	3,06	0,43	0,12	0,03