



T.C.
NIĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

**FİNANSAL GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNİN FİRMALARIN FİNANSAL
KISITLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Hilal KARAHASANOĞLU

Niğde
Aralık, 2020

T.C.
NIĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

**FİNANSAL GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNİN FİRMALARIN FİNANSAL
KISITLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Hilal KARAHASANOĞLU

Danışman : Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Üye : Dr. Öğretim Üyesi Özkan HAYKIR
Üye : Doç. Dr. Mert TOPCU

Niğde
Aralık, 2020

ONAY SAYFASI

Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK danışmanlığında **Hilal KARAHASANOĞLU** tarafından hazırlanan "**Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Firmaların Finansal Kısıtları Üzerindeki Etkisi**" adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: 24/12/2020

JÜRİ :

Danışman : Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Üye : Dr. Öğr. Üyesi Özkan HAYKIR
Üye : Doç. Dr. Mert TOPCU

ONAY :

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

Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Enstitü Müdürü

ÖN SÖZ

Finansal Gelişmişlik Düzeyinin Firmaların Finansal Kısıtları Üzerindeki Etkisi başlıklı bu yüksek lisans tezinin amacı finansal gelişmişlik düzeyi arttıkça firmaların finansal kısıtlarının bundan nasıl etkilendiğini ortaya koymaktır. Bir başka ifadeyle bu çalışmada ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyi ile firmaların kaynak kullanımında iç fonlara bağımlılığının derecesi analiz edilmiştir. Çalışmanın analiz kısmı için veriler Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Panel veri formatındaki değişkenlerin analizinde Stata programı kullanılarak Sistem GMM yaklaşımı kullanılmıştır.

Tez çalışmasının konu seçiminden, sonuçlanma aşamasına kadar geçen süreçte değerli bilgilerini aktarıp görüşleri ile bana yol gösteren ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen saygıdeğer tez danışmanım Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK'a teşekkürü bir borç bilirim. Sadece tez yazım sürecinde değil, hayatımın her aşamasında yanımda olan, maddi ve manevi olarak desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen sevgili aileme bu süreçte gösterdikleri destek ve anlayıştan ötürü sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca bu süreçte bana destek olan arkadaşlarıma, Selen YILMAZ UZLAŞIR ve Nazik YÜCESOY'a gönülden teşekkür ederim.

Hilal KARAHASANOĞLU

ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNİN FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

KARAHASANOĞLU, Hilal
Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Aralık 2020, 94 sayfa

Firmaların finansman kaynağına kolaylıkla erişebilmesi ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyi açısından önemli bir göstergedir. Firmalar genellikle içsel fon olanaklarına bağlı olarak yatırım ve finansman kararları almaktadırlar. Bunun başlıca nedenlerinden biri aksak piyasalarda ortaya çıkan asimetrik bilgi problemidir. Bu tür piyasa aksaklıkları dış finansman maliyetleri ile iç finansman maliyetleri arasındaki farkın yüksek olmasına neden olur.

Dışsal fon maliyetinin yüksek olması nedeniyle bu piyasalarda finansal açıdan kısıtlı firmaların yatırımlarını gerçekleştirilebilmesi büyük oranda firmaların içsel fon yaratabilme yeteneğine yani nakit akışı yaratma imkânına bağlıdır. Bir firmanın yatırımlarının nakit akışlarına büyük oranda duyarlı olması da finansal kısıtlılık derecesini gösterir. Yatırım fırsatı yakaladığında dış finansmana erişimde zorluk çeken bir firma yeterli içsel fona sahip değilse yatırımını bir sonraki döneme ertelemek veya yatırımdan vazgeçmek zorunda kalır. Yüksek finansal gelişmişlik düzeyi, piyasa aksaklıklarının giderilmesini sağlayarak, firmaların dışsal fon maliyetlerini azaltıp, içsel fonlara olan bağımlılığını düşürüp, yatırım yapma olanağını artırmaktadır.

Bu tez çalışması, finansal gelişmişlik düzeyinin firmaların finansal kısıtları üzerindeki etkilerini araştırmak için hazırlanmıştır. Bu çalışmanın amacı, finansal kısıtların olduğu bir piyasada finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla birlikte firmaların karar verme mekanizmalarında nasıl bir değişiklik olduğunu incelemektir. Bu bağlamda çalışmada 20 farklı ülkenin menkul kıymet borsalarında işlem gören 1264 sanayi işletmesinin 2009-2019 yılları arasındaki verilerinden faydalanılmıştır. İki aşamalı olarak gerçekleştirilen analizin ilk aşamasında ülkeler finansal gelişmişlik seviyelerine göz önüne alınarak kümeleme analizi yapılmış ve iki gruba ayrılmıştır. Daha sonra her bir grup için şirket yatırımlarının nakit akışlarına duyarlılığı

Genelleştirilmiş Momentler Metodunun sistem versiyonu kullanılarak tespit edilmiştir. Bulgular, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi arttıkça firmaların yatırımlarında içsel fonlara olan bağımlılığın azalacağını ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Gelişmişlik, Finansal Kısıt, Piyasa Başarısızlıkları, Kümeleme Analizi, Sistem GMM.



**ABSTRACT
MASTER THESIS**

**THE EFFECET OF FINANCIAL DEVELOPMENT ON FIRM'S FINANCIAL
CONSTRAINTS**

KARAHASANOĞLU, Hilal
Banking and Finance Department
Supervisor: Associate Professor Emin Hüseyin ÇETENAK
December 2020, 94 pages

Access to finance of firms is an important indicator for the financial development level of the countries. Firms usually make investment and financing decisions based on internal funding opportunities. One of the main reasons for this is the problem of asymmetric information that emerges in the imperfect capital markets. Such market failures result in a high difference between external financing costs and internal financing costs.

Due to the high cost of external funds, the ability to make investments in financially constrained firms in these markets largely depends on the ability of firms to create internal funds, that is, the ability to generate cash flows. Cash flows sensitivity of firms' investments indicates the degree of financial constraint. When a company has difficulty in accessing external financing, it will have to postpone the investment or to abandon the investment if it does not have sufficient internal funds. The high level of financial development ensures the elimination of market imperfections, decreasing the external fund costs of firms, decreasing their dependence on internal funds and increasing their investment opportunities.

This thesis study has been prepared to investigate the effects of financial development level on financial constraints of firms. The purpose of this study is to examine how the decision-making mechanisms of firms change with the increase in financial development in a market within concept financial constraints. In this context, the data of 1264 industrial companies traded in the stock exchanges of 20 different countries between 2009-2019 were used in the study. Our analysis performed in two stages. In the first stage, 20 countries were divided into two groups, taking into account their financial development levels. Then, for each group, the sensitivity of cash flows to the corporate investments was determined using the

system version of the Generalized Moments Method. The analysis results indicate that firms operating in a financially developed market face less financial constraints.

Key Words: Financial Constraint, Financial Development Level, Market Failures, Cluster Analysis, System GMM.



İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ	1
I. Problem Durumu	2
II. Araştırmanın Amacı	2
III. Araştırmanın Önemi.....	3
IV. Araştırmanın Sınırlılıkları.....	3
V. Varsayımlar.....	4

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM, FİNANSAL PİYASALAR, FİNANSMAN KAYNAKLARI VE PİYASA BAŞARISIZLIKLARI

1.1. FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR.....	5
1.1.1. Finansal Sistemin Tanımı, Önemi ve Kapsamı.....	6
1.1.2. Finansal Sistemin Güvenilirliği	7
1.1.3. Finansal Sistemin İşleyişi	8
1.1.4. Finansal Sistemin Fonksiyonları.....	9
1.1.5. Finansal Piyasalar	10
1.1.5.1. Finansal Araçlar	13
1.1.5.2. Finansal Araçlar	15
1.2. FİNANSMAN KAYNAKLARI FİNANSMAN KAYNAKLARI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ.....	17

1.2.1. Finansman Kaynakları	17
1.2.2. Sermaye Yapısı Teorileri	18
1.2.2.1. Net Gelir Yaklaşımı	19
1.2.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	20
1.2.2.3 Geleneksel Yaklaşım	22
1.2.2.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı	24
1.3. PİYASA BAŞARISIZLIKLARI VE FİNANSAL PİYASA BAŞARISIZLIĞI	26
1.3.1. Piyasa Başarısızlığı	27
1.3.2. Finansal Piyasa Başarısızlığı.....	27
1.3.2.1. Asimetrik Bilgi.....	28
1.3.2.2. Ters Seçim	32
1.3.2.3. Temsil Maliyetleri.....	33
1.3.2.4. Ahlaki Tehlike	34
1.3.2.5. Kontrol Maliyetleri	35
1.3.2.6. Finansal Sıkıntı Maliyetleri.....	35
1.3.2.7. Sinyal Teorisi	36

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KISIT VE FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI

2.1. FİNANSAL KISITLARIN ÖLÇÜLMESİ (GÖSTERGELERİ).....	51
2.1.1. Dolaylı Ölçütler	52
2.1.1.1. İlkel Testler ve Q Yatırım Teorisi.....	52
2.1.1.2. Nakit Akışlarına Duyarlılık.....	53
2.1.1.2.1. Yatırımların Nakit Akışlarına Duyarlılığı.....	53
2.1.1.2.2. Büyümenin Nakit Akışlarına Duyarlılığı.....	54
2.1.1.2.3. Nakitin Nakit Akışlarına Duyarlılığı	54

2.1.1.2.4. Euler Denklemi	55
2.1.2. Dolaysız Ölçütler	55
2.1.2.1. Şirket Raporları	56
2.1.2.2. Öz Değerlendirme: Anket Verileri.....	56
2.1.3. Endeksler.....	57

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMİŞLİK KAVRAMI VE FİNANSAL GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNİN FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1. FİNANSAL GELİŞME NASIL ÖLÇÜLÜR?	59
3.2. FİNANSAL GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNİN FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	61

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME İLE FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KONUSU.....	68
4.2. VERİ SETİ VE ARAŞTIRMA MODELİ	68
4.3. BULGULAR.....	72
SONUÇLAR.....	76
KAYNAKÇA	78
ÖZ GEÇMİŞ.....	94

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. İyi işleyen bir finansal sistemi karakterize eden dört aracı değişken grubu .59	
Tablo 2. Analizde Yer Alan Ülkeler ve Grupları73	73
Tablo 3. Gruplar Arasındaki ANOVA Sonuçları.....73	73
Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler74	74
Tablo 5. Korelasyon Matrisi.....74	74
Tablo 6. İki Aşamalı Sistem GMM Sonuçları (Bağımlı Değişken I).....74	74



ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil 1.** Finansal Sistemin İşleyişi8
- Şekil 2.** Asimetrik Bilginin Piyasa Etkinsizliği Yaratma Süreci31



KISALTMALAR LİSTESİ

BİST	: Borsa İstanbul
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Metodu
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KZ	: Kaplan ve Zingales (1997)
MM	: Modigliani ve Miller (1958)
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SA	: Size-Age
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
WW	: Whited ve Wu (2006)

GİRİŞ

Finansal gelişmenin firmaların finansal kısıtları üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığına karar verebilirsek, finansal kısıtların etkisini hafifletmek için politika yapıcıların ya da firmaların ne gibi önlemler alması gerektiğine de karar verebiliriz. Böylece firmaların yatırım yapmalarını kolaylaştırmış oluruz. Bu nedenle politika yapıcıların en önemli görevlerinden biri finansal kısıtların yatırım kararları üzerindeki etkisini azaltmak için alınması gereken önlemlerin ne olduğunu bulmak olmalıdır.

Finansal piyasaların firmaların kaynaklara ulaşmasında son derece etkin ve önemli bir rolü vardır. Derinliği geniş olan ve gelişmişliği yüksek olan finansal piyasalarda firmalar dış kaynaklara yönelerek yatırım kararlarını geciktirmeden ve istediği zamanda yerine getirebilir. Aksi takdirde kaynakların yetersiz ve erişilmesi zor olduğu durumlarda firmalar yapmak istedikleri yatırımların finansmanını kendi iç kaynaklarıyla gerçekleştirmeye çalışacaktır. İç kaynaklarını elde edebilmek için belirli bir süre beklemesi de gerekebilir. Bu zaman içerisinde yatırımın gecikmesinden dolayı firmalar yatırım kararlarını ertelemek ya da yatırımdan tamamen vazgeçmek durumunda da kalabilmektedirler. Bu durumdan kaynaklanan sorunlar doğal olarak firmaların yatırımlarını ve büyümesini olumsuz etkileyebilir.

Finansal piyasalarda meydana gelen problemler firmaların ihtiyacı olan fonlara istedikleri zaman ulaşamamasına ve yatırımların daralmasına sebep olmaktadır. Ortaya çıkan finansal sorunlara bağlı olarak piyasada artan belirsizlik ve buna bağlı olarak risk seviyesinin de artışı, finansal kurumların firmaların gelişmesi için verdikleri kredi miktarının azalmasına yani yatırımları olumsuz etkileyerek finansal kısıtların ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Çalışmada finansal kısıtların olduğu bir piyasada finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla birlikte firmaların karar verme mekanizmalarının bu durumdan nasıl etkilendiği araştırılacaktır. Çalışmanın birinci bölümünde finansal sistem, finansal piyasalar, finansman kaynakları ve piyasa başarısızlıkları ile ilgili literatür verilmiştir. İkinci bölümde finansal kısıt ve firmaların finansal kısıtları ile ilgili literatür verildikten sonra üçüncü bölümde finansal gelişmişlik kavramı ve finansal gelişmişlik düzeyinin firmaların finansal kısıtları üzerindeki etkisi ile ilgili bilgi verilecektir. Dördüncü ve son bölümde ise finansal gelişme ile firmaların finansal kısıtları arasındaki ilişkinin analizine yer verilmiştir. Çalışmada 20 farklı ülkenin

menkul kıymet borsalarında işlem gören 1264 sanayi işletmesinin 2009-2019 yılları arasındaki verilerinden faydalanılmıştır. Analiz iki aşamalı olarak gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada ülkeler finansal gelişmişlik seviyelerine göre kümeleme analizi yapılarak iki gruba ayrılmış daha sonra her bir grup için şirket yatırımlarının nakit akışlarına duyarlılığı test edilmiştir. Ülkelerin sınıflandırılmasında kümeleme analizi nakit akışlarını duyarlılığının tespitinde Genelleştirilmiş Momentler Metodunun sistem versiyonu kullanılmıştır. Veriler Stata programı kullanılarak analiz edilmiştir.

Analiz sonucuna göre, finansal piyasalar geliştikçe firmaların yatırımlarında dışsal fon kaynaklarına daha kolay bir şekilde ulaşabilecek ya da içsel fonlarına olan bağımlılığı azalacaktır.

I. Problem Durumu

İlgili literatür incelendiğinde finansal kısıtla ilgili birçok çalışma yapıldığı gözlemlenmiştir. Finansal kısıt konusuyla ilgili yapılan çalışmaların büyük bir çoğunluğunda benzer ifadeler kullanılmakla birlikte finansal kısıt kavramı için tek ve ortak bir tanımlama yoktur.

Finans literatüründe finansal kısıt ile ilgili öncül olarak kabul edilen çalışma Fazzari, Hubbard ve Petersen (1988)'in çalışmasıdır. Çalışmada, firmaların yatırım davranışları ile nakit akışı, Tobin q ve satışlar arasında nasıl bir ilişki olduğu incelenmiştir. Tobin q değeri finansal kısıtın bir göstergesi olarak uzunca bir süre literatürde yerini almış zamanla bu değişkene ek olarak nakit akışı değişkeni de eklenmiştir.

Firmaları finansal kısıtı olan veya finansal kısıtı olmayan firmalar olarak gruplandırırken, firmaların büyüklüğü, yaşı, temettü ödemeleri, bir işletme grubuna bağlı olup olmaması, sermaye yapısı, ortaklık yapısı, işletmenin dahil olduğu grup içerisinde banka olup olmaması gibi birçok ölçüt değerlendirmeye alınmıştır.

II. Araştırmanın Amacı

Finansal kısıtların firmaların yatırım kararları üzerindeki rolünü inceleyen geniş bir ampirik literatür vardır. Son yıllarda nakit akışlarının firmaların yatırım kararlarının belirleyicisi olup olmadığını ve bu durumun da bir finansal kısıt göstergesi olup olmadığının incelenmesine ağırlık verilmiştir. Yatırımların nakit akışlarına duyarlılığı, bilgi asimetrisinden doğan finansal piyasa aksaklıklarından kaynaklanmaktadır.

Bu araştırmanın amacı, “Finansal gelişmişlik düzeyinin firmaların finansal kısıtları üzerinde nasıl bir etkisi vardır?” sorusuna cevap aramaktır. Bu doğrultuda çalışmanın amacı finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi arttıkça finansal kısıtların azalacağı hipotezini test etmektir.

Genel olarak çalışmanın amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Finansal gelişmişlik düzeyinin firmaların finansal kısıtları ve firmaların yatırım kararları üzerindeki etkilerini analiz ederek bu doğrultuda politika önerisinde bulunmak,
- Finansal kısıtlar ve finansal kısıtların yatırım kararları üzerinde nasıl bir etkisi olduğu ile ilgili literatürü ve teorik çerçeveyi ayrıntılı bir şekilde vermek,
- Finansal gelişmişlik düzeyinin firmaların finansal kısıtları üzerindeki etkilerini azaltmak veya tamamen ortadan kaldırmak amacıyla uygulanabilecek politika önerilerinde bulunmak, tezin başlıca amaçlarıdır.

III. Araştırmanın Önemi

Finansal gelişmişlik düzeyinin firmaların finansal kısıtları üzerinde önemli ölçüde etkili olup olmadığını ölçebilirsek, finansal kısıtların firmaların yatırımları üzerindeki etkisini azaltmak için nasıl bir yol izlenmesi gerektiğine de karar verebiliriz. Bu sayede de firmalar daha kolay bir şekilde yatırım yaparak ülke ekonomisine katkı sağlamış olurlar. Bu gibi nedenlerden ötürü de politika yapıcıların finansal kısıtların firmaların yatırım kararları üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için ne gibi önlemler alınması gerektiğini bulmak olmalıdır.

Bu tez çalışmasında ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyinin firmaların karşı karşıya kaldığı finansal kısıtlar üzerinde nasıl bir etkisi olduğu analiz edilmiştir. Bu amaçla 20 farklı ülkenin mankul kıyet borsalarında işlem gören 1264 sanayi işletmesinin 2009-2019 yılları arasındaki 10 yıllık firma verilerinden faydalanılarak araştırma sorusuna cevap aranmıştır.

IV. Araştırmanın Sınırlılıkları

Tez çalışmasına zaman, mekan ve veri seti bakımından bir takım sınırlamalar getirilmiştir.

- Çalışmada 20 farklı ülkenin 2009-2019 yılları arasındaki finansal verileri kullanılarak sınırlamalar getirilmiş ve ampirik bir çalışma yapılmıştır.

- 20 farklı ülkenin menkul kıymet borsalarında işlem gören 1264 sanayi işletmesinin firma verileri kullanılarak, elde edilen verilere Data Stream veri tabanından alınmıştır.

V. Varsayımlar

Finansal piyasaların firmaların kaynaklarını etkin bir şekilde kullanmasında büyük oranda etkisi olduğu gibi, finansal gelişmişlik düzeyinin de firmaların finansal kısıtları üzerinde büyük oranda etkisi vardır. Finansal gelişmişliği yüksek ve etkin piyasalarda firmalar, dışsal fon kaynaklarına daha kolay bir şekilde ulaşabilecek ve yatırım kararlarını ileri bir döneme ertelemeyen istediği zamanda gerçekleştirebileceklerdir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM, FİNANSAL PİYASALAR, FİNANSMAN KAYNAKLARI VE PİYASA BAŞARISIZLIKLARI

Yeni işletmelerin kurulması, kurulan işletmelerin büyümesi, üretimin artması, istihdama katkıda bulunmak ve ülke ekonomisinin büyüüp gelişmesi açısından işletme finansmanı büyük önem sahibidir.

Ekonomilerin büyüme ve kalkınma hedeflerine ulaşmaları için yatırımları artması gerekir. Yatırım yapabilmek için ise sermaye birikimi gereklidir. Bir ekonomide işletmeler tarafından kullanılabilir düzeyde sermaye birikimi varsa üretim, yatırım ve istihdam artar ve ekonomik büyüme gerçekleşir. Yatırım yapan firmaların kaynak yetersizliği ile karşı karşıya kalmaları veya ekonominin genelinde finansal kaynakların yetersiz kalması durumunda ekonomik büyüme yavaşlar ya da gerçekleşemez. Bu durum da toplumsal refah kaybına neden olur.

Literatürde yatırımların finansmanının ekonomik performans üzerinde etkisi olduğunu gösteren çok sayıda çalışma vardır. Benzer şekilde finansal gelişmişlik düzeyi ile kullanılan sermayenin etkinliği ve yatırım oranı kendi aralarında pozitif yönlü bir ilişkiye sahiptir. Bu nedenle teoride ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyinin ekonomik büyüme ve kalkınma düzeyinin belirlenmesine yardımcı olacağını işaret eden çok sayıda çalışma vardır.

İşletme açısından finansman, işletmenin bütünü hakkında fikir veren önemli faktörlerden biri olmakla birlikte söz konusu işletmenin büyüüp gelişmesi açısından da önemli bir rolü vardır. İşletmelerin kuruluş kararlarından başlayarak, büyümesi, gelişmesi ve piyasada hayatta kalmasına kadar birçok faktörü etkiler. İşletmelerin büyümesinde büyük öneme sahiptir. İşletmelerin finansman kaynaklarına ulaşmada sıkıntı çekmesi hem işletmeler açısından hem de ekonomi açısından büyük sorun teşkil eder. Bu yüzden finansal sistemin kalitesi ülkelerin ekonomik performansının belirlenmesinde göz ardı edilemeyecek kadar önemli bir etkiye sahiptir.

1.1. FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASALAR

Çalışmanın bu kısmında finansal sistemin tanımı, önemi, kapsamı ve finansal sistemin güvenilirliği hakkında bilgi verildikten sonra finansal sistemin işleyişi, fonksiyonları ve finansal piyasalar üzerine bilgi verilecektir.

1.1.1. Finansal Sistemin Tanımı, Önemi ve Kapsamı

Finansal sistem, fon fazlası olan tasarruf sahipleri ve firmalar ile fon gereksinimi duyanların bir araya getirilip, fon transferi yapılmasını sağlayan yapıya yani fon akımını sağlayan araçlar ve bunları düzenleyen hukuki kuralların tümüne verilen isimdir. Bir başka ifade ile satın alma gücünün tasarruf eden kesimden alıp yatırım yapacak kesime ya da nihai tüketiciye aktarılmasını sağlayan organizasyonlar bütünüdür. Gelişmiş ekonomilerde belirli kurum ve pazarların karşılıklı etkileşimleri sonucunda fonların mübadelesini sağlayarak gerçekleştirilen

Finansal sistemin yaptığı aracılık görevi sayesinde birikimler yatırımlara, yatırımlar da üretim ve istihdama dönüşür. Böylece firmalar açısından büyüme sağlanmış olur. Finansal piyasalarda sadece parasal anlamda fon arz edenler ve fon talep edenler bulunmaz. Bunların dışında hisse senedi, tahvil ve döviz gibi çok çeşitli finansal varlıklar da bulunmaktadır.

IMF'nin yaptığı tanımlamaya göre, finansal sistem, işletmelere çeşitli imkanlar sağlayarak onların ticari faaliyetlerini finanse etmek ve mevcut fonlarını bir yatırıma dönüştürmek için karmaşık bir işleyişi olan kurumlardan ve piyasalardan meydana gelir.¹

Bir başka tanımlamaya göre ise finansal sistem, fon arz edenler ile talep edenler arasındaki kaynak kullanımını bir başka deyişle fon akımını düzenleyen kurumlar ile birlikte bu fon akışını sağlayan araçlara, piyasadaki işleyişi denetleyen ve düzenleyen hukuki ve idari kuralların tümünü kapsayan yapıya denir (Sarıkamış vd., 2004).

Bir ekonomide fonlar, ancak etkin bir şekilde dağıtıldıkları takdirde ülke ekonomisinin büyümesine pozitif yönlü bir etkisi olacaktır. Bu durum da ancak gelişmiş ve derinliği artmış mali piyasalarda olur (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002).

Finansal sistemin durumu, ekonominin durumu ile doğru orantılıdır. Bir ekonomide kredi olanakları azalır ve kredi kullanma maliyeti artarsa, o ekonomideki mal ve hizmetlere yönelik toplam harcamalar da azalır. Bununla birlikte ekonomik büyüme yavaşlar, işsizlik oranı artar ve işletmeler üretimlerini kısmak zorunda kalırlar. Bu durumun aksine ödünç verilebilir fonlarda artış olursa ve kredi kullanma

¹ The Organisation for Economic Co-operation and Development, Glossary of Statistical Terms, <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6189> (15.08.2020)

maliyeti azalırsa, ekonomideki mal ve hizmetlere yönelik toplam harcamalar artar, daha fazla iş imkanı oluşur ve ekonomik büyüme hızlanır. Özetle finansal sistem, ekonomik sistemin bütünleyici ve ayrılmaz bir parçasıdır (Rose vd., 1989).

Finansal sistem hem girişim faaliyetlerini hem de girişimlere bağlı olarak uzun dönemde ekonomik büyümeyi etkiler. İlk aşamada finansal sistem girişimcileri değerlendirerek alternatifler arasından en avantajlı yatırımı seçer. İkinci aşamada seçtiği avantajlı yatırımı finanse edecek finansman kaynaklarını bularak onları karşı karşıya getirir. Üçüncü ve son aşamada da girişimcilerin karşı karşıya olduğu riskin dağıtılmasını ve minimuma indirilmesini sağlar. Bu şekilde de ekonomik büyümeye katkıda bulunur (King vd., 1993).

Modern finansal sistem, likidite tedariki, kredi tedariki ve risk yönetimi gibi üç temel hizmeti ekonominin diğer kısmına arz eder (Martin vd., 2013).

Özetleyecek olursak, finansal sistem, nakit akışı ve likidite tedarikinde kolaylık sağlayarak yatırımları pozitif olarak etkiler. Böylece piyasada bireyler ve işletmeler kendilerini finansal riskten korumuş olurlar.

1.1.2. Finansal Sistemin Güvenilirliği

Finansal sistemin güvenliğini ve güvenilirliğini sağlayan hukuki ve idari uygulamalar vardır. Finansal piyasaların işleyişinde bir problem olmadığı ve sağlıklı bir şekilde çalıştığı zaman tasarruflar fon ihtiyacı olanlara etkin ve güvenli olarak aktarılabilir.

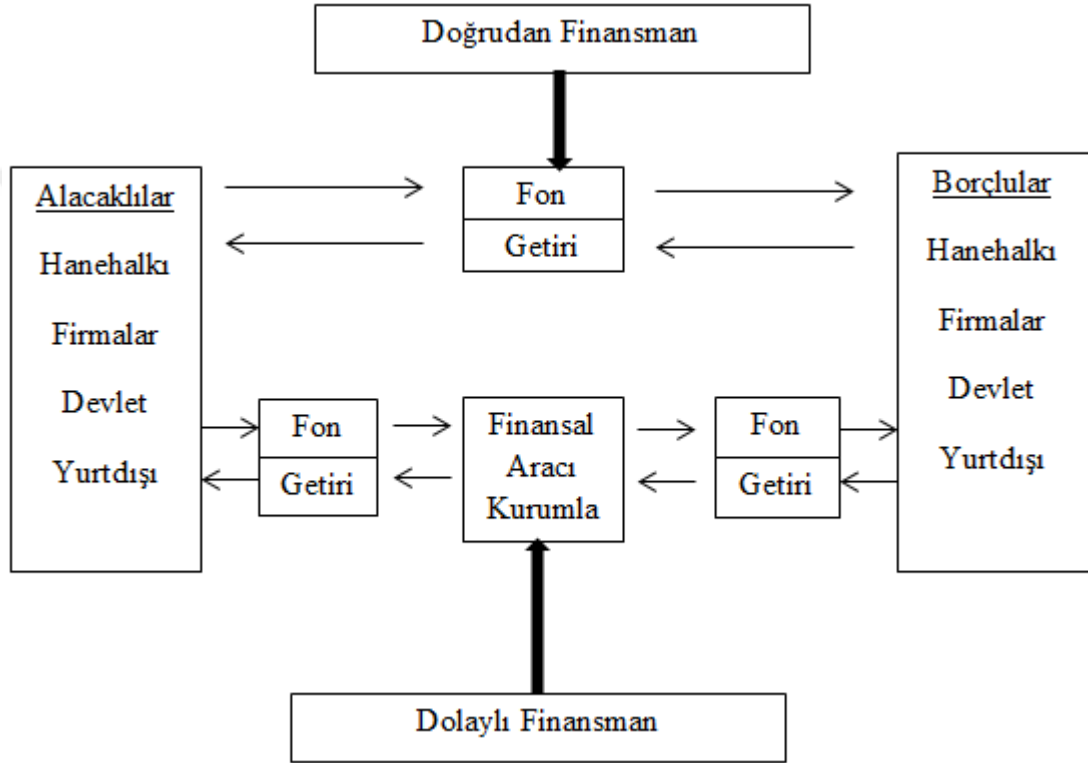
Tasarruf sahipleri güven duymadıkları finansal kurumlara tasarruflarını teslim etmekten kaçınır. Güvenilir olmayan bankacılık sistemi ya da borsalar gibi finansal kurumlar tasarruf sahiplerinin uzaklaşmasına ve birikimlerin yastık altında kalmasına neden olmaktadır. Böyle bir ortamda ekonomide yeterli düzeyde fon olsa da bu fonlar fon talep edenlere ulaşmaz.

Bu nedenle sıkı kurallara bağlanmış, sağlam bir kurumsal zemine oturtulmuş finansal sistemler yatırımcı açısından güvenilirdir. Ayrıca finansal sistemin tek başına sağlamlığı da çoğunlukla bir anlam ifade etmez bununla birlikte ülkedeki hukuk sistemi ile sözleşmeler koruma altına alınmış olmalıdır.

1.1.3. Finansal Sistemin İşleyişi

Bir finansal sistemde fon fazlası olanlar ve fon ihtiyacı duyanlar olmak üzere iki kesim vardır. Bu iki kesim arasındaki fon alışverişi iki şekilde gerçekleşir. Bunlardan ilki doğrudan finansman, ikincisi ise dolaylı finansmandır (Eser Özen, 2014: 12).

Bu iki kesimden fon arz edenlere alacaklılar, fon talep edenlere ise borçlular denir.



Şekil 1. Finansal Sistemin İşleyişi

Kaynak: Ekrem, Erdem, Para Banka ve Finansal Sistem, 2.Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008, s.51

Şekil 1.1’de görüldüğü üzere doğrudan finansmanda alacaklılar ve borçlular arasında bir finansal aracı veya aracı kurum bulunmamaktadır. Dolaylı finansman yönteminde ise, fon alışverişinde aracı kurumlar yer alır. Fon fazlası olan kişi veya kurumlar dolaylı finansman sağlayan kişi veya kurumlara fonlarını ödünç verir ve bu aracı kurumlar aracılığı ile de fon ihtiyacı olan kişi ve ya kurumlara doğru aktarılır.

1.1.4. Finansal Sistemin Fonksiyonları

Finansal sistemin öneminin anlaşılması için ekonomi içerisinde yerine getirdiği fonksiyonları anlamak gerekir. Finansal sistemin tasarruf, likidite, servet, ödeme, kredi, risk ve politika fonksiyonları olmak üzere yedi önemli fonksiyonu vardır (Rose vd., 1989). Aşağıda bu fonksiyonlar kısaca açıklanacaktır.

- **Tasarruf Fonksiyonu:** Finansal sistem, finansal piyasalar ve kurumlardan meydana gelir ve bu sistem kişi ve kurumların tasarrufta bulunmasını ve bu tasarrufların yatırımlara dönüşmesi için uygun koşulları sağlar. Mevduatlar, tahviller, hisse senetleri ve diğer varlıklar, halkın tasarruflarının düşük bir riskle ve bir getiri sağlayacak şekilde finansal piyasalara yönelmesini sağlarlar. Bu şekilde finansal piyasalara giren tasarruflar, aracı kurumlar yardımıyla fon talep edenlere aktarılır ve yatırımların finansmanında kullanılırlar.
- **Servet Fonksiyonu:** Piyasalarda alım-satımı gerçekleşen finansal araçlar, tasarruf yapmak isteyen kişi ve kurumlar için ileri bir tarihte harcama yapana kadar, yani bu fonlara ihtiyacı olana kadar bir servet biriktirme yöntemidir.
- **Likidite Fonksiyonu:** Finansal sistem, finansal araçları bulunan fakat nakit ihtiyacı olan fon sahiplerinin elindeki kaynakları nakde dönüştürmesine olanak sağlar. Likidite, bir varlığın bir ödeme aracına (nakde) dönüşme hızı ve kolaylığı demektir. Gelişmiş toplumlarda para, bankada tutulan birikimlerden oluşur ve en basit, en likit finansal araçtır. Para, kolaylıkla harcanabilir. Onu harcamak için başka bir metaya dönüştürmeye gerek yoktur fakat finansal sistem içerisinde ki araçlar arasında en az getiri sağlayan araçtır. Bu yüzden de satın alma paritesi enflasyon da hasaba katılınca büyük ölçüde değer kaybedebilir. Tasarruf sahibi kişi ve kurumların da nakitte kalmayıp daha çok getiri sağlayacak finansal araçlara yönelmesinin başlıca nedeninin bu olduğu düşünülür.
- **Kredi Fonksiyonu:** Kredi, belirli bir süre sonunda geri almak koşuluyla ödünç verilebilir fonlardır. Finansal piyasalar da tüketim ve yatırım yapılması amacıyla fon fazlası olan kişi ve kurumlardan kredi sağlar. Bir toplumda, tüketiciler genellikle ev almak, araba almak, borç ödemek ve kişisel ihtiyaçlarını karşılamak için kredi kanalına başvururken işletmeler ise, yatırım yapmak için ve üretimin devam edebilmesi için karşılanması gereken diğer

ödemeler için kredi kanalına başvurmaktadır. Ayrıca vergilerden elde edilen gelirlerin yetersiz kalması durumunda ise yapılan harcamaları finanse etmek ve refahı düşürmemek için de merkezi ve yerel kamu yönetimleri de kredi kanalı yoluyla ödünç fon kullanmaktadırlar.

- **Ödeme Fonksiyonu:** Mal ve hizmet satın alırken kişi veya kurumların ödeme yapmasını sağlayan bir finansal sistem fonksiyonudur. Bununla birlikte vadesiz hesaplar ve üzerine çek yazılabilir mevduat hesapları da önemli bir ödeme yapma aracıdır. Bankalar ve diğer finansal kurumlar tarafından kişilere bir ödeme aracı olarak sunulan kredi kartları fon ihtiyacı olan tüketiciler için hızlı ve pratik bir ödeme aracıdır. Bu sayede tüketiciler ihtiyaç duydukları kısa vadeli krediye hızlı bir şekilde ulaşabilirler. Tüketicilere sunduğu erişim ve ödeme kolaylığı gibi artlarından dolayı kağıt para ve çek gibi ödeme araçları yerini zamanla bu tarz kolay ödeme araçlarına bırakmaktadır.
- **Risk Fonksiyonu:** Risk, bir varlığın gelecekteki değerinin ne olacağı konusunda belirsizlik olması demektir. Tasarruf sahipleri, portföylerinin toplam riskini düşürmek için portföylerini çeşitlendirirler. Finansal sistem çeşitli seçenekler sunarak bireylerin bu risklerden korunması için olanaklar sağlar.
- **Politika Fonksiyonu:** Politika, devlet işlerini düzenleyip yürütmek amacıyla kullanılan yol anlamına gelmektedir. Son zamanlarda finansal piyasalar, yüksek enflasyonu önlemek, ekonomiye istikrar kazandırmak ve toplumsal refahı arttırmak amacıyla yönelik politikaların yürütülmesinde önemli rol oynamaktadır.

1.1.5. Finansal Piyasalar

Finansal sistem, yukarıda bahsi geçen yedi önemli fonksiyonu finansal varlıkların alınıp satıldığı piyasalar aracılığı ile yerine getirir. Bir finansal sistemde fon alış verişini gerçekleştirecek alıcılar ile satıcıların bir araya geldiği ortam finansal piyasa olarak adlandırılır. Fon alış verişinin gerçekleştiği ve çeşitli finansal araçların alınıp satıldığı finansal piyasaların temel amacı ekonomik sistemde zaman ve mekan bakımından meydana gelen fon sıkışıklığı durumunu gidermektir (Orhan ve Erdoğan, 2008: 27).

Büyük bir çoğunluğu hane halkları tarafından oluşturulan tasarruflar finansal piyasalar aracılığı ile harcamaları fazla ama gelirleri az olan kurum ya da bireylere

doğru kaydırılır. Bu doğrultuda finansal piyasalar hem tasarrufları daha cazip hale getirerek kullanılabilcek kredi miktarını hem de menkul kıymetlerin fiyatlarını ve faiz oranlarını da belirleyerek finansal sistemin merkezinde yer alırlar (Rose ,1989: 9).

Finansal piyasalar farklı kriterlere göre çok çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. Örneğin Mishkin ve Eakins (2008), finansal piyasaları işlev ve organizasyon şekillerine göre dört gruba ayırmıştır. Bunlar; birincil ve ikincil piyasalar, para ve sermaye piyasaları, borçlanma piyasası ve hisse senedi piyasası ve son olarak borsalar ve tezgâh üstü piyasalardır.

Belirli bir vade ve faiz içeren borçlanma senetlerinin ihraç edildiği piyasalar borçlanma piyasalarıdır. Yatırımlar için gerekli fonun hisse senedi ihraç ederek elde edilen piyasa türü ise hisse senedi piyasalarıdır. Hisse senetlerinde faiz getirisi yerine kâr payı ödemesi yapılır. Bunun nedeni de hisse senetlerinde herhangi bir vade kısıtının olmamasıdır. Birincil piyasalar devlet veya firmalar tarafından çıkarılan finansal menkul kıymetlerin ilk defa satışa çıkarıldığı piyasalardır. Birincil piyasalarda satış gerçekleştirilmek için kurum veya kişiler arasında aracılar bulunmaktadır. İkincil piyasalar ise daha önce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin sahibi tarafından daha sonra tekrar başka birine satılarak el değıştirdiği piyasalardır. BİST (Borsa İstanbul) ikincil piyasalara iyi bir örnek olarak verilebilir. Borsa ve tezgah üstü piyasa terimleri ikincil piyasaların farklı şekillerde organize edilmiş halleridir. Borsa, belirli kurallara göre düzenlenmiş, çoğunlukla ticari yönetim merkezlerinin olduğu yerlerde alım-satım işlemlerinin kolaylaşması için arz eden kesim ile talep eden kesimin piyasada daha kolay bir araya gelmesini sağlayan organize bir piyasa türüdür. Tezgah üstü piyasa ise finansal olarak küçük fakat gelişme potansiyeli olan menkul kıymetlerin işlem gördüğu, işlemlerin kişiler bir arada olmasa bile elektronik ortamda gerçekleştiği organize olmayan piyasalardır (Aydın vd., 2012:37-38)

Para piyasası ve sermaye piyasasında ise ayırım menkul kıymetlerin vadesi göz önüne alarak yapılmaktadır. Vadesi bir yıl kadar veya bir yıldan daha az olan finansal araçların alınıp satıldığı piyasalar para piyasalarıdır. Vadesi bir yıldan daha fazla olan finansal araçların işlem gördüğu piyasalar ise sermaye piyasalarıdır. Para piyasalarına kıyasla daha geniş kapsamlıdır. Bunlarla birlikte finansal piyasalar, işlem maliye değerlerinin düşük olmasını ve etkin piyasa hipotezini yansıtan fiyatların oluşmasını

da sağlar. Birkaç yüzyılı aşkın süredir de finansal piyasalar önemli derecede gelişme göstermiş ve likiditeyi arttırmak için sürekli bir yenilik içerisinde (Aydın vd., 2012:37).

Bir ekonomide, finansal piyasalar aracılığı ile fon fazlası olan tasarrufların fon ihtiyacı olan yatırımlara doğru aktarması, ekonomik refah ve canlılık açısından büyük öneme sahiptir. Hane halkı fon fazlası olan birikimlerini finansal kurumlara götürmek yerine yastık altında saklarsa tasarruflar yatırıma dönüşmez. Bunun sonucunda ekonomide daralma ortaya çıkar.

Finansal piyasaların bir ekonomide üstlendiği fonksiyonlar 4 temel başlık altında toplanabilir:

1. Finansal piyasalar tasarrufların tahsis edilmesini kolaylaştırarak en verimli alanlara yönelmelerini sağlar.
2. Finansal piyasalar sayesinde yatırımcılar arasında kurulan etkileşim, menkul kıymetlerin fiyatlarının piyasadaki talep ve arzları temelinde belirlenmesine yardımcı olur.
3. Yatırımcılar menkul kıymetlerini kolayca satabildikleri ve varlıkları nakde çevirebildikleri için, borsaya yardımcı olarak alım satım amaçlı ticarete konu olan varlıklara likidite sağlar.
4. Olası alıcıları veya menkul kıymet satıcılarını bulmak için kaynaklar boşa harcanmaz ve tarafların zaman, para ve çabalarından tasarruf sağlanır. Ayrıca, finansal piyasalar içerisinde işlem gören menkul kıymetler hakkında değerli bilgiler sağlayarak maliyeti düşürür.

Günümüzde gelişen teknolojiyle birlikte finansal piyasa fiziksel bir mekan olmak zorunda değildir. Taraflar finansal piyasalarda yapabilecekleri tüm işlemleri internet veya telefon aracılığıyla gerçekleştirilebilmektedir.

Finansal piyasaların makro düzeyde etkilerinin yanı sıra mikro düzeyde de etkileri vardır.

- Finansal piyasalar firmaların hem kısa hem de uzun vadede finansman kaynağı bulmalarına yardımcı olur.
- Firmalar ticari bankaların sağladıkları kısıtlı ve yüksek faizli kredi olanakları dışında finansman kaynaklarına erişme imkanı bulur.

- Firmalar finansal piyasalardan kayıtlı sermayeleri tükenene kadar sermaye toplama imkanına sahiptir.
- Bankalar gibi finansal aracı kurumlar, hem şirketlere hem de yatırımcılara finansal ve stratejik danışmanlık hizmeti vererek başka türlü elde edemeyecekleri bilgi, rehberlik ve uzman hizmetleri sağlarlar.
- Finansal piyasalar firmaların çok çeşitli finansal araçlara ulaşmalarına olanak sağlar.
- Finansal piyasadaki düzenleme ve kurallar firmalar ve yatırımcılara güven verir.

Finansal piyasaların ekonomiye makro ve mikro ölçekte yaptığı katkılara rağmen bu piyasalarda bazı olumsuzluklar da ortaya çıkabilmektedir.

- Finansal piyasa düzenlemeleri, bürokrasiyi artırabilir bunun da zaman başta olmak üzere bazı maliyetleri vardır.
- Finansal piyasalarda katı kuralların uygulanması şirketlerin finansal piyasalara girişten kaçınmasına neden olabilir.
- Finansal piyasalarda eksik ya da asimetrik bilgi problemi piyasa aktörlerinin zarar uğramasına neden olmaktadır.

1.1.5.1. Finansal Araçlar

Kar amacı güden kapitalist ekonomilerde yatırım süreci ve fon transferi işlemleri finansal araçlar ile gerçekleşir. Bu nedenle ekonomik büyümenin merkezinde bu finansal kurumlar yer alır. Tasarruf sahiplerinden fon ödünç alan ve bu fonları yatırım yapmak isteyen fakat elinde yeterli miktarda fon bulunmayan firmalara aktarılmasını sağlayan kurumlar finansal araçlar olarak adlandırılır (Gorton ve Winton, 2002). Finansal piyasalarda fon arzı ve fon talebi doğrultusunda meydana gelecek fon transferi bu piyasalarda çoğunlukla finansal araçlar yardımıyla gerçekleşir ve bu fon transferi finansal piyasaların en temel fonksiyonudur.

Bir finansal sistem içerisinde fon arz edenler ile fon talep edenler genel olarak doğrudan karşılaşmazlar. Bunun nedeni hem ödünç verilen fonun geri ödenme riskinin, hem de o fonu ödünç verme maliyetinin yüksek olmasıdır. Böyle durumlarda fon arz eden tasarruf sahipleri ile fon talep eden birimleri buluşturacak bir aracının devreye girmesi gerekir. Böylelikle de finansal araçlar çeşitli finansal araçları satarak fon toplar ve bu topladığı fonları da fon talebinde bulunan kişi veya kurumların

finansal araçlarının bedelini ödeyerek alır ve bu şekilde fonları ihtiyacı olan kesime doğru aktarmış olur (Eser Özen, 2014: 18).

Finansal araçlar sayesinde piyasada gerçekleşen işlem maliyetleri ve geri ödeme riski düşer. Bununla birlikte likidite artarak tasarruf sahiplerine atıl fonlarını kullanmaları açısından büyük fırsatlar sağlar. Fon fazlası olan kesim kısa vadeli ödünç vermeyi tercih ederken yatırımları için fon ihtiyacı olan kesim ise ödünç aldığı bu fonları olabildiğince uzun dönemde geri ödemek isterler. Finansal araçlar da tam olarak bu sırada devreye girerek fon arz eden ve fon talep eden tarafların ödünç alınan fonun vadesi konusundaki isteklerini iki taraf için de uygun bir hale getirir. Böylece piyasada yapılan işlemler sayesinde likidite de yükselmiş olur. Ayrıca söz konusu finansal varlıkların istenilen zamanda satılmasına olanak sağlayarak bu varlıkların ikincil piyasasını da oluşturmuş olur ve böylelikle de likidite yükselmiş olur. Finansal araçlar fon ödünç veren ve ödünç alan taraflar için oluşacak maliyetlerin çoğunluğunu üstlendiği için araçların piyasada ki varlığı ile ödünç veren ve ödünç alan tarafların mevcut risklerini minimuma indirmek için katlanmayı göze aldıkları araştırma ve işlem yapma maliyetleri de azalacaktır. Ayrıca finansal araçlar başlangıçta riski düşük tutmak için daha az risk sahibi olan varlıklar satarak bulduğu fonları risk oranı daha yüksek olan varlıkların alımında kullanarak tasarruf sahiplerininin katlanması gereken riski düşürür ve bu yöntemle de onların portföylerini piyasadaki risklere karşı çeşitlendirmiş olur (Eser Özen, 2014: 18).

Yaptığı aracılığa göre çeşitli finansal aracılık türleri vardır. Bu sınıflandırmayı aracılığın türüne göre; yatırım araçları, mevduat toplayan finansal araçlar ve sözleşmeli tasarruf kurumları şeklinde ayırabiliriz. Yatırım araçları; ortak fonlar, yatırım fonları, aracı kurumlar ve finansman şirketlerinden oluşur. Mevduat toplayan finansal araçlar; bankalar, özel finans kurumları, tasarruf ve kredi birliklerinden oluşur. Sözleşmeli tasarruf kurumları ise bireysel emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve kamu emeklilik fonlarından oluşur (Mishkin ve Serletis, 2011: 34-40).

Rose (1989: 39) ise finansal kurumları finansal araçlar ve diğer finansal kurumlar olmak üzere ikiye ayırarak incelemiştir. Finansal araçlar mevduat kurumları (ticari bankalar ve tasarruf kredi birlikleri, tasarruf bankaları, kredi birlikleri ve sermaye piyasaları), anlaşmalı kurumlar (bazı sigorta şirketleri ve emeklilik fonları) ve yatırım kurumları (yatırım şirketleri ve gayrimenkul yatırım kurumları)'ndan

oluşur. Diğer finansal araçlar olarak adlandırılan kurumlar ise finansman şirketleri ve gayrimenkul yatırım kredi kurumlarıdır.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik güvenilirliğin düşük olmasından ve piyasadaki çeşitli risk faktörlerinden dolayı para ve sermaye piyasaları fazla gelişmemiş ve çeşitlenmemiştir. Bu yüzden de bankalar gelişmekte olan ülkelerin kullandığı en temel araçlardır. Tasarruf sahipleri ödünç fon verirken hem piyasada var olan asimetrik bilgi probleminden dolayı hem de fon talep edenlere tam anlamıyla güvenemediklerinden dolayı bankalar haricindeki araçlarla işlem yapmayı pek fazla tercih etmezler. Bu nedenlerden dolayı da diğer finansal araçlara daha az talep olur ve bu araçların gelişimi zaman almaktadır. Bu durumun aksine ekonomik refah düzeyi arttıkça, asimetrik bilgi problemi azaldıkça ve tasarruf sahiplerinin ekonomiye güveni arttıkça az tercih edilen finansal araçlar da gelişecek ve finansal sistemde daha etkin bir rol oynayacaktır (Eser Özen, 2014: 19).

1.1.5.2. Finansal Araçlar

Finansal piyasalarda fon arz eden kesim ile fon talep eden kesim arasında, bir başka deyişle fon gereksinimi olan girişimciler ile birikim sahibi yatırımcılar arasında kaynak alış verişinin yapılabilmesi için düzenlenen ve kullanılan belgelere denir.

Finansal araçları birbirinden ayıran başlıca özellikleri şunlardır Çıkrıkçı (2005: 81-86):

- **Aracın Adı:** Finansal araçlar; aracı ihraç edenin kimliği, sahibine sağladığı hak ve teminat, vade, satılabilir olup olmama gibi özelliklerine göre çeşitli isimler alabilirler.
- **Aracın Vadesi:** Finansal aracın vadesi, finansal aracın satın alındığı günden itibaren geri ödemenin yapılacağı güne kadar geçecek süreyi ifade eder. Bazı finansal araçların vadesi üzerinde yazarken (bono, tahvil, vb.) bazılarının vadesi yazılı değildir (hisse senedi, yatırım fonu katılma belgesi vb.)
- **Aracın Taşıdığı Hak:** Finansal araçlar, sahiplerine ortaklık, alacaklılık, kullanım (intifa) hakkı verirler.
- **Finansal Aracın Teminatı:** Tüm finansal araçların ana teminatı, fon kullanan ekonomik birimin gelir yaratma kapasitesidir.

- **Kupon Ödeme Aralığı:** Faize dayalı enstrümanlarda, faiz ödemesi aracın türüne göre ya vade sonunda (bono) ya da vade içerisinde belli aralıklarla (tahvil) yapılır.
- **Pazarlanabilme Yeteneği:** Düşük pazarlama maliyeti, finansal aracın pazarlanabilme yeteneğinin yüksek olduğu anlamına gelir. İyi pazarlanabilen finansal araçların likidite düzeyi de yüksektir.
- **Faiz Ödeme Şekli:** Finansal araçların türü ve vadesine göre farklı faiz ödeme şekilleri vardır.
- **İşlem Maliyeti:** Tahviller ile bonoların işlem maliyeti aracı ihraç eden şirketi ilgilendirir.
- **Faiz Hesaplama Yöntemi:** Faiz, çoğu kez finansal aracın türü ve vadesine göre farklı biçimlerde hesaplanır.

Finansal piyasalar sınıflandırılırken çeşitli kriterler göz önüne alınarak farklı ayrımlar yapılabilir. Finans literatürü incelendiğinde en temel ayrımın finansal varlıklar vadesi bakımından ele alındığı para ve sermaye piyasası ayrımı olduğu görülmektedir. Para piyasalarında kısa vadeli araçlar alınıp satılırken, sermaye piyasalarında uzun vadeli araçlar işlem görür.

Finansal varlıklar, finansal sistem içerisinde para, hisse senedi ve borçlanma araçları olmak üzere üç temel gruba ayrılabilir. Mal ve hizmet alış verişinde ödeme aracı olarak kullanılan finansal varlık paradır. Hisse senetleri, ortakların firmada ne kadar pay sahibi olduğunun gösterildiği kıymetli evraklardır ve ortaklar elde edilen kardan pay alırlar. Sabit bir getirisi olmadığı için firmanın yatırım kararlarına göre değişir. Ortaklarına sadece oy hakkı veren veya elde edilen kardan pay alma hakkı veren hisse senedi çeşitleri de vardır. Borçlanma araçları ise ihraç eden kurum veya şirket tarafından yatırımcıya ileri bir tarihte getirisiyle birlikte geri ödemek üzere borç talep etmesidir. Ciro edilebilen borçlanma araçları ve ciro edilemeyen borçlanma araçları olarak iki gruba ayrılırlar (Rose, 1989: 26).

Parasız (2005: 84-89), para piyasası ve sermaye piyasası araçları olmak üzere finansal piyasa araçlarını iki ayrı şekilde incelemiştir. Para piyasalarında hazine bonoları, banka bonoları, finansman bonoları, repo, eurodolar, ciro edilebilir mevduat sertifikası ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi vadesi bir yıl gibi kısa vadeli olan finansal araçlar işlem görür. Sermaye piyasalarında ise hisse senediyle birlikte devlet

tahvilleri, şirket tahvilleri, euro-tahviller, borç senetleri, ticari ipotekler, özel sektör bonoları, leasing, opsiyonlar ve buna benzer borç piyasası araçları da işlem görür.

1.2. FİNANSMAN KAYNAKLARI FİNANSMAN KAYNAKLARI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

Çalışmanın bu kısmında geleneksel finansman kuralları, firmaların tercih ettikleri finansman kaynakları ve sermaye yapısı teorileri üzerine bilgi verilecektir.

1.2.1. Finansman Kaynakları

Firmalar genellikle bir sonraki dönemde ve gelecekte kendisine nakit akışı yaratmak, fon oluşturmak ve kazanç elde etmek amacıyla sermaye yatırımları yapmaktadır. Bu yatırımlar için gereken kaynak temel olarak öz sermaye ve uzun dönemli borçlanma yolları kullanılarak karşılanır. Çalışma sermayesi gereksinimlerinin bir kısmı ise kısa vadeli kaynaklar kullanılarak karşılanır. Bir finans yöneticisinin ise firma için optimal sermaye yapısını oluştururken borç kaynakları ve öz sermaye kaynakları dahil olmak üzere bütün bu finansman kaynaklarını çok iyi araştırmak, analiz etmek ve portföy için en uygun bileşimi oluşturması gerekir. Bir başka deyişle finans yöneticisi piyasaların sunduğu tüm bu alternatifler arasından geleneksel finansman kurallarını göz ardı etmeden, maliyet ve risk oluşumunu göz önüne alarak seçimler yapmalıdır. Geleneksel finansman kurallarını özetleyecek olursak: (Canbaş ve Vural,2010: 269)

- İşletme faaliyetlerinin riskini özsermaye yüklenir.
- İşletme borç ödemesini gelecekte elde edilmesi beklenen kar ile yapacaktır. Bu nedenle firmanın borçlanma kapasitesi gelecekteki kar beklentisiyle ilgilidir.
- Finansal varlıkların likiditesi ile bu varlıkların finansmanında kullanılacak kaynakların vadesi birbiriyle uyumlu olmalıdır.

Öz kaynak ve borç olmak üzere bu iki temel fon kaynağı, firmanın toplam *sermayesini* ve bunların bileşimi de *sermaye yapısını* göstermektedir. Firmaların sermaye yapısını Toplam Borç/ Özkaynak ya da Toplam Borç/ Toplam Sermaye oranları ile görebiliriz (Canbaş ve Vural,2010: 269).

Firmaların sermaye yapısına dair incelemeleri genel olarak Öz kaynak + Uzun süreli borç olarak ifade edilen devamlı sermaye üzerinde yapılmaktadır.

Firmanın içerisinde faaliyet gösterdiği sektör sermaye yapısının oluşumunu şekillendirebilmektedir. Sabit giderlerinin yüksek yani iş riskinin fazla olduğu firmalar sermaye yapılarını oluştururken öz sermayeye daha çok ağırlık vermektedirler. Bunun yanı sıra sabit sermaye yatırımlarından daha çok çalışma sermayesine dayalı olarak faaliyet gösteren firmalar ise mevcut sermaye yapıları içinde borca diğer kaynaklardan daha çok ağırlık verebilirler. Bunlara ek olarak borçlanma miktarının firmanın piyasadaki borçlanma gücüne ve kredi verilebilirliğine de bağlı olduğunu belirtmekte fayda vardır (Canbaş ve Vural,2010: 270).

Firmalar için her zaman borç öz kaynağa göre daha az maliyetli bir fon kaynağıdır. Çünkü piyasada borç veren taraf sadece faaliyet riskine katlanıp kabullenirken öz sermaye sahipleri bununla birlikte hem finansal riski hem de faaliyet riskini kabullenmektedirler (Altın ve Süslü, 2018:1-2).

1.2.2. Sermaye Yapısı Teorileri

Sermaye yapısı firmaların uzun vadeli kaynaklarının bir bileşimi olarak tanımlanabilmektedir (Berk, 1995: 355).

Firmaların maliyetleri kullandıkları finansman türüne göre değişkenlik göstermektedir. Maliyetleri farklı olan fonlar firmada kullanıldıkları oranda ağırlandırılarak ortalama sermaye maliyeti oluşturulabilmektedir. Firma değerinin belirlenmesinde ve yatırım projelerinin değerlendirilmesine iskonto oranı olarak kullanılması bakımından ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bilinmesi büyük önem taşır. Firma değerini en yüksek seviyeye çıkarmak firma yöneticilerinin temel amacı olduğu düşünülürse, firma değerini en yüksek seviyeye ulaştırmak için ortalama sermaye maliyetinin minimum seviyede olması gerekmektedir. Firma değerinin en yüksek seviyede olduğu sermaye yapısı, firmanın optimum sermaye yapısını oluşturmaktadır (Solan, 2017: 5).

Sermaye yapısı teorileri dört farklı ve temel yaklaşım çerçevesinde ele alınmaktadır (Canbaş ve Vural,2010: 269). Bunlar;

- Net gelir yaklaşımı,
- Net Faaliyet geliri yaklaşımı,
- Geleneksel yaklaşım,
- Modigliani-Miller yaklaşımı.

Bu yaklaşımlar için göz önüne alınacak belirli varsayımların geçerli olduğu kabul edilmektedir. Bahsi geçen bu varsayımlar şu şekilde sıralanabilir (Berk, 1995:356):

- Karın tamamı dağıtılmaktadır.
- İşlem maliyetleri yoktur.
- Firmaların faiz ve vergiden önceki karları sabittir.
- Firmaların faaliyet riski değişmemektedir.
- Gelir vergisi yoktur ancak bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır.

1.2.2.1. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre, sermaye yapısında çeşitli değişikliklere giderek bir firma kendi değerini etkileyebilir. Firmanın sermaye yapısının yabancı fonlar (kaynaklar) ile öz sermayenin maliyetinden etkilenmediği kabul edilmektedir (Bolak, 2010: 259).

Firmaların borçlanma oranları yükseltilerek daha ucuz kaynak elde edebilmekle birlikte bunun sayesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri azaltılabilmektedir. Bütün bunlar göz önüne alınacak olursa ağırlıklı sermaye maliyetinin azalması firma değerini yükseltecektir (Berk, 1995: 357). Böylelikle borçlanma en yüksek seviyede olduğunda söz konusu firma optimal sermaye yapısına da ulaşmaktadır.

Bu yaklaşıma göre Borç/Özsermaye oranının her düzeyinde borcun ve özkaynağın maliyetinin de sabit kaldığı varsayılmaktadır. Borcun maliyetinin her zaman özsermaye maliyetinden düşük olmasıyla bu yaklaşım oluşan sermaye yapısı içerisinde daha yüksek miktarda borç kullanımının ortalama sermaye maliyetini düşüreceği öngörülmektedir. Borç/Özsermaye oranı yükseldikçe firma için kapitalizasyon oranı yani bir başka deyişle ortalama sermaye maliyeti de düşeceğinden otomatikman firma değerinde de yükselme olacaktır. Bu yaklaşımın grafiksel gösterimi aşağıda görüldüğü üzeredir (Canbaş ve Vural,2010: 271).

k_e = öz sermaye maliyeti (firma ortaklarının kapitalizasyon oranı, ortaklarca kullanılabilir gelirin kapitalizasyon oranı veya ortakların istedikleri getiri oranı)

k_i = yabancı kaynak maliyeti (borç verenlerin kapitalizasyon oranı veya borç verenlerin istedikleri getiri oranı)

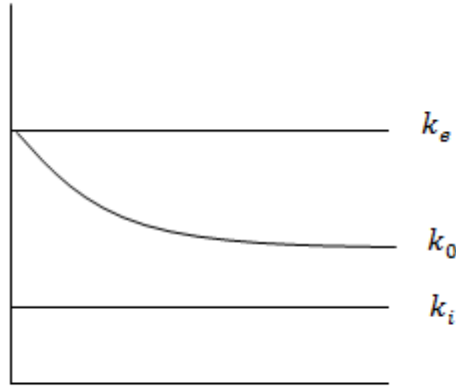
k_0 = ortalama sermaye maliyeti (firmanın kapitalizasyon oranı)

Öz sermayenin piyasa değeri = Ortaklarca kullanılabilir gelir/ Öz sermaye maliyeti

Borcun piyasa değeri = Faiz tutarı / Borç maliyeti

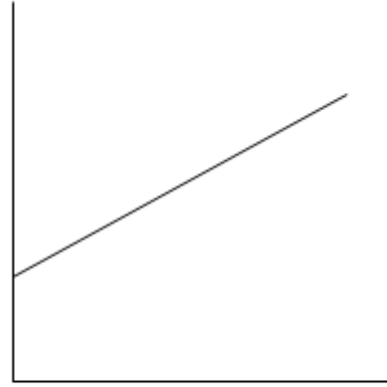
Firmanın piyasa değeri = Net faaliyet geliri / Ortalama sermaye maliyeti

Sermaye Maliyeti



**Borç / Özsermaye
(Kaldıraç)**

Firma Değeri



**Borç / Özsermaye
(Kaldıraç)**

Net gelir yaklaşımı üzerine yapılan en önemli eleştirilerden biri de borçlanma oranının artması durumunda firmanın borcu ve özsermayesinin maliyetinin değişmemesi varsayımına yöneliktir. Net faaliyet gelirinin büyük bir kısmı faiz giderlerine ödendiği sürece borcun maliyeti artış yani başka bir deyişle borcun kapitalizasyon oranında artış olacaktır. Bunu sonucunda borç verenler bu koşullar altında firmayı daha riskli bulacaklardır ve artan bu riske karşı olarak ek prim talebinde bulunacaklardır. Bununla birlikte finansal riskin yani borç/özsermaye arasındaki oranın artmasıyla firma ortakları da artan bu riski telafi etmek amacıyla yaptıkları yatırımlardan daha yüksek getiriler bekleyişinde olacaklardır. Bu durum da öz sermaye maliyetinin artması anlamına gelmekte olduğunu söyleyebiliriz. Özetle, borç oranında artış olduğu sürece borcun maliyetinde (k_i) de, öz sermayenin maliyetinde (k_e) de artış olacaktır (Canbaş ve Vural,2010: 273).

1.2.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

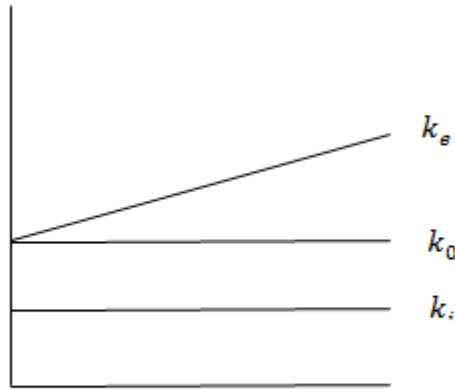
Bu yaklaşım, firmaların ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri ile firmaların kaldıraç oranının birbirinden bağımsız olduğunun kabul edildiği temel varsayımla hareket eder. Firmaların borçlanma oranlarında artış olduğu zaman özsermaye maliyetinde artış olmakta fakat firmanın yabancı kaynak maliyetinde bir değişiklik

olmamaktadır. Buna karşın firmanın borçluluk seviyesi ile birlikte artan özsermaye maliyetinin etkisi daha fazla borç kullandıkları için telafi edilecek ve tüm borç düzeylerinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde değişme olmayacaktır. (Canbaş ve Vural,2010: 273).

Bu bağlamda, firmaların piyasa değerleri sermaye yapılarına bağımlı değildir ve ondan bağımsız hareket eder. Söz konusu firma, istediği kadar yabancı kaynak kullanabilir. Bu firmanın piyasa değerinde herhangi bir değişikliğe neden olmayacaktır. Aydın, Başar ve Coşkun (2011:175)'in de belirttiği üzere söz konusu yaklaşımın en önemli ve eksik yönü firmanın borçlanma maliyetinin firmanın mevcut sermaye yapısından etkilenmeyeceği varsayımdır. Bu yaklaşıma göre firmaların sadece bir tane optimal sermaye yapısı bulunmamaktadır (Akgüç,1998: 490).

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre bütün sermaye yapılarında firmaların ortalama sermayesi aynıdır. Net faaliyet geliri yaklaşımında borç/özsermaye oranının her düzeyinde borç maliyetinin sabit kalacağı yani değişmeyeceği öngörülmektedir. Borç oranının yükselmesiyle işletmelerin finansal riskinde bir artış olacağını, bu finansal risk artışıyla birlikte de işletmedeki ortakların beklenen getirisinde yükselme olacağı öngörülmektedir. Borç/Özsermaye oranındaki yükselme burcun maliyetinde bir değişime neden olmazken, özsermaye maliyetinde (k_e 'nin) artışına sebep olur. Diğer kaynaklara kıyasla daha ucuz maliyetli bir kaynak olan borçtan çok daha fazla miktarlarda faydalanmak yoluyla elde edilen avantaj, özsermaye maliyetindeki artışla birlikte ortadan kalkıyor ve sonuç olarak ortalama sermaye maliyetinde hiçbir değişme olmayıp aynı kalmaktadır. Bu nedenle aşağıdaki grafiklerde de görüldüğü gibi firmalar sermaye yapılarında değişiklik yaparak ortalama sermaye maliyetlerini azaltamaz ve firma değerlerini yükseltmez. Net faaliyet gelir yaklaşımına göre firmaların tüm sermaye yapıları optimaldir. Ayrı bir optimal borç/özsermaye oranı yoktur (Canbaş ve Vural,2010: 273).

Sermaye Maliyeti



Borç / Özsermaye
(Kaldıraç)

Firma Değeri

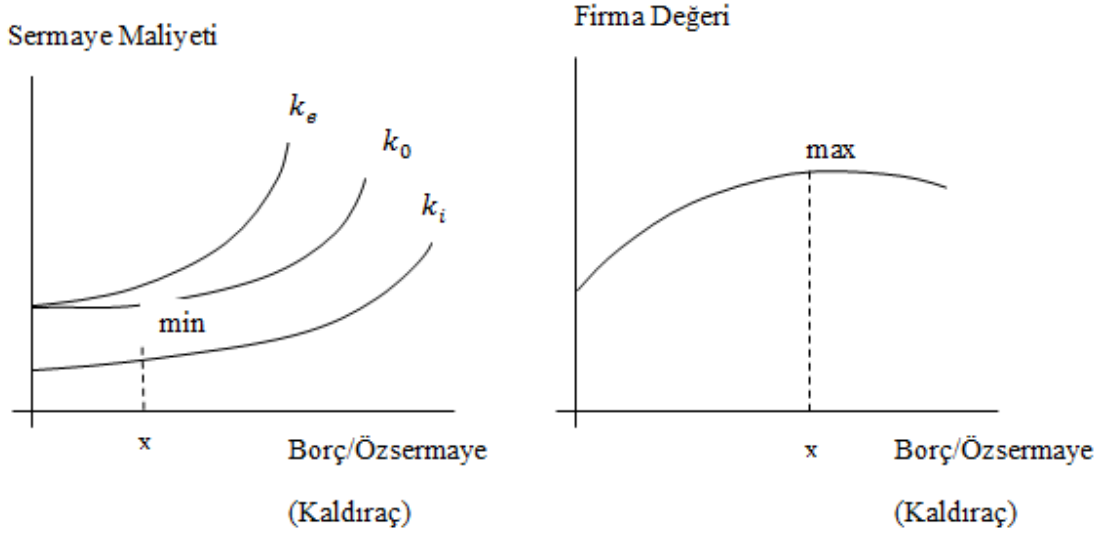


Borç / Özsermaye
(Kaldıraç)

Bu yaklaşıma yapılan eleştiriler arasındaki en önemli eleştiri borçlanma oranı yükseldiği zaman borcun maliyetinde de bir değişme olmayacağı varsayımına yöneliktir. Halbuki gerçek hayatta firmaların borç oranları arttıkça borç veren tarafın aldığı risk de artacak ve böylece artan riske karşılık olarak borç veren tarafın isteyeceği prim borcun maliyetinde artışa neden olacaktır. Bunlara ek olarak borç oranındaki yükselmenin, özsermaye maliyetini her zaman ortalama maliyetin sabit kalmasını sağlayacak seviyede arttırması da mümkün olmayabilmektedir (Canbaş ve Vural, 2010: 275).

1.2.2.3 Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre borcun maliyeti özsermaye maliyetine kıyasla daha düşük olacağından firmalar ortalama sermaye maliyetini düşürmek için mevcut sermaye yapıları içerisindeki borç oranını arttırabilirler. Fakat bu düşüş sürekli olmayacak ve bir seviyeden sonra ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yükselişe geçecek ve borç oranında artış olduğu sürece daha fazla yükselecektir. Çünkü bu seviyeden sonra borcun maliyetiyle birlikte özsermaye maliyeti, fon sağlayanların artan riskin farkına varmasından dolayı artışa geçecektir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en az olduğu seviye optimal Borç/Özsermaye oranı anlamına gelmektedir. Yani bir başka deyişle firma için en uygun “optimal sermaye yapısı”nı belirtmektedir. Ayrıca bu seviyede firma değeri de en üst seviyededir. Bu da demek oluyor ki, firma optimal sermaye yapısı seviyesine gelene kadar borçlanmayı tercih etmeli ve bu seviyeden sonra ise borçlanmaya son vermelidir (Canbaş ve Vural, 2010).



Canbaş ve Vural (2010)'a göre, geleneksel yaklaşımın varsayımlarını göz önüne alacak olursak, borç ile özsermaye arasında yani bir başka ifade ile maliyeti düşük olan kaynak ile maliyeti yüksek olan kaynak arasında ortalama kaynak maliyeti oluşturma açısından doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkide de yüksek maliyetli kaynak ile düşük maliyetli kaynak arasındaki fark doğrunun eğimine eşittir.

$$k_{varlıklar} = k_{özsermaye} - [(k_{özsermaye} - k_{borçlar}) \times Borç / (Borç + Özsermaye)]$$

$$k_o = k_e - [(k_e - k_i) \times Borç / (Borç + Özsermaye)]$$

Sermaye maliyeti doğrusunun eğimi negatif bir değer belirttiği için borcun oranında yükselme oldukça yani düşük maliyetli kaynağın oranı arttıkça sermaye maliyeti azalmaktadır. Finansal kaldıraç faktörünün bu pozitif etkisi yukarıda gördüğümüz üzere sınırlıdır. Bunu sebebi de Borç/Özsermaye Oranı yükseldikçe firmaların karşı karşıya geleceği finansal riskin de artmasıdır. Finansal riskin yükselmesi borç maliyetiyle birlikte özsermaye maliyetini de arttıracaktır. Bir seviyeye kadar ek borçlanma ortalama sermaye maliyetini azaltacak fakat bu seviyeden sonra sermaye maliyeti hız kazanarak artışa geçecektir. Bunun sebebi, bu optimum seviye aşılmıca borcun maliyetinin özsermayenin marjinal maliyetinden daha fazla olmasıdır (Canbaş ve Vural,2010: 276).

Sonuç olarak bu yaklaşım çerçevesinde sermaye maliyetinin en düşük ve firmanın piyasa değerini en yüksek seviyede tutacak bir optimal sermaye yapısı bir diğer ifadeyle Borç/Özsermaye Oranı mevcuttur. Kendi için en uygun optimal sermaye yapısına ulaşan firma bu seviyeden sonra borç oranını arttırmaya devam

ederse yükselen risk seviyesi firmanın ortalama sermaye maliyetini arttıracak ve firma değerinde azalışa neden olacaktır (Canbaş ve Vural,2010: 276).

Bolak (2010: 259-261)'un da yaptığı çalışmada belirttiği üzere, bir firma optimal sermaye yapısına ulaştığı zaman mali durumunu mümkün mertebe sabit tutma yönünde hareket etmelidir. Söz konusu firma için kaldıraç düzeyinin belirlenmesi bu yaklaşıma göre son derece önem sahibidir. Geleneksel yaklaşımın net faaliyet geliri yaklaşımından farklılaştığı nokta da burasıdır.

1.2.2.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani ve Miller (1958) yaptıkları çalışmada geleneksel görüşe karşı çıkararak yayımladıkları “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” isimli çalışmalarında geliştirdikleri teori ile finans alanında büyük bir etki yaratmıştır.

Franco Modigliani ve Merton Miller'a göre bilgi asimetrisinin olmadığı varsayımı altında etkin piyasalarda firma değerinin firmanın nasıl finanse edildiğine bağlı olmadığı, yani bir başka ifade ile firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olarak ayrı değerlendirildiğini belirtmişlerdir. Modigliani-Miller (MM) bu önermeyi temelinde sermaye piyasalarının tamamen organize bir şekilde ve mükemmel olarak çalıştığı varsayımına dayandırmaktadırlar. MM önermesinin varsayımları aşağıda sıralandığı gibidir. (Aydın vd, 2007: 261 ve Akgüç, 1998: 497).

- Yatırımcılar risk ve getiri konusunda dikkatlidirler. Tüm finansal varlıklar bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel davranmaktadırlar.
- Sermaye piyasaları etkindir ve tam rekabet koşulları geçerlidir. Asimetrik bilgi yoktur. Yatırımcılar menkul kıymet alım satımında herhangi bir gidere katlanmamaktadır. Ayrıca menkul kıymet ihraç etmede ve borç alıp vermede de hiçbir işlem maliyeti yoktur.
- Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.
- Firmalar eş risk kategorilerine göre sınıflandırılabilir.
- İşletmelerin yatırım beklentileri konusunda yatırımcıların beklentileri homojendir.
- İflas maliyetleri yoktur.

- Vergi yoktur. Daha sonra bu varsayım kaldırılmıştır.

MM yaklaşımına göre, vergi etkisi göz ardı edilecek olursa, bir firmanın sermaye yapısı o firmanın piyasa değerini ve sermaye maliyetini asla etkileyemez ve değiştiremez. Buna ek olarak yine bu yaklaşıma göz önüne alınacak olursa, söz konusu firmanın piyasa değerini ve sermaye yapısını belirleyen unsur, firmanın şuan ki içinde bulunduğu durum ve sermaye yapısı nasılsa, içinde bulunduğu sektör ve risk sınıfı ve gelecekte yaratacağı nakit akışıdır. Bir firmanın piyasa değerini hesaplamak için, söz konusu firmanın gelecek bir zaman diliminde yaratacağı nakit akışlarının firmanın girdiği risk sınıfı da göz önüne alınarak belirlenecek iskonto oranı ile birlikte bugüne indirgenmesi şeklinde hesap edilir (Canbaş ve Vural,2010: 279).

Piyasaların kusursuz işlediği ve yatırımcıların karar alırken rasyonel davrandığı bir ortamda iki firmanın olduğunu varsayalım. Bu firmaların aynı nitelikte ve aynı miktarda net işletme kazançları sağlayan varlıklara sahip olduğunu ve bir firmanın diğer firmaya kıyasla daha yüksek miktarda borç kullandığını varsayalım. Borç kullanma miktarına bağlı olarak firmanın sermaye maliyetinde ortaya çıkacak herhangi bir değişiklik, arbitraj işlemleriyle birlikte hızla düzelmeye gösterecek ve tekrar sektörde içinde bulunduğu risk sınıfı ortalamasında dengeyi bulacaktır. Bildiğimiz üzere tamamen özdeş iki malın farklı fiyatlandırma ile satılması kusursuz piyasalarda olası değildir. İşte bu sebepten dolayı Modigliani-Miller yeter derecede kusursuz kabul edilen sermaye piyasalarında da birbiriyle aynı derecede faaliyet geliri sağlayan ve birbiriyle aynı derece işletme riskine sahip iki firmanın farklı şekillerde değerlendirilmesinin olanaksız olduğunu savunmuşlardır. Yani aynı derecede işletme riskine sahip olan firmaların faaliyetlerinden elde ettikleri gelir, yatırımcılar tarafından aynı verim oranı ile kapitalize edilir. Böylelikle de MM yaklaşımı da kendi içinde doğrulanmaktadır. Çünkü piyasa fiyatlarının ve sermaye maliyetinin farklı olmasıyla bu iki firma rasyonel davrandıkları varsayılan yatırımcılar oluşan bu dengesizlikten faydalanmak için piyasaya giriş yapacaklar ve arbitraj işlemleri ile birlikte bu işi firmanın değerinin eşitlenmesini sağlayacaklardır (Canbaş, 1976, s.144-146)

Sonuç olarak, bu yaklaşıma göre alınan finansal kararlar firmadaki hisse sahiplerinin servetlerinin maksimum düzeye çıkarılması açısından anlamlı değildir. Ayrıca söz konusu firmanın sermaye maliyeti de finans yöneticisinin sermaye yapısına ilişkin aldığı kararlara bağımlı değildir. Önemli olan firmanın nakit akışları,

yatırımı ve firmanın taşıdığı risktir. Finansman şeklinin yani bir diğer deyişle sermaye yapısının yatırımlara hiçbir şekilde etkisi yoktur.

1.3. PİYASA BAŞARISIZLIKLARI VE FİNANSAL PİYASA BAŞARISIZLIĞI

Başarısızlık firmaların büyüklük ve gelişmişlik düzeyleriyle ilgili olmaksızın tüm işletmelerin karşı karşıya kalabileceği bir problemdir. İşletmelerin aldıkları borçları zamanında ödeyememesi, piyasadaki güvenilirliğini kaybetmesi ve finansal hedeflerine ulaşamaması gibi bir çok durum başarısızlık olarak kabul edilmektedir (Aydın ve diğ., 2014). İşletmeler açısından ise ekonomik başarısızlık ve finansal başarısızlık olmak üzere başarısızlık kavramı ikiye ayrılmaktadır (Ceylan, 2001). Belirli bir risk düzeyine sahip yatırım için kullanılan sermayeden elde edilen getirinin aynı oranda risk düzeyine sahip bir başka yatırımdaki getirisinden sürekli ve dikkat çekici bir boyutta azalması ekonomik başarısızlık olarak tanımlanabilir (Özdemir, 2011). Kısa vadeli borç ve yükümlülüklerin ödenememesi yada gerçekleşen nakit akışları değerinin beklenen değerden düşük olmasıyla birlikte bu borçları karşılayamaması durumu da finansal başarısızlık olarak adlandırılır (Brigham ve Ehrhardt, 2010).

İlk olarak uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Dun & Bradstreet tarafından finansal başarısızlık kavramını tanımlamıştır. Dun & Bradstreet'in yaptığı tanıma göre bir işletmede icra, haciz ya da mülkiyet rehni olması, işletmenin iflas halinde olması veya faaliyetlerini durdurması, yükümlülüklerini yerine getirememesi gibi durumlar yaşanıyorsa bu durum bize o işletmenin finansal açıdan başarılı olmadığını gösterir. Ayrıca işletmenin mahkeme aracılığıyla yeniden yapılandırmaya gitmesi, alacaklılar ile borçların geri ödenme durumu ve ödenme süresi ile ilgili yeniden anlaşma yapması ve işletmeyi daha iyi yönetmesi için bir kayyum atanması gibi durumlar da finansal olarak başarısızlık göstergesidir (Altman ve Hotchkiss, 2006). Finans teorisinde finansal başarısızlık kavramını genel olarak iflas kavramı yerine kullanılan bir kavram olarak da görmek mümkündür (Altman, 1968; Elam, 1975; Ohlson, 1980; Casey ve Bartczak, 1985; Hotchkiss, 1995). İflas kavramına kıyasla finansal başarısızlık kavramı daha geniş ifadeleri kapsadığı için çalışmalarda kullanılan örneklemelerin daha kapsamlı olmasına olanak tanır (Aktaş, 1993: 1-2).

Küresel olarak finansal piyasalarda oluşan rekabet ortamıyla birlikte işletmeler değişim ve yeniliğin sürdürülebilir ve sürekli olmasını sağlamak zorundadırlar. Teknolojini gelişmesi ve piyasadaki işletme sayısının artmasıyla birlikte işletmeler uzun süre piyasada kalabilmek için bu koşullara uyum sağlamak zorundadırlar (Uzun, 2005: 158).

İşletmelerin piyasada başarılı bir şekilde var olabilmeleri ve piyasa koşullarına ayak uydurabilmeleri için finansal yapılarının güçlü olması gerekir. Bu çerçevede piyasada faaliyetlerini sürdürebilen ve bu işlemleri yaparken hedeflediği karı elde eden işletmeler başarılı olarak sayılmaktadır (Akgüç, 1998; Uzun, 2006; Baş, 2010). Faaliyetlerini sürdüremeyen ve hedeflediği karı elde edemeyen işletmelerde ise başarısızlık söz konusudur.

1.3.1. Piyasa Başarısızlığı

Piyasa dengesinin sağlanamadığı ve piyasada arz ile talebin birbirini karşılayamadığı durum piyasa başarısızlığı (market failure) olarak adlandırılır. Bu durum mal ve hizmetlerin etkin bir şekilde dağılmamasından kaynaklanır. Piyasadaki bazı firmaların diğer firmaların aleyhine olarak piyasa gücü kazanması ve buna bağlı olarak rekabetin aksamasıyla etkinsizliğe yol açması, ekonomik birimlerin faaliyetlerinin içerdiği dışsallıklar, bilgi asimetrisinin varlığı, işlem maliyetlerinin yüksek olması ve faktör mobilitesinin az olmasıyla birlikte işsizlik ve üretimde etkinsizliğin ortaya çıkması da piyasa başarısızlığının temel nedenlerindedir. Bu da, ekonomi açısından iyi bir durum değildir (Riley, t.y.).

Piyasa başarısızlığı olmasıyla kaynaklar optimal bir şekilde dağılmadığı ve üretim maliyetleri düşürülemediği için etkinsizlik durumu meydana gelir ve bu durum da ekonomik olarak iyi bir durum değildir.

1.3.2. Finansal Piyasa Başarısızlığı

Piyasa aksaklıklarının olmadığı yani tam rekabet koşullarının geçerli olduğu finansal piyasalarda fonlar en fazla getiri sağlayacağı ve en verimli olduğu alanlarda kullanılırlar. Piyasaların mükemmel bir şekilde işlediği ve bilgi asimetrisinin olmadığı piyasalarda firmalar ihtiyaç duydukları fonları bulmakta zorlanmazlar ve fonlar etkin bir şekilde dağılmış olur. Tam rekabet piyasası koşullarının sağlanmadığı finansal piyasalarda ise piyasa başarısızlığı ortaya çıkmaktadır.

Bartik (1990:361)'e göre, finansal piyasa başarısızlığının 3 temel nedeni vardır. Bunlar: finansal piyasaların regülasyonu, özel piyasalardaki faiz oranlarından ödünç alma maliyetleri ve sigorta piyasalarının ya da ikincil piyasaların yokluğudur.

Gerçek hayattaki finansal piyasaların işleyişi ile ideal finansal piyasaların işleyişi birbirinden farklılık göstermektedir. İdeal finansal piyasalarda tam rekabet koşulları geçerlidir, piyasada işlem yapma maliyeti düşüktür, bilgi asimetrisi yoktur, piyasa sistemi etkin bir şekilde işlemekte ve finansal aracılık maliyeti yoktur. Gerçek hayattaki finansal piyasalarda ise bu durumun aksine piyasada herkes eşit düzeyde bilgi sahibi olmadığı için bilgi eksikliği vardır, bilgiye ulaşmanın maliyeti vardır, bu maliyete katlanılsa bile piyasada herkes eş zamanlı olarak bilgiye ulaşamaz çünkü ekonomik birimler fırsatçı davranırlar ve fayda maksimizasyonunu gözeterek karar verirler. Bu bağlamda tasarrufların yatırıma dönüşmesi hem maliyetli hem de riskli olduğu için finansal araçlar piyasanın merkezinde yer alır (Roldos, 2009: 3-4).

İlgili literatür incelendiğinde, finansal piyasa başarısızlığı problemi ile ilgili yapılan çalışmaların büyük bir çoğunluğu bilgi asimetrisi üzerinde durduğu görülmektedir.

Asimetrik bilgi problemi, piyasada reel ve finansal kesimin birleriyle etkileşime girmesine sebep olmakta ve firmaların yatırım kararlarında bazı etkilere neden olmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1989: 14-15). Fon talep edenler ile fon arz edenler arasında bilgi asimetrisi probleminin olması, dış kaynak maliyetinin iç kaynak maliyetine kıyasla daha fazla olmasına neden olmakta ve bu durum da firmaların yatırım yapmak amacıyla kullanacakları fonları temin ederken tercih edecekleri kaynak ile ilgili değişikliklere neden olabilmektedir (Eser Özen, 2014: 27).

Özetle, piyasaların tam rekabet koşullarında mükemmel bir şekilde işleyişine engel olan sorunların hepsi piyasa aksaklığı olarak adlandırılır ve bu yapısal bir sorundur. Tam rekabet koşullarından uzaklaşmış bir piyasada etkinlik azalacak ve bu da kaynakların etkin bir şekilde dağıtılmamasına neden olacaktır. Sonuç olarak da yatırımların rasyonelliği konusunda problemler olacak ve tam rekabetten uzaklaşan piyasada eksik rekabet meydana gelecektir.

1.3.2.1. Asimetrik Bilgi

Tam rekabet koşullarından bir veya birçoğu ihlal ediliyorsa aksak rekabet piyasaları meydana gelmektedir. Piyasada bir mal hakkında alıcı ve satıcının eşit

oranda bilgi sahibi olması tam rekabet piyasalarının en temel varsayımdır. Her iki tarafın da eşit düzeyde bilgi sahibi olması simetrik bilgidir. Eğer bir piyasada mal ve hizmet alım satımında alıcı ve satıcı eşit düzeyde bilgi sahibi değilse, farklı düzeylerde bilgi sahibi ise o piyasada bilgi asimetrisi vardır.

Bir başka ifade ile satıcı elinde bulunan malın durumu ve değeri hakkındaki bilgileri açık bir şekilde alıcıya aktarmadığı için alıcı satın almak istediği mal hakkında tam bilgiye erişemeyerek eksik bilgi sahibi olur. Fazla bilgiye sahip olan taraf, az bilgi sahibi olan tarafın bu durumundan faydalanarak fırsatçılık yapabilir. Böylelikle de tam rekabet piyasasının özellikleri ortadan kalkarak piyasa dengeden uzaklaşır (Erdoğan, 2008: 1). Bu durumu George Akerlof 1970 yılında yaptığı “The Markets of Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” adlı çalışmasında kalite ve belirsizliği, ikinci el araba piyasasını örnek vererek asimetrik bilgi problemini en basit haliyle açıklamıştır.

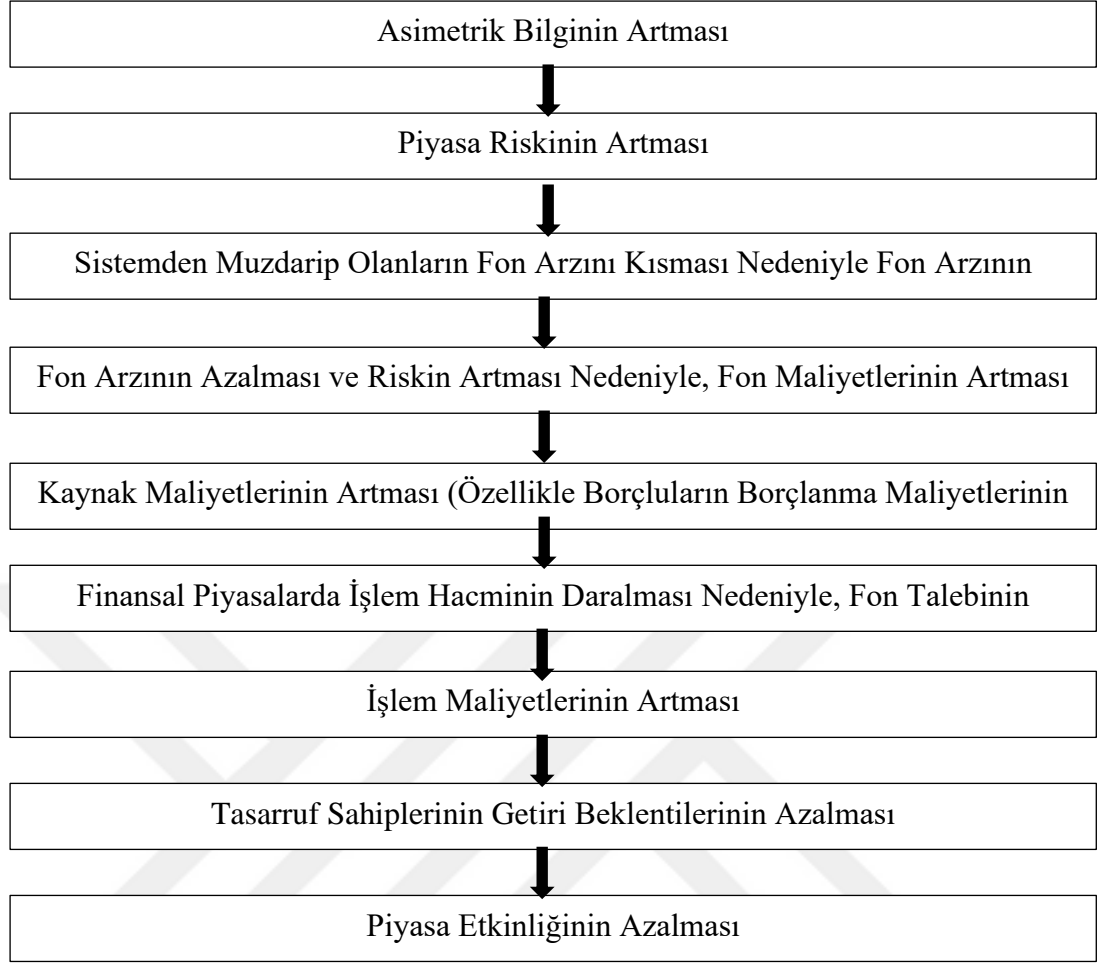
Akerlof (1970) yaptığı çalışmada ikinci el araba piyasasını örnek vererek bilgi asimetrisinin piyasalar üzerindeki olumsuz etkisine değinmiştir. İkinci el araba piyasasında ortaya çıkan ve sonrasına bir çok probleme sebep olan bu problem bir çeşit negatif dışsallık olarak da bilinir. Çalışmada Akerlof ikinci el araba piyasasında aynı model arabanın kaliteli ve kalitesiz olmak üzere iki çeşidinin olduğunu varsaymaktadır. Alıcı arabanın durumu hakkında bir fikri olmadan araba satın almakta ve arabanın iyi veya kötü olduğunu ancak kullandıktan sonra bilecektir. Satıcı ise arabanın durumu hakkında en baştan beri bilgi sahibidir fakat bu bilgiyi alıcıyla paylaşmaz. Satıcının alıcıyla açık bir şekilde bilgi paylaşmamasından kaynaklı olarak piyasada iyi ve kötü durumda olan arabalar birbirinden ayırt edilemez bir hale gelir ve böylelikle de iyi ve kötü durumda olan arabaların maddi değerlerinin ortalaması alınarak piyasada ortalama bir fiyat oluşur. İyi durumda olan arabanın satıcısı arabanın kalitesini ve durumunu bildiği için piyasadaki ortalama fiyattan daha yüksek bir fiyat talep edecektir. Böylelikle de piyasadaki düşük kaliteli malların fiyatları da düşürmesinden dolayı kaliteli mallara olan rağbet azalacak ve kaliteli mallar kalitesiz mallara kıyasla daha az satılacaktır. Bunun sonucunda da düşük kaliteli arabalar kaliteli arabaları piyasadan dışlayıp, düşük kaliteli malların mevcut değerinden daha fazla fiyatlarla satılmasına sebep olmaktadır (Akerlof, 1970: 488-500).

Piyasalarda asimetrik bilgi problemi var olduğunda ve alıcı ile satıcı birbirlerine karşı dürüst olmadıkları zaman Gresham Kanunu işler ve bu şekilde kötü

seçeneklere olan talep yüzünden iyi seçenekler piyasadan dışlanır. Bu durum da piyasanın etkin bir biçimde işlememesine neden olur. Söz konusu çalışmada bu durumu çözüme kavuşturmak için yani malın gerçek durumu hakkında objektif olarak bilgi sahibi olmak için marka ve lisansların fayda sağlayabileceğinden bahsedilmiştir. Bunlara ek olarak çalışmada, gündelik yaşamda bu tarz sorunlara nasıl çözüm bulunacağını gösteren örneklerde, alıcının satıcı ve satılan mal hakkında daha fazla kişisel bilgi sahibi olmasıyla birlikte diğer alıcılardan daha farklı davranışlar sergilediğini göstermiştir. Ayrıca satıcı ve satılan mal hakkında bilgi sahibi olmanın piyasada var olan asimetrik bilgi probleminin çözümünde de etkili olacağından bahsedilmiştir (Akerlof, 1970: 488-500).

Finansal piyasalarda ödünç fon sağlayan kesim, fon ihtiyacı olan kesimin yani ödünç alan kesimin kazançlarını, bu kazançların risk durumunu, aldığı krediyi geri ödeme gücünü ve sözleşme imzaladıktan sonraki tutumu hakkında bilgi edinmek isteyebilirler (Clemenç, 1992: 13). Böyle durumlarda piyasadaki asimetrik bilgi problemi finansal piyasaların etkin bir şekilde işlemesine engel olur. Özetle, piyasalardaki asimetrik bilgi probleminin varlığıyla birlikte hem alıcı açısından hem de satıcı açısından piyasalarda işlem yapmak daha maliyetli bir şekilde gerçekleşecektir (Erdem, 2008: 91).

Erdem (2008:91), çalışmasında piyasalarda asimetrik bilginin artmasıyla birlikte piyasa etkinliğinin azalma sürecini aşama aşama aşağıdaki gibi olacağını göstermiştir:



Şekil 2. Asimetrik Bilginin Piyasa Etkinsizliği Yaratma Süreci

Kaynak: Ekrem, Erdem, Para Banka ve Finansal Sistem, 2.Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008, s.91

Bilgi asimetrisi tüm piyasa türlerinde, özellikle de finansal piyasalar içerisinde yer alan kredi piyasalarında sıkça ortaya çıkabilen bir problemdir. Fon ihtiyacı duyan firmalar bir başka deyişle kredi ihtiyacı olan firmalar, borç olarak aldıkları fonları geri ödeyip ödeyemeyecekleri hakkında en çok ve en objektif bilgiye sahiptirler. Borç veren yani kredi sağlayan kesim ise piyasadaki bilgi asimetrisinden kaynaklı olarak hem düşük risk sahibi kesime hem de yüksek risk sahibi kesime aynı faiz oranlarıyla kredi sağlayacak, farklı bir faiz oranı uygulayamayacaktır. Bu durum da yüksek risk sahibi olan kredi müşterilerinin kredi maliyetlerinin düşük kalmasına, bu şekilde de yüksek riskli kesimin kredi talebinin artmasıyla piyasadaki riskli kredi grubuna giren müşteri sayısında artış olacaktır. Artan risk seviyesiyle birlikte de kredi veren kesim

bir süre sonra kredi faiz oranlarını arttıracak ve böyle kredilerde daralma olacaktır (Eser Özen, 2014: 30).

1.3.2.2. Ters Seçim

Ters seçim (adverse selection), piyasada alım-satım yapılan mallar ve bu malların kalitesi hakkında yeteri düzeyde bilgi sahibi olunmamasından kaynaklı olarak alıcıların kaliteli ve kalitesiz malları birbirinden ayırt edememesinden kaynaklanan bir piyasa problemidir. Ayrıca kredi piyasalarında da ters seçim problemine rastlanmaktadır (Mishkin ve Eakins, 2008: 22-23).

Ters seçim problemi, bilgi asimetrisinin var olduğu piyasalarda ödünç fon alış verişi olmadan meydana gelen ve ödünç fonun işlem hacmini daraltan bir sorun olarak karşımıza çıkar (Mishkin ve Eakins, 2008: 22-23). Piyasada bilgi asimetrisi olduğu zaman ödünç fon veren kesim yeteri kadar bilgi sahibi olmadığı için kredi riski yükselir. Fon talebinde bulunan kesimin düşük riskli talepleri olsa bile ödünç verici kesim fon arz etmekte isteksiz olacaktır. Böylelikle de ters seçim hem yüksek riskli hem de düşük riskli fonların piyasada aynı anda daralmasına neden olacaktır (Akerlof, 1995: 175).

Stiglitz ve Weiss (1981:393)'in görüşüne göre ise ters seçim, piyasada fon talebinde bulunan ödünç alıcı kesimin aldıkları ödünç fonları geri ödeme olasılıklarının farklılığından kaynaklanan bir sorundur.

Ödünç fon sağlayan kesim fon arz eden kesime kredi sağlarken, farklı risklere sahip projeleri ayırt edemediği için ters seçim problemi meydana gelir. Fon arz eden kesim aynı beklenen getiri düzeyine sahip iki proje arasından en güvenli bulduklarını yani görece daha az risk sahibi projeleri tercih edecekleri için riskli proje sahipleri ödünç veren kesimin bilgi eksikliğinden yararlanarak projenin gerçek risk düzeyini gizlemeyi tercih edeceklerdir (Bebczuk, 2003: 7).

Ters seçim probleminin piyasadaki firmalar hakkında yeteri kadar bilgi sahibi olmayan girişimciler ve genç firmalar açısından daha büyük sorun olacağı düşünülür. Büyük firmalar genellikle büyümeyi başardıkları için diğer firmalardan ayrılarak piyasada başarılı işletmeler olarak kabul edilir. Eski firmaların ise uzun yıllardır piyasada bulunmalarından dolayı belirli bir piyasa itibarlarının oldukları kabul edilir. Borç veren kesim ile firmalar arasında sağlıklı bir ilişki kurulması ticari itibar sayesinde olur. Eski ve büyük firmalar, genç firmalara kıyasla daha az bilgi

asimetrisine sahip olmalarından dolayı borç maliyetlerinin daha düşük olması beklenir (Solan, 2017:13).

1.3.2.3. Temsil Maliyetleri

Günümüzde ticaretin gelişmesiyle birlikte şirketler de büyümüştür. Bu büyüyen şirketlerde yönetici olan işletme sahiplerinin yerini zamanla profesyonel yöneticiler almıştır. Profesyonel yöneticiler, yerine getirdikleri görevlerinin karşılığı olan ücreti uzun vadede daha fazla ücret alma dürtüsüyle hareket edecekleri için çoğunlukla işletme sahibi kişilerle ters düşebilecek kişisel amaç ve hedeflerine öncelik veren bireylerdir. Bu sebeplerden ötürü işletme sahipleri işletmenin çıkarları için yöneticilere emanet ettikleri kaynakların verimli olarak kullanılıp kullanılmadığı konusunda tedirgin olurlar. Tüm bunlara ek olarak işletme sahiplerinin yöneticilerin şirkette ki kaynakları etkin bir şekilde kullanıp kullanmadığını ya da görevlerini yerine getirip getirmediği konusunda teorik olarak bir bilgi birikimi ya da bunu takip edecek zamanları da olmayabilir. İşletme sahipleri ile profesyonel yöneticiler arasında, tarafların beklentileri ve amaçlarının farklılaşmasıyla ortaya çıkan bu ilişki finans yazınında temsil ilişkisi (agency relationship) olarak isimlendirilmektedir (Akarkarasu, 2000).

Temsil teorisi, yönetim ve sahiplik yapısının farklı olmasından kaynaklanan problemleri ele alan ve literatürdeki en eski teorilerden biridir (Panda ve Leepsa, 2017:75). Temsil problemleri ise yönetim ve sahiplik yani bir başka ifadeyle temsil edilen kişi ile temsil eden kişi arasında yapılan sınırlı ya da her hangi bir sınırlaması olmayan sözleşmeye bağlıdır (Alchian ve Demsetz, 1972: 795).

Ross (1973), çalışmasında temsil maliyetleri problemini ele alırken hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını incelemiştir. Jensen ve Meckling (1976:312.) ise çalışmalarında temsil ilişkisini bir ya da birden fazla kişinin bir başka kişiyi ücret karşılığı kiralayarak ona yönetme ve karar alma yetkilerinin bir bölümünü devrederek kendi adına bazı işlemleri yapma yetkisi verdikleri bir anlaşma olarak bahsetmişlerdir. Ayrıca, öz kaynaktan kaynaklanan temsil maliyetleri ve borçtan kaynaklanan temsil maliyetleri olarak iki gruba ayırarak incelemişlerdir.

İlgili literatür incelendiğinde araştırmacıların temsil problemlerinin nedenlerini araştırırken üç grupta inceledikleri görülmüştür. Birinci grupta bilgi asimetrisi ve risk paylaşımı konusunda yöneticiler ve ortaklar arasındaki farklı

tutumlarından kaynaklı olarak meydana gelen çatışmalardan ortaya çıkan temsil problemleri bulunmaktadır. İkinci grupta ise büyük hissedarların azınlık pay senedine sahip ortakları zarara uğratacak şekilde kararlar alarak bireysel fayda maksimizasyonu elde etmeyi amaçlayan kararlarından kaynaklı, bir başka deyişle büyük hissedarlar ile azınlık pay senedine sahip ortaklar arasında çıkan beklenti ve çıkar uyumsuzluğundan ortaya çıkan temsil problemleri ele alınmaktadır. Üçüncü grupta ise kredi veren kesimin zarar etmesine neden olacak şekilde ortakların riskli yatırım projelerini tercih etmelerinden kaynaklanan ortaklar ile kredi verenler arasında ortaya çıkan temsil problemleri bulunmaktadır (Panda ve Leepsa, 2017:80).

1.3.2.4. Ahlaki Tehlike

Ahlaki tehlike (moral hazard), borç alan ile borç veren taraflar arasında yapılan sözleşmeden sonra yani finansal işlemten sonra meydana gelen bilgi asimetrisi kaynaklı bir problemdir. Kredi yani borç alan tarafın, söz konusu borcu yüksek getiri beklentisi umarak riskli projelere yatırması sonucunda aldığı krediyi zamanında geri ödeyememesi ya da hiç ödeyememesi gibi istenmeyen bazı durumların meydana gelmesine verilen isimdir (Mishkin, 1997:56).

Ahlaki tehlike probleminde, borç veren taraf, borç alan tarafın aldığı fonu kullanım amacını ya da kullandığı projenin kalitesini tam olarak bilemezler. Borç alan taraf finanse ettiği riskli projesinin başarılı olmasıyla harcadığı paranın çok üzerinde ve bireysel bir kar elde etmesi olasılığına karşın; projenin başarısız olması durumunda ise borç veren tarafın zararın büyük bir kısmını kabullenmek zorunda bırakacaktır. Borç kullanan tarafın borç veren tarafı bunun gibi zarara uğratabilecek faaliyetlerle uğraşma olasılıkları vardır. Özetle, kredi veren kesim ile kredi kullanıcıları arasındaki çıkar uyumsuzluğu ahlaki tehlikeye neden olur ve bu sebepten dolayı piyasadaki bir çok kredi veren kuruluşların borç verme konusunda isteksiz olmasına bu doğrultuda da fon kullanımını azalacağı için yatırım faaliyetleri aşağı seviyelere düşebilecektir (Mishkin,1991; Mishkin,1997; Şen, 2006).

Ahlaki tehlike piyasa başarısızlıkları içerisinde yer alan önemli sorunlardan biridir. Bu bağlamda, ahlaki tehlike; taraflar arasında sözleşme var olmasına rağmen, bir tarafın piyasada aldığı kararı diğer tarafın refahını bozacak, onu zarara uğratacak şekilde değiştirmesidir (Parasız, 2009: 541).

Ahlaki tehlike, tıpkı ters seçim problemi gibi piyasayı etkinlikten uzaklaştıran bir problemdir. Bu durumun temel sebebi, ahlaki tehlikenin özel yararların maliyetlerinin farklılaşmasına neden olmasıdır (Ünsal, 2001: 545-546).

1.3.2.5. Kontrol Maliyetleri

Hissedarlar, yöneticilerin çıkarlarına aykırı davranışları ihtimaline karşı sadece yılsonlarında firma verilerini incelemek değil, buna ek olarak yöneticilerinin aldıkları kararları da kontrol edebilirler. Yöneticilerin aldıkları kararların takip edilmesi ek bir maliyet oluşturacaktır. Bu literatürde gözetim maliyetleri (monitoring costs) olarak adlandırılmaktadır. Gözetim maliyetleri, yöneticinin gözetimi için doğan maliyetlerdir. Örneğin; denetim maliyetleri de bunlardan biridir ve bu maliyetler genellikle firmanın değerinde azalmaya neden olmaktadır. Söz konusu maliyetlerin minimum düzeyde olması için yöneticiye pay verilebilir. Çünkü yöneticinin firmada pay sahibi olması gereksiz harcamaları azaltarak maliyetleri düşürmesinde teşvik edici bir unsur olacaktır (Jain, 2001: 90-91).

Bebczuk çalışmasında, kontrol maliyetlerinin (monitoring cost) tıpkı ahlaki tehlike probleminde olduğu gibi fon ödünç alan tarafın gizli davranışları ile ilgili olduğunu savunmaktadır (Bebczuk, 2003: 7-14). Fon ödünç alan taraf kendi durumu hakkında piyasadakinden daha fazla bilgi sahibidir. Ödünç veren tarafa kendi çıkarları doğrultusunda gelirini yanlış bildirirse, aradaki güven sarsılacağı için ödünç veren taraf ödünç alan tarafın borcunu geri ödeyip ödemeyeceğini her zaman kontrol etmek mecburiyetinde kalacaktır. Kontrol edebilmek için yaptıkları sözleşmede ödünç veren tarafın, ödünç alan tarafın nakit akışlarına bakabilme ve denetleyebilmeyi içeren maddelerin bulunması gereklidir. Bu denetimin gerçekleştirilebilmesi için ücreti mukabilinde muhasebeciler ve avukatlar tutmak gerekir ki bunun da hem firma için hem de kişiler için ekstra bir maliyeti söz konusudur. Bu ekstra maliyetler doğrudan veya dolaylı olarak faiz oranlarına yansıtacağı için sonuç olarak kaynak israfına ve piyasa etkinsizliğine neden olacaktır (Petersen and Rajan, 1997; Schwartz, 1974 ; Emery, 1984 ; Jain, 2001)

1.3.2.6. Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Firmanın nakit giriş çıkışlarındaki eşitsizlikten dolayı borç verenlere karşı yükümlülüklerini yerine getiremediği için ortaya çıkan maliyetler finansal sıkıntı maliyetleri olarak ifade edilmektedir. Burada temel problem firmanın faaliyet ya da

belirsizliğinden çok nakit giriş çıkışının birbiriyle uyumsuz olmasından ortaya çıkmaktadır. Firmanın piyasada yüksek miktarlarda borçlanırsa iflas durumuyla karşı karşıya kalabilir. Bu yaklaşım, MM teorisinde geçen varsayımlardan iflas maliyetlerinin olmadığı varsayımını ortadan kaldırarak, firmaların kaldıraç oranlarını dikkatli bir şekilde belirlemelerini vurgulamaktadır (Myers, 2007 çev. H. Doğukanlı 2007: 418).

Stiglitz (1972), finansal sıkıntı maliyetlerinin ortaya çıkmasıyla birlikte yatırım kararlarının finansman kararlarından etkileneceğini savunmaktadır.

Finansal sıkıntı maliyetleri, doğrudan iflas maliyeti ve iflasın dolaylı etkileri olmak üzere iki çeşit maliyet içermektedir. İflas maliyetlerine varlıkların olması gerekenden daha düşük bir değerde satılması, mahkeme harçları ve avukatlık ücretleri gibi örnekler verilirken; dolaylı iflas maliyetlerine ise firmanın düşük kalite mal kullanarak üretim maliyetlerini azaltmaya çalışması, yatırımlarını finanse edebilecek kadar likit varlığı olmadığı için karlı yatırım projelerini kaçırmaması, tedarik zincirinde sıkıntı yaşaması, piyasa değerinin azalması ve firma bünyesinde çalışanların maaşlarını zamanında ya da hiç alamama gibi firma hakkında kötü beklentilere kapılarak işten çıkmaları örnek verilebilir (Coşkun, 2009: 98-117).

1.3.2.7. Sinyal Teorisi

Bir diğer piyasa başarısızlığı olan sinyal teorisinin temel dayanak noktası piyasada var olan bilgi asimetrisinden kaynaklı olarak hissedar ve yöneticilerin piyasada ki mevcut bilgiden daha fazlasına sahip olmasıdır. Fakat asimetrik bilgi problemini olduğu bir ekonomide Modigliani-Miller yaklaşımı bize yatırım kararlarının sermaye yapısından ayrı düşünölemeyeceğini gösterir. Sinyal yaklaşımına göre firmanın dönem içinde elde ettiği kardan ortakların pay alma hakkı olarak bilinen temettü oranında meydana gelebilecek değişikliklerin söz konusu firmanın gelecekte beklenen kazancı hakkında fikir sahibi olmamızı sağladığı düşünölmektedir. Teoriye göre, firmaların temettü ödemelerinde bir değişiklik olması durumunda, bu yatırımcılar için firmanın gelecek dönemlerde ki beklenen kazançları hakkında fikir sahibi olmasını sağlar. Firmalardaki finans yöneticileri de yatırımcıların bilgi sahibi olması için firmanın gelecekteki beklenen karlılığı ve nakit akımları hakkında temettü ödemelerini kullanırlar (Li ve Zhao, 2008: 673; Baker ve Powell, 1999: 20).

Mükemmel işlemeyen piyasalarda yöneticiler ile yatırımcılar arasında firmanın finansal durumu hakkında eşit bilgi sahibi olamamaktan kaynaklı bilgi asimetrisi problemi mevcuttur.

Bu problemten dolayı da şirketlerin temettü oranları, şirketin mevcut durumu ve gelecek zamanda elde edeceği kazançlar hakkında bilgi sahibi olmamızı sağlayan güvenilir bir bilgi kaynağıdır. Dağıtılan yüksek temettü payları yatırımcıları etkileyerek gelecekteki kazançların da bir göstergesi olarak kabul edilir ve bu da finansal piyasalarda şirket hisselerine rağbetin artmasına dolayısıyla da hisse fiyatlarının yükselmesine sebep olacaktır. Başka bir deyişle, kardan dağıtılan pay oranı net olan firmalar söz konusu olduğu zaman kar payında meydana gelecek bir değişiklik genel olarak yöneticilerin gelecek dönemdeki kazanç beklentisi (Wansley ve Lane, 1987: 425) ve nakit akışlarının nasıl olacağı ile ilgili bir sinyal aracı olarak düşünülmektedir (Chen ve diğ., 2009: 63). Temettü oranındaki değişimler piyasaya firmanın gelecek dönemdeki kazanımları ve nakit akışlarının nasıl olduğu ile ilgili yeni bilgiler sağladığı için firmanın hisse senedi getirileri de yükselmektedir (Nissim ve Ziv, 2001: 2111; Howatt ve diğ., 2009: 552). Özetle, temettü oranlarının yükselmesi firmaların piyasadaki hisse senetleri fiyatlarında da bir yükselişe neden olarak, temettü oranlarındaki yükselişin firmanın gelecekte beklenen kazançları ile ilgili pozitif bir gösterge olarak kabul edildiğini görürüz (Choi vd., 2011: 870).

Sinyal yaklaşımının teorik yapısı Ross (1977) ve Leland ve Pyle (1977)'in yaptıkları çalışma ile açığa çıkmıştır. Ross (1977)'un çalışmasına göre, iflas riskine karşı firma yöneticileri belirli bir sınıra kadar borçlanacaklardır. Yüksek iflas maliyetlerine katlanmak zor olacağından dolayı firma yöneticilerinin firmanın ödeyebileceği miktardan yüksek borçlara girmeyi istemeyecekleri düşünülür. Bu sebeplerden dolayı da piyasada kaldıraç oranı yüksek olan firmaların daha etkin firmalar olduğu düşünülmektedir.

Leland ve Pyle (1977) çalışmalarında bir projenin nasıl finanse edildiğini inceleyerek, piyasanın söz konusu proje ile ilgili bilgi sahibi olabileceğini ortaya koymuştur. Firma, yatırımlarını finanse etmek için ne kadar içsel kaynaklara başvuruyorsa, projenin o oranda kaliteli olduğu kabul edilmektedir ve beklentileri bu yöndedir. Bir yatırımcı için öncelikli hedef firmanın değer maksimizasyonudur. Projenin şuan ve gelecekteki getirilerinde belirsizlik artarsa, yatırımcı dışsal kaynak arayışına girerek risk oranını düşürmeye çalışacaktır.

Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde sinyal teorisiyle ilgili farklı yaklaşımların olduğunu görürüz. Piyasalarda bilgi asimetrisinin var olması ile yatırımcı kesim, firmaların finansal durumu hakkında bilgi edinmek amacıyla hissedar ve yöneticilerin finansman kararlarını inceleyerek firmanın gelecek beklentilerini yönlendirmektedir. Sinyal teorisine göre, alınan finansal kararlarla iletilen sinyaller aracılığı ile yatırımcılar için piyasada var olan iyi ve kötü durumda olan firmaların anlaşılabilmesine olanak tanıyacağı öngörülür.



İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KISIT VE FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI

Firmaların gelişen piyasa koşullarına ayak uydurabilmesi, piyasada rekabet edebilmesi, rekabet avantajı sağlayabilmesi ve rekabet edilebilirliğini koruyabilmesi bakımından finansal kısıt kavramı son derece önemlidir. Bir firmanın finansal olarak kısıtlı olması, faaliyet gösterdiği piyasadaki fırsatları kaçırmaya neden olabilir. Literatür incelendiğinde konuyla ilgili yapılan çalışmaların ve tanımlamaların çoğunda benzer ifadeler kullanılmakla birlikte finansal kısıt kavramı için tek ve ortak bir tanımlamaya ulaşılamamaktadır.

Literatürde firmaları finansal kısıtlı olan veya finansal kısıtlı olmayan firmalar olarak gruplandırırken, firmaların büyüklüğü, yaşı, temettü ödemeleri, bir işletme grubuna bağlı olup olmaması, sermaye yapısı, ortaklık yapısı gibi birçok ölçüt göz önünde bulundurulmuştur.

İlgili literatür incelendiğinde finansal kısıt kavramı ile ilgili bir çok çalışma yapıldığını görmekteyiz fakat bunlardan en önemlisi ve öncül olarak kabul edilen çalışma Fazzari, Hubbard ve Petersen (1988)'in 1970-1984 yıllarını kapsayan çalışmasıdır. Söz konusu çalışmada Amerikan imalat sanayi firmalarının yatırımları ile Tobin q, nakit akışı ve satışlar arasında nasıl bir ilişki olduğu ele alınmıştır ve bu doğrultuda da değişkenler ile yatırımlar arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Yapılan çalışmada içsel fonların maliyetinin bilgi asimetrisi, finansal sıkıntı, vergi avantajları, temsil maliyetleri ve işlem maliyetleri gibi nedenlerden kaynaklı olarak dışsal fonlara kıyasla daha az maliyete sahip olduğu ve yapılacak yatırımların içsel fon kaynakları kullanılarak yapılmasının yani bir başka deyişle yatırımların nakit akışlarına duyarlı olması finansal kısıtın göstergesi olabileceği görüşüne varılmıştır. Bununla birlikte temettü ödeme politikalarına ve temettü ödeme oranlarına bakılarak firmalar gruplandırılmış ve elde edilen karları firmada en çok tutan firmaların da finansal olarak kısıtlı olduğu kabul edilmiştir. Yapılan araştırmalarda finansal kısıtlarla karşı karşıya olan firmaların aldığı yatırım kararları üzerinde nakit akışı değişkeninin büyük oranda etki sahibi olduğuna varılmıştır. Ayrıca, kar payı ödeme oranı düşük olan firmaların çoğunlukla küçük firmalardan oluştuğu ve sonuç olarak da bu firmalarda diğerlerine kıyasla yatırımların nakit akışlarına daha çok duyarlı olduğuna varılmıştır. Bu durumun temel nedeni ise

yukarıda belirtilen sorunlarla birlikte en çok da bilgi asimetrisinden kaynaklı olarak mükemmel piyasa şartlarının oluşmamasıdır.

Devereux ve Schiantarelli (1990) ise 1969-1986 yılları arasındaki verileri kullanarak Londra Borsasında işlem gören 720 firmayı sektörlerini, yaşını ve büyüklüğünü göz önüne alarak gruplandırmış ve incelemiştir. Çalışmada, küçük firmalara kıyasla büyük firmalarda yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığı ve Tobin q oranının daha yüksek ve nakde çevrilme hızı yüksek olan likit varlıkların yatırımlar üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Büyük firmaların dağınık sahiplik yapısından dolayı temsil maliyetlerinin daha yüksek olması ve daha düşük nakit akışına sahip olmalarından dolayı büyük firmalar için yatırımların nakit akışına olan duyarlılığı yüksektir. Bununla birlikte büyük firmaların borç miktarlarının yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığına ve büyük firmalar için yatırımlar ile satışlardaki değişme arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yaş ayrımını inceleyecek olursak, piyasadaki bilgi asimetrisinin piyasaya yeni giren firmalar için daha fazla olacağı düşüncesiyle nakit akışı katsayısının yeni firmalar için çok daha önemli olduğuna varılmıştır.

Hoshi, Kashyap ve Scharfstein (1991) ise çalışmalarında 1972-1986 yılları arasındaki verileri kullanarak Tokyo Borsasında işlem gören Japon firmaları bir işletme grubu içerisinde yer alan ve bir işletme grubu içerisinde yer almayan firmalar olarak iki gruba ayırmış ve bu şekilde finansal kısıtlılığını incelemiştir. Çalışmada bir işletme grubu içerisinde yer alan firmaların diğer firmalara kıyasla daha kolay bir şekilde fon bulabildiği gözlemlenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, bir işletme grubu içerisinde yer almayan firmalarda yatırımların nakit akışına daha yüksek derecede duyarlı olduğu ve bir işletme grubu içerisinde yer almayan firmaların bununla birlikte dışsal fon kaynaklarına ulaşma konusunda da bir işletme grubuna dahil olan firmalara kıyasla daha fazla zorlandıkları sonucuna varılmıştır.

Kaplan ve Zingales (1995;1997) alandaki önemli çalışmalardan birini yapmışlardır. Kaplan ve Zingales (1995:6)'in çalışmalarına göre, dışsal fonlara ulaşabilme ve kullanabilmenin maliyeti, firmanın içsel kaynaklarının kullanılması için seçebileceği bir alternatif yatırıma engel oluyorsa bu durum söz konusu firmanın finansal olarak kısıtlı olduğunu göstermektedir. Kaplan ve Zingales (1997:172) finansal kısıt ile ilgili yaptıkları bir diğer çalışmalarında içsel ve dışsal finansman maliyetleri arasında sıkışmış firmaları ise finansal açıdan kısıtlı firmalar olarak

nitelendirmişlerdir. Özetle, yüksek maliyetlerden ötürü firmalar dış finansman kaynaklarını kullanamamakta ve bu durumdan dolayı da iç finansman kaynaklarına kolaylıkla erişememektedir. Bu durum da bize bir firmanın dış finansman kaynaklarını kullanamamasının iç finansman kaynaklarını kullanmasını da kısıtladığını göstermektedir.

Kaplan ve Zingales (1997) yaptıkları çalışmada, Fazzari, Hubbard ve Petersen (1988) 'in çalışmasında kullandığı dönem ve firma verilerine ek olarak firmayla ilgili faaliyet raporlarındaki dipnotlar gibi kaynakları da kullanarak söz konusu firmaları finansal kısıtlılık seviyesini göz önüne alarak 5 grupta incelemişlerdir. Finansal kısıtı olmayan firmalara göre kısıtlı firmaların yatırımlarının nakit akışına olan duyarlılığının daha az olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmanın yazarları finansal kısıtı incelerken sadece yatırımların nakit akışına olan duyarlılığına bakmanın iyi bir gösterge olmadığı düşüncesindedirler. Finansal sıkıntı yaşayan firmalar mevcut nakit varlıklarını yeni yatırımlar yapmak yerine borçlarını ödemek için kullanacağından dolayı ve bununla birlikte yatırımlarını erteleme kararı alması daha zor bir karar olacağından dolayı yatırımlarını dışsal fon kaynakları bularak finanse etmeyi tercih edeceklerdir. Bundan dolayı yazarlar çalışmada finansal olarak kısıtlı firmalar için yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığının daha düşük seviyede olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca bu çalışmada finansal kısıtı olmayan firmalarda yatırımların nakit akışlarına duyarlılığının yüksek olması durumunu da firma yöneticilerinin dışsal fon kaynaklarını kullanmak yerine iç finansman kaynaklarını kullandıkları için olabileceğinden de bahsetmişlerdir.

Bond, Elston, Mairesse ve Mulkay (1997) çalışmalarında 1978-1989 yıllarını kapsayan verileri kullanarak Almanya, Belçika, Fransa ve Birleşik Krallık ülkelerinde 100'den az sayıda personeli olan ve imalat sanayinde faaliyette bulunan firmalar üzerinde çalışmışlardır. Çalışmaya göre Birleşik Krallık bu 4 ülke arasından nakit akışının yatırımlar üzerinde en yüksek etkisi olan ülkedir. Fransız ve Belçika firmalarına kıyasla Birleşik Krallık firmaları görece daha büyük olmasına rağmen Alman firmalarıyla benzer büyüklükte dirler. Ancak çalışmada Alman firmalarındaki nakit akışlarının firmanın yatırımları üzerinde daha az etkili olmasına varılması ve Birleşik Krallık'ın örneklemdeki diğer ülkelerden farklı olarak sermaye piyasası odaklı bir finansal sistemi olduğu da göz önüne alınacak olursa, Birleşik Krallık gibi

sermaye piyasası odaklı finansal sistemlerin fon bulma ve kendini finanse etme konusunda ki başarısının görece daha düşük olduğu gözlemlenmiştir.

Leaven (2002) çalışmasında, 1991-1997 yılları arasında 198 Güney Kore firmasının finansal verilerini kullanmış ve firmaları gruplandırırken büyüklük, ortaklık yapısı, firmanın yer aldığı grupta bankanın olup olmaması, işletme grubu içerisinde yer alıp almaması yöntemlerini kullanmıştır. Örneklemeden elde edilen ilk sonuçlara göre yatırımlar, nakit akışlarında meydana gelen değişikliklere son derece duyarlıdır. Çalışmada, büyük firmaların KOBİ'lere kıyasla daha fazla finansal kısıtlı olduğu gözlemlenmiştir. Fakat firmanın içerisinde bulunduğu grupta banka varsa, bu firma için finansal kısıtların zayıfladığı gözlemlenmiştir. Büyük firmaların görece daha fazla kısıtlı olmasının sebebi, 1987 yılında Güney Kore'de bankalara KOBİ kredi limitleri koyularak, büyük firmalardan ziyade çok daha fazla firmanın fonlardan yararlanma politikasının etkili olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Konings, Rizov ve Vandenbussche (2003) çalışmalarında Bulgaristan, Romanya, Polonya ve Çek Cumhuriyeti ülkelerindeki firmaların 1994-1999 yılları arasındaki verilerini kullanarak finansal kısıtlar ile yatırımlar arasında nasıl bir ilişki olduğunu incelemiştir. Çalışmaya göre Romanya ve Bulgaristan gibi daha az gelişmiş ülkelerde işlem yapan firmaların Çek Cumhuriyeti ve Polonya firmalarına kıyasla daha düşük seviyede finansal kısıtları olduğu sonucuna varmıştır.

Love (2003) çalışmasında 1988-1998 yılları arasında 36 ülkeden yaklaşık 5000 firmanın verilerini kullanarak yaptığı çalışmasında finansal gelişmelerin, yatırım tahsisinin verimini bozacak finansman kısıtlamalarını azaltarak büyümeyi etkilediğine dair bulgulara ulaşmıştır. Finansman kısıtlamaları, Euler denkleminde firmanın stokastik iskonto faktörünün firmanın finansal pozisyonunun (özellikle likit varlıklar stoğu) bir fonksiyonu olduğu varsayılarak çıkarılır. Sermaye maliyetindeki değişikliklerin büyüklüğü, finansal gelişmişlik düzeyi düşük bir ülkede, ortalama düzeyde finansal gelişme gösteren bir ülkede olduğundan iki kat daha fazladır. Ayrıca bu çalışmada boyut etkisi, iş döngüleri ve yasal çevre etkileri de dikkate alınmıştır.

Almeida ve Campello (2007) çalışmalarında 1985-2000 yılları arasında ABD'de imalat sanayi firmalarının verilerini kullanarak, rehin verilebilecek varlıkların yatırımlar üzerinde nasıl bir etkisi olduğunu incelemiştir. Piyasadaki diğer firmalara kıyasla finansal olarak kısıtlı firmaların daha zor koşullarda ödünç fon

aldıkları göz ardı edilmeyerek, bahsi geçen firmalarda rehin verilebilecek varlıklara sahip olmanın yatırımlar üzerinde daha büyük bir etkisi olacağı görülmüştür. Bu doğrultuda rehin verebileceği varlıkları daha fazla olan firmaların daha kolay bir şekilde dışsal fon kaynağı bulabileceği vurgulanmıştır. Sonuç olarak bu çalışmada finansal olarak kısıtlı firmalarda rehin verilebilir varlıkların yatırımlar üzerinde etkisi varken, finansal olarak kısıtlı olmayan firmalarda ise herhangi bir etkisi olmadığına varılmıştır.

Bond, Sönderbom ve Wu (2007) çalışmalarında Çin'de faaliyet gösteren imalat sanayinde işlem yapan 1548 firmanın 1998-2000 yılları arasındaki verilerini ve Brezilya'da imalat sanayinde işlem yapan 1642 firmanın 2000-2002 yılları arasındaki verilerini analiz ederek borçlanma ve satışlar arasındaki ilişkiyi ve yatırımlar ile nakit akışları arasında nasıl bir ilişki olduğunu gözlemlemişlerdir. Sonuç olarak da Çin'de faaliyet gösteren firmaların %33'ünün, Brezilya'da faaliyet gösteren firmaların ise %45'inin finansal kısıtlı olduğuna varmışlardır. Ayrıca nakit akışlarında meydana gelebilecek istenmeyen durumlarda firmaların dışsal fon maliyetlerinin yüksek olmasından dolayı firmalar yatırım kararları verirken yatırımlarını azaltma yolunu seçeceği de gözlemlenmiştir.

Musso ve Schiavo (2008:136/141) çalışmalarında firmaların farklı düzeylerde finansal kısıtları olabileceğine ve farklı kısıt ölçüm kriterleri olabileceğinden bahsetmişlerdir. Bu durum göz önüne alınarak, finansal kısıtları ölçebilmek için yaptıkları çalışmada yeni yöntemler bulmaya çalışarak, firmaların dönemsel olarak zamanla değişen az ya da çok kısıtlanmasına olanak sağlayan bir endeks oluşturmak ve farklı finansal kısıt düzeylerini hesaba katmak gibi iki temel hedef belirlemişlerdir.

Guariglia (2008) çalışmasında Birleşik Krallık'da borsaya kote olmayan 24.184 firmanın 1993-2003 yılları arasındaki verilerini kullanarak firmaların içsel ve dışsal finansal kısıtlılık durumunun nasıl olacağını araştırmışlardır. Çalışmada, firmalar içsel finansal kısıtlı olarak, nakit akışlarının negatif ile az ve yüksek değerde olması ve faiz karşılama oranına göre, dışsal finansal kısıtlı olarak ise yaş ve büyüklük kriterleri temel alınarak gruplandırılmıştır. Faiz karşılama oranı yükseldikçe, firmaların nakit akış katsayısının düştüğü gözlemlenmiştir. Araştırmadan elde edilen bir başka sonuç ise yatırım-nakit akışı duyarlılığı firmaların dışsal finansal kısıtlılığıyla orantılı olarak arttığı, yani firmanın büyüklüğü ve yaşı azaldıkça yatırımlar nakit akışlarına daha fazla bağımlı olduğu yönündedir.

Ağca ve Mozumdar (2008), yaptıkları araştırmada ABD’de imalat sanayinde faaliyet gösteren firmaların 1990-2001 yılları arasındaki verilerini kullanarak yatırımların nakit akışlarına ne derece duyarlı olduğunu sermaye piyasası faktörleriyle ilişkisini incelemiştir ve Tobin q modeli kullanılarak yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığı Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) ile tahmin edilmiştir. İlk olarak zaman içerisinde yatırımların nakit akışlarına daha az duyarlı olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumun nedeninin sermaye piyasalarındaki piyasa aksaklıklarının azalmasından dolayı olduğu düşünülmektedir. Ayrıca örneklemedeki firmaların maliyet açısından içsel fon ile dışsal fon kaynakları arasındaki farkı azaltarak iç finansman kaynaklarına olan bağımlılığın azalmasında etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Carpenter ve Guariglia (2008) çalışmalarında Birleşik Krallık’ta imalat sanayinde faaliyet gösteren 693 firmanın 1983-2000 yılları arasındaki verilerini kullanarak inceledikleri Tobin q modeline sermaye malı almak için imzalanan anlaşma değişkenini de eklemiştir. Bu değişkenin modele dahil edilmesinin nedeni Tobin q değişkenine bir alternatif oluşturmaktan ziyade tamamlayıcı olarak kullanmaktır. Firmalar sınıflandırılırken çalışan sayısının 250’den az olduğu firmaların finansal açıdan kısıtlı olduğu, yani diğer firmalara kıyasla küçük firmalar olduğu kabul edilerek gruplandırma yapılmıştır. Çalışmaya göre küçük firmalarda yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığının daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Bahsi geçen küçük firmalarda finansal kısıtların yüksek olmasının zaten beklenen bir durum olduğu ve yatırımların nakit akışlarına duyarlılığının yüksek seviyelerde olmasının piyasada var olan bilgi asimetrisinden kaynaklandığından bahsedilmiştir. Sermaye malı almak için imzalanan anlaşmalar değişkeninin katsayısı nakit akışı değişkeninin katsayısından daha anlamlı bir değere sahiptir ve anlaşma modele dahil edildiğinde küçük firmalar için nakit akışı katsayısında bir değişim olmazken, büyük firmalar için açıklama gücü azalmaktadır. Bu durum da bize küçük firmaların yatırımlarını daha çok içsel fon kaynaklarıyla sağladıklarını bir kere daha göstermektedir.

Poncet, Steingress ve Vandenbussche (2010) çalışmalarında, 14.967 Çin firmasının 1998-2005 yılları arasındaki verilerini kullanarak kamu, özel ve yabancı ortaklı olmalarına göre finansal kısıtların yatırımlar üzerine nasıl bir etkisi olduğunu incelemiştir. Çin’in büyük bankaları 1998 yılına kadar özel şirketlere kredi

vermediklerinden dolayı araştırmanın başlangıç yılı 1998 olarak seçilmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, özel şirketlerin finansal kısıtları, kamu ve yabancı ortaklı şirketlere kıyasla daha fazladır. Sonraki aşamada modele kaldıraç oranı dahil edilerek, özel firmaların yatırımlarının kaldıraçtan negatif etkilendiği sonucuna varılmıştır. Bulgulara göre firmalarda kaldıraçın artması finansal sıkıntıya yol açacaktır. Çalışmada yapılan bir başka analizde ise kamu ve yabancı ortaklı şirketlerin yoğunlaştığı yerlerde, özel şirketlerin finansal kısıtlarının nasıl etkilendiği incelenmiştir. Kamu şirketlerinin yoğunlaştığı yerlerde, özel firmaların içsel fonlara bağımlılığı artmaktadır, kamu şirketleri özel şirketleri piyasadan dışlamaktadır. Fakat özel şirketlerin yabancı yatırımların bol olduğu yerlerde ise yatırımların nakit akışına olan duyarlılıklarının azaldığı gözlemlenmiştir.

Bassetto ve Kalatzis (2011) araştırmalarında Brezilya da faaliyet gösteren 367 firmanın 1997-2004 yılları arasındaki verilerini kullanarak yatırım kararlarının nasıl olduğunu incelemiştir. Satışlar, nakit akışı ve vergi kalkını sağlayan borç değişkenleri yatırım kararlarının belirleyicileri olarak kullanılmıştır. Çalışmada, örneklemdaki firmalar gruplandırılırken sabit yatırım miktarı, karlılık oranı, büyüklük ve likit varlık değişkenleri kullanılmıştır. Yatırımların nakit akışlarına duyarlılığının yüksek olduğu firmaların düşük, satış, net çalışma sermayesi, karlılık ve yatırım miktarı olan, bunula birlikte varlıkları son derece yüksek ve sabit yatırımları yoğun olan firmalar olarak saptanmıştır. Tüm bunlara ek olarak, söz konusu firmaların gelecekte uygun koşullar oluştuğunda yatırım fırsatlarını kaçırmak istemediklerinden dolayı herhangi bir likidite sorunuyla karşı karşıya kalmamak için şirket kasalarında yüksek miktarlarda nakit bulundurmaya tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Ayrıca, yüksek sabit yatırımların firmanın sabit giderlerini de arttıracığından dolayı bu firmaların karlılıklarını da baskıladığından bahsedilmiştir ve bu firmalar finansal kısıtlı olarak incelenmiştir.

Ameer (2014) çalışmasında 1991-2004 yılları arasındaki firma verilerini kullanarak Pakistan, Hindistan, Tayland, Endonezya, Güney Kore ve Malezya ülkelerinde faaliyet gösteren ve borsaya kote olmayan 519 firmanın yatırım kararlarının nasıl olduğunu araştırmıştır. Güney Kore’de faaliyet gösteren firmalar için nakit akış katsayısının yüksek olmasından dolayı bu firmaların finansal kısıtlı olduğuna varılmıştır. Örneklemdaki diğer ülkelerde faaliyet gösteren firmalar için ise kesin sonuçlara varılamamıştır. 1997-1998 yılları arasında yatırımların nakit akışına yüksek derecede duyarlı olması Tayland ve Güney Kore’nin Asya krizinden olumlu

etkilenmediğini, aksine son derece olumsuz etkilendiği ortaya koymaktadır. Bunlara ek olarak örneklemedeki firmaların yatırımları ile uzun dönemli borçları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmiş ve bu ilişki firmaların yeni borç kaynakları bularak yatırımlarını finanse edebilecekleri şeklinde yorumlanmıştır. Ayrıca bu çalışmada sadece örneklemedeki ülkelerde değil tüm ülkelerde finansal kısıtlı firmaların yatırımları ile maddi varlıkları arasındaki pozitif yönlü ilişkiden dolayı bu maddi varlıkların firmaya finansman kaynağı bulurken faydası olacağı çıkarımında da bulunulmuştur.

Andrén ve Jankensgård (2015), ABD’de petrol ve gaz sanayinde faaliyet gösteren 78 firmanın 2000-2008 yılları arasındaki firma verilerini inceledikleri çalışmalarında firmaları finansal kısıtlı olarak ayırırken firma büyüklüklerini göz önüne alarak gruplandırmışlardır. Çalışmada, büyük firmalar için Tobin q oranının daha anlamlı bir sonuç verdiği ve küçük firmalarda ise borcun yatırımlar üzerindeki negatif etkisinin daha çok olduğuna varılmıştır. 2005-2008 yılları arasında örneklemedeki tüm firmalarda yatırımların nakit akışına olan duyarlılığının düşük seviyede olduğu gözlemlenmiştir. Bu durumun nedeni belirtilen dönemde sermaye bolluğu yaşandığı için dışsal fon kaynaklarında artış olmasıdır. Ayrıca büyük firmalarda yatırımların nakit akışına olan duyarlılığının küçük firmaların tersine zaman içerisinde arttığı gözlemlenmiştir. Bu durum büyük firmalarda temsil maiyetlerinin daha yüksek miktarlarda olmasından ötürü yatırım ve finansman kararlarının farklılaşması şeklinde yorumlanmıştır.

İlgili literatür incelendiğinde Türkiye’de de finansal kısıtları ölçmek amaçlı firmaların yatırım ve finansman kararlarının nasıl olduğunu araştıran bazı çalışmalar vardır. Bu çalışmalarda kısıtları ölçmek amacıyla yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığı incelenmiştir. Türkiye de finansal kısıtlar incelenirken çoğunlukla imalat sanayi firmaları üzerinde çalışmalar yapılmıştır. Az sayıda da olsa diğer sektörleri de kapsayan çalışmalar da vardır. Bununla birlikte literatürdeki bazı çalışmaların temelini finansal kısıtlar olmadığı fakat finansal kısıtlarla ilgisi olabileceği düşünülen çalışmalar da olduğu gözlemlenmiştir.

Kaplan, Özmen ve Yalçın (2006), 1990 yılı için derlenen firma düzeyindeki verileri kullanarak Türkiye’deki devlet tahvilleri ve menkul kıymetler de dahil finansal varlıkların finansal olmayan firmaların satın almalarının nedenlerini araştırdıkları çalışmalarında, çalışmanın bir bölümünde yatırımların nakit akışlarına

ne derece duyarlı olduklarını ölçen bir model de kurmuşlardır. 1990-2004 yılları arasındaki verilerin kullanıldığı çalışmada finansal olmayan firmaların verileri kullanılmıştır ve firmalar büyük, orta ve küçük ölçekli olarak ayrıştırılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlardan birisi de büyük firmalar için yatırımların nakit akışlarına duyarlılığının daha yüksek seviyelerde gerçekleştiği gözlemlenmiştir ve bu sebeple de yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığının finansal kısıtlılıktan çok karlılığı ve yatırım fırsatlarını gösterdiği sonucuna varılmıştır. Bunlara ek olarak, büyük firmalarda finansal varlıklarda artış olmasıyla birlikte yatırımlarında azalma olduğu da gözlemlenmiştir. Çalışmada da finansal varlıklara yapılan yatırımın reel yatırımları dışladığından bahsedilmiştir. Fakat küçük firmalar gözlemlendiğinde, finansal varlıklar ile yatırımlar arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Çalışmadan elde edilen bir diğer bulguya göre ise, kamu borç gereksiniminin firmaların yatırım kararlarına olumsuz yönde etki ettiği sonucuna da varılmıştır.

Çelik (2007:152) ise yaptığı çalışmada firmaların piyasada karşılaştığı özkaynak ve sermaye yetersizliği, kredi temin edememe ve sermaye piyasalarını etkin bir şekilde kullanamama gibi sorunlardan kaynaklı olarak firmaların finansman sıkıntılarıyla karşılaştığından bahsetmektedir.

Yeşiltaş (2009), Türkiye’de imalat sanayinde faaliyet gösteren firmaların 1992-2003 yılları arasındaki verilerini kullanarak araştırma yaptığı tez çalışmasında, Fazzari, Hubbard ve Peterson (1988)’in öncü çalışmasını örnek alarak firmaların yatırım ve finansman kararlarını etkileyen ne gibi değişkenler olduğunu araştırmıştır. Çalışmada, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) nezdinde mevcut olan 9400 firmanın finansal verileri kullanılmıştır. Firmanın büyüklüğü ve yaşı finansal kısıtlılık ayrında temel alınmıştır. 1992-2003 yılları arasında örneklemden tüm firmalar için yatırımlar ile nakit akışları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Varlıklarına ve istihdamına göre firmalar gruplandırıldığında, büyük ölçekli firmalarda daha yüksek nakit akışı katsayısı olduğu gözlemlenmiş fakat gruplar arası farklılıklar istatistiksel olarak anlamlı değildir. Firmaların yaşı söz konusu olduğunda ise diğer firmalara kıyasla genç firmaların nakit akışlarına daha yüksek derecede duyarlı olduğu fakat sonuçların istatistiki olarak anlamlı olmadığı gözlemlenmiştir. Sonuç olarak 1992-2003 yılları arasında tüm imalat sanayi firmalarının finansal olarak kısıtlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Demir (2009), çalışmasında geliştirmekte olan ülkeler grubunda olan Türkiye ve Meksika'daki imalat sanayi firmalarını incelemiştir. Bu çalışmada Borsa İstanbul (BİST) da işlem gören firmaların 1993-2003 yılları arasındaki 6 aylık firma verileri incelenmiştir. Meksika da yatırımlar ile finansal gelir arasında negatif yönlü bir ilişki varken, Türkiye de finansal ve faaliyet gelirlerinin yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Türkiye'de finansal gelirlerin kar içerisinde daha fazla pay sahibi olması ve finansal yatırımların ise sermaye yapısı içerisinde daha yüksek pay sahibi olması bu durumun temel nedenidir. Bununla birlikte, firmalar gruplandırılırken büyük firmalar ve küçük firmalar olarak iki gruba ayrılarak analiz edilmiş ve büyük firmalarda içsel fona bağımlılığın daha fazla olduğu gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, Türkiye'de 1993-2003 yılları arasında büyük firmalarda daha fazla finansal kısıtlar olduğu varılmıştır.

Carreia ve Silva (2010:732) ise yaptıkları çalışmada finansal kısıt kavramından bir firmanın yatırım yapmak ve optimal büyüme süreci için gerekli fonları finanse edememesi olarak söz etmiştir. Çalışmada, finansman kaynaklarına erişimde yaşanan sıkıntılardan dolayı firmanın optimal büyüme sürecinde kısıtlarla karşılaştığından bahsedilmektedir. Çalışmadaki finansal kısıt kavramına göre, dışsal fon maliyeti ile içsel fonların arasında maliyet açısından bir fark söz konusu ise firma finansal kısıtlı firma grubuna girmektedir

Kaya (2011) yaptığı tez çalışmasında, BİST'te işlem gören 164 imalat sanayi firmasının 2005-2010 yılları arasındaki finansal verilerini kullanarak bir araştırma yapmıştır. Bu çalışmaya göre firmalar finansal kısıtlı olan yada olmayan firmalar olarak gruplandırılırken, toplam varlıklar, yaş, temettü ödemeleri gibi değişkenler temel alınmıştır. Analiz sonucuna bakacak olursak, firmanın satışlarında artış yaşanması durumunda firmaların daha çok yatırım yapmaya yöneldiği ve nakit akışları ile yatırımlar arasında pozitif bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Buna ek olarak, kar payı ödemeyen firmaların kasalarında daha yüksek miktarlarda nakit buldukları da görülmüştür. Ayrıca, Tobin q değişkeninin yatırımlar üzerinde bir etkisi olup olmadığı net değildir. Küresel finansal krizin yaşandığı yılın verilerine bakıldığında ise yatırımlar ile akit akışları arasında nasıl bir ilişki olduğu net olmamakla birlikte, diğerlerine kıyasla küçük firmalar söz konusu olduğunda finansal kısıtların daha fazla olduğu gözlemlenmiştir.

Günay ve Kılınç (2011), Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde bulunan ve BİST'te işlem gören firmaların 1989-2006 ile 1987-2003 dönemlerinin verilerini kullanarak yaptığı çalışmada finansal kısıtlılık durumunu incelemiştir. Firma verileri incelendiğinde, imalat dışı sektörlerin imalat sanayine kıyasla daha çok finansal kısıtlara maruz kaldıkları gözlemlenmiştir. Bu sebepten dolayı imalat sanayi dışındaki sektörlerin iş çevrimlerine (business cycles) tepkisinin daha fazla olduğuna varılmıştır.

Egimbaeva (2013), BİST'te işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren 135 firmanın 2009-2012 yılları arasındaki finansal verilerini kullanarak firmaların yatırım ve finansman kararlarını incelemiştir. Firmaları finansal kısıtlı veya finansal kısıtlı olmayan firmalar olarak gruplandırırken toplam varlıklar, firmanın yaşı ve temettü ödemeleri gibi değişkenlere göre ayırım yapılmıştır. Genç, küçük ve kar payı ödeyemeyen firmalar finansal kısıtlı olarak gruplandırılmıştır. Büyük, yaşlı ve kar payı ödeyen firmaların ise analizden elde edilen sonuca göre yatırımların nakit akışlarına daha az duyarlı olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, çalışmadan elde edilen bulgulara göre, finansal kısıtlı olmayan firmalarda faiz karşılama oranının daha yüksek değere sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Bunlara ek olarak, finansal kısıtlı firmalarda, firmaların teminat olarak gösterebilecekleri varlıkların az olmasından dolayı kaldıraç oranı yatırımlar üzerinde daha fazla etkiye sahiptir.

Eser Özen (2014), yaptığı tez çalışmasında Türkiye'de imalat sanayinde faaliyet gösteren ve hisseleri BİST'te işlem gören 125 firmanın 1998-2010 yılları arasındaki firma verilerini kullanarak finansal kısıtların yatırımlar üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Bu çalışmada örneklemdaki firmalar yatırımların nakit akışlarına duyarlılığına göre gruplandırılmıştır ve yatırımların nakit akışlarına duyarlılığı pozitif yönde olan firmalar finansal kısıtlı firmalar olarak kabul görmüştür. Ayrıca, yatırımların nakit akışlarına duyarlılığı negatif olan firmalar için kaldıraç oranının etkisinin pozitif olduğu ve bu firmaların yatırımlarını finanse ederken daha fazla borç kullanma yoluna gittiğini açıklamıştır. Bu sebepten ötürü de bu gruptaki firmaların finansal kısıtlı olarak kabul edilemeyeceğini belirtmiştir. Duran varlıkların aktiflere oranının yatırımlar üzerinde pozitif etkisi olmasıyla borçlanma yapılırken duran varlıkların bir güvence olarak gösterilmesi açısından faydalı olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum, yatırımların nakit akışlarına duyarlı olduğu firmalar için de geçerlidir. Ayrıca, bahsi geçen firmalarda temettü ödemeleri yatırımları olumsuz yönde

etkilemektedir. Bu sebepten ötürü de bu firmalar finansal kısıtlı olarak değerlendirilir. Buna ek olarak, kısıtlı firmalarda, firmanın elinde bulunan likit varlıklar ile yatırımların zıt yönde hareket ettiği gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, Türkiye’de finansal kısıtların azaltılması için sadece ekonomik tedbirlerin alınması değil, yasal ve kurumsal düzenlemelerin de iyileştirilmesi gerektiğinden bahsedilmiştir.

Çetenak ve Vural (2015) yaptıkları çalışmada, işletme grubu ilişkisinin finansal kısıtlar üzerinde nasıl bir etkisi olduğunu ölçmek için, Türkiye’de BİST’te işlem gören 164 sanayi firmasının yatırımların nakit akışlarına duyarlılığını ölçmek amacıyla 2004-2012 dönemleri arasını kapsayan verilerini analiz etmiştir. Bu çalışmada firmalar, küçük işletme grubunda yer alan, büyük işletme grubunda yer alan, bir gruba bağlı olmayan ve yabancı ortaklı firmalar olarak 4 farklı grupta incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuca göre bir gruba bağlı olmayan bağımsız şirketlerin ve küçük işletme grubunda yer alan firmalarda nakit akışlarının yatırımlar üzerinde anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu, yabancı ortaklık payı %15’i aşan ve büyük işletme grubunda yer alan firmalarda ise nakit akışlarının yatırımlar üzerinde etkisi olmadığı gözlemlenmiştir. Buna ek olarak, Tobin q değişkeninin yabancı ortaklı ve büyük işletme grubunda yer alan firmaların yatırımları üzerinde büyük etki sahibidir. Ayrıca, yabancı ortaklı ve büyük işletme grubunda yer alan firmaların finansman konusunda içinde buldukları firma grubuna destek olduklarından da bahsedilmiştir. Bir gruba bağlı olmayan bağımsız şirketler ve küçük işletme grubunda yer alan firmalar için yatırımların belirlenmesinde Tobin q değişkeni tek başına yeterli değildir. Ayrıca çalışmada bağımsız firmaların ve küçük işletme grubunda yer alan firmaların daha yüksek düzeyde finansal kısıtlı olduklarından da bahsedilmiştir.

Firmaların üretimlerine devam edebilmesi ve yatırımlarını finanse edebilmesi için kullandıkları iç finansman kaynakları yeterli değilse ve mevcut piyasa aksaklıklarından dolayı dış finansman kaynakları kullanmak veya dış finansman kaynaklarına erişmek daha yüksek maliyetliyse söz konusu firmalar finansal kısıtlı karşılaşacaktır. Kaynaklara ulaşırken karşı karşıya kaldığımız problemler yatırım, istihdam ve üretim kararları üzerinde olumsuz bir etki yaratırken, bu duruma bağlı olarak refahta da azalışa neden olmaktadır. Özellikle, meydana gelen finansal krizlerden dolayı piyasada ki belirsizliğin artması ve buna bağlı olarak risk düzeyinin artmasıyla kredi oranlarında daralma olacak ve bu durumdan yatırımlar olumsuz etkilenecektir (Özen ve Erdem, 2016:60).

Finans yazınında finansal kısıtlılığın göstergesi olarak yatırımların nakit akışlarına duyarlılığı ölçülmüş ve çok fazla farklı sonuca ulaşılmıştır. Literatürdeki çalışmaların çoğu, Fazzari, Hubbard ve Petersen (1988)'in öncü çalışmasına benzer sonuçlara varmışlardır. Ayrıca, piyasa aksaklıklarının daha fazla hissedildiği şirketlerde, yatırımların iç finansman kaynaklarına daha fazla bağımlı olduğunun da üzerinde durulmuştur.

Literatürdeki bazı çalışmalarda ise Fazzari, Hubbard ve Petersen (1988)'in sonucunun aksi yönde veya onların çalışmasını doğrulamayan sonuçlara varılmıştır. Sonuçlardaki farklılık, farklı yıllarda, farklı gruplandırma yöntemleri ile farklı modeller kullanılmasından kaynaklanabilir. Bunlara ek olarak, her ülkenin finansal, ekonomik ve sanayi yapısının farklı olması da göz önünde bulundurulmalıdır.

Türkiye'de finansal kısıt ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde, finansal kısıtların imalat sanayinin tamamı üzerinde etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Diğer ülkelerde yapılan çalışmalara benzer olarak gruplandırma, model, veri seti ve yöntem farklılıklarından dolayı finansal kısıtlı olarak gruplandırılan firmalar için farklı sonuçlara varılmıştır. Literatürdeki ilk çalışmalar incelendiğinde yatırımların nakit akışlarına daha yüksek derecede duyarlı olduğu gözlemlenirken, son yıllardaki çalışmalarda ise bu duyarlılığın azaldığı göze çarpmaktadır.

2.1. FİNANSAL KISITLARIN ÖLÇÜLMESİ (GÖSTERGELERİ)

Finansal kısıtlar ölçülürken bir takım göstergelerden yararlanır. Finans literatüründeki çalışmaları inceleyecek olursak, finansal kısıt göstergelerinin farklılık gösterdiğini göreceğiz. Tez çalışmamın bu bölümünde, literatürde finansal kısıt ölçmek amacıyla kullanılan göstergelerin olumlu ve olumsuz yönleri birlikte ele alınmıştır.

Silva ve Carreira (2012), çalışmalarında finansal kısıtların ampirik olarak doğrudan gözlemlenemeyen bir değişken olduğundan bahsetmişlerdir. Firmaların bilançolarında, o firmanın finansal olarak kısıtlı olup olmadığını gösteren bir değişken yoktur. Bu doğrultuda, finans literatüründe finansal kısıtlılığı gösterdiği düşünülen aşağıda bahsedilecek ölçütler literatürdeki birçok çalışmada kullanılmıştır.

İlgili literatür taraması yapıldığında, finansal kısıtların ölçüm yöntemlerine dair farklı yöntemler olduğu gözlemlenmektedir. Bu yöntemler yapısına göre

ayrıştırıldığında ise, dolaylı ölçütler, indeksler ve dolaysız ölçütler olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır (Öztürk ve Yağcılar, 2018: 104).

2.1.1. Dolaylı Ölçütler

Kaplan ve Zingales (1997), firmaların yıllık raporlarını ve halka açık verilerini kullanarak, firmaların yatırım-nakit akışı duyarlılığını analiz ettikleri çalışmalarında Fazzari vd. (1988)'nin çalışmalarını eleştirmişlerdir. Kaplan ve Zingales (1997) çalışmalarında Fazzari vd. (1988)'in aksine yatırım-nakit akışı duyarlılığı ile finansal kısıtlar arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tesbit edememişlerdir. Çalışmada, finansal olarak daha az kısıtlı firmaların, daha fazla kısıtlı olan firmalara göre daha yüksek oranda yatırım-nakit akışı duyarlılığı gösterdiği gözlemlenmiştir. Kaplan ve Zingales (1997)'in yaptıkları bu çalışma finans literatürüne KZ endeksi olarak geçmiştir.

Almeida vd. (2004) çalışmalarında finansal kısıtların sınıflandırılmasında firmanın nakit politikasının önemli olduğunu vurgulamışlardır. Firmanın yatırım fırsatlarını finanse etmede içsel fon kaynaklarının yetersiz kalmasıyla birlikte, firmanın gelecek dönemlerdeki yatırım fırsatlarını finanse etme konusunda yetersiz kalmasıyla, firmanın gelecek dönemlerdeki fırsatları kaçırmamak ve gelecekteki fırsatları finanse edebilmesi veya gelecek dönemlerdeki şoklara karşı kendini koruyabilmesi için bazı projelerden vazgeçmesi gerektiğinin üzerinde durmuşlardır. Nakit, nakit akışı duyarlılığı olarak bilinen, nakit stoku ile nakit akışı arasında finansal açıdan kısıtlı firmalar için pozitif bir ilişki vardır.

Finans literatüründe, finansal kısıtlılık derecesinin ölçülmesinde kullanılan dolaylı ölçütler; nakit akışı duyarlılıkları, Euler denklemi ve q yatırım teorisidir. Dolaysız ölçütler de anket (öz değerlendirme) ve şirket raporlarıdır (Eser Özen, 2014: 42).

2.1.1.1. İlkel Testler ve Q Yatırım Teorisi

Geleneksel q yatırım modelinde, firmalar yatırım kararı alırken gerekli olan tüm bilgiyi Tobin q 'nun sağladığını kabul ederler. Bu teoriye göre yatırım için tek tahminci marjinal q 'dur. Bu modelde firmanın piyasa değerinin sermayenin yenilenme maliyetine bölünmesiyle q değeri bulunur (Yoshikawa,1980: 739)

Q oranı yeterince yüksekse, yatırımlarda hareketlenme olur ve firma yeni hisse senedi ihraç eder. Çünkü, q oranının 1'den büyük olması demek, yatırımların karlı

olduğunu ve firmanın piyasadaki değerinin yüksek olduğunun göstergesidir. Q oranının 1'den büyük olması demek, söz konusu firmanın finansman imkanının yüksek olduğunu ve hisse senedi ihracının yüksek olduğunu gösterir. Q değeri 1'den küçükse, firmanın yatırım kararları üzerinde nakit akışları (içsel fon kaynakları) etkili olacaktır. Bu durum da finansal kısıtlılığın başlıca göstergelerinden biridir. İlave her bir değişkenin q yatırım regresyonlarında kayda değer bir açıklayıcı gücü yoktur. Fakat, nakit akışı gibi finansal değişkenlerin firmaların finansman kararlarıyla doğrudan bir ilgisi olduğu için q oranının çok zayıf olduğu tespit edilmiştir. Çünkü finansal piyasalarda piyasa aksaklıklarının var olduğu dikkate alındığında, yatırımın finansal değişkenlerden, özellikle de fon yaratma imkanını gösterenlerden bağımsız olamayacağı bir gerçektir. Buna ek olarak, marjinal q oranının ölçülmesi imkansızdır ve marjinal q oranını temsil etmesi için kullanılan ortalama q değeri bazı ölçüm hataları içerdiği için iyi bir gösterge olarak kabul edilmez (Canbaş vd., 2005: 25-26).

2.1.1.2. Nakit Akışlarına Duyarlılık

Finans literatüründe en çok kullanılan göstergelerden birisi de nakit akışlarına duyarlılık olup, nakitin ve büyümenin nakit akışlarına duyarlılığı gibi farklı çeşitleri de bulunmaktadır.

2.1.1.2.1. Yatırımların Nakit Akışlarına Duyarlılığı

Bazı bilim insanları tarafından Tobin q oranının firmaların yatırım olanakları hakkında fikir sahibi olmamızı sağlayan bir değişken olduğu kabul görse de, literatürdeki bir çok araştırmada nakit akışı değişkeninin de istatistiki açıdan anlamlı olduğu gözlemlenmiştir (Honda ve Suzuki, 2006: 2-3). Tobin q formüle edilirken firmaların bugünkü hisse senedi fiyatları kullanıldığı için söz konusu firmanın gelecek dönemlerdeki karlılığının göstergesi zayıf gözükmektedir. Bunlara ek olarak, firmanın gelecek dönemlerdeki karlılığı hakkında nakit akışı değişkeni de bilgi sahibi olmamızı sağlamaktadır (Fazzari vd., 1988: 164).

Fazzari, Hubbard ve Petersen (1998)'in öncü çalışmasından bu yana yapılan çalışmaların çoğunda finansal kısıtları tespit ederken yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığı bir gösterge olarak kabul edilmiştir. Buna göre, finansal kısıtlı firmaların dışsal fon kaynaklarına yüksek maliyetlerle ulaşabileceği, istediği miktarda ulaşamaması ya da hiç ulaşamaması durumundan kaynaklı olarak söz konusu firmaların yatırım olanaklarını gözden geçirirken içsel fon kaynaklarını temel aldıkları

kabul görmüştür. Finansal kısıtı olmayan firmalarda ise yatırımlarını fonlarken dış finansman kaynaklarına zorlanmadan erişebildiği ve yatırımların nakit akışlarına yani içsel fonlara olan duyarlılığının düşük olacağı tespit edilmiştir. Finansal açıdan kısıtlı firmalar yatırımlarını finanse etmek amacıyla pozitif bir nakit akışı kullanım oranı sergiler fakat finansal olarak kısıtlı olmayan firmalar için bunun gibi sistematik bir ilişki söz konusu olmamaktadır.

En çok karşılaştığımız finansal kısıt göstergelerinden biri olan yatırımların nakit akışlarına duyarlılığı, hem çok yaygın olarak kullanılmış hem de çok eleştirilmiştir. Bu eleştiriler genellikle, yatırımların U şeklinde olduğu ve nakit akışlarına olan duyarlılığın hep aynı şekilde tek düze olmadığı yönündedir. Aralarındaki ilişki, hem pozitif hem de negatif yönlü olabilmektedir (Eser Özen, 2014: 44).

Mevcut içsel fon kaynaklarının varlığı ile genellikle küçük ve orta ölçekli firmaların büyümesi kısıtlanmıştır. Çünkü bu firmalarda içsel fon kaynakları ile dışsal fon kaynakları arasındaki fark yüksek olacağı için uygun koşulları sağlayıp dış finansman kaynaklarına ulaşamamaktadır. Bu sebeplerden dolayı küçük ve orta ölçekli firmalar büyümeleri için gerekli fon kaynaklarını dağıtılmayan karlardan sağlamaktadırlar (Oleviera ve Fortunato, 2006: 139).

Bu çalışmalardan elde edilen bulgular dikkate alındığında, firmaların büyümesi ile finansal kısıtlılık arasında nasıl bir ilişki olduğunu inceleyen araştırmalar, finansal kısıtın göstergesi olarak büyümenin nakit akışlarına olan duyarlılığını da ele almışlardır.

2.1.1.2.2. Büyümenin Nakit Akışlarına Duyarlılığı

Finansal kısıtları, büyümenin nakit akışlarına duyarlılığı açısından inceleyen çalışmalar, firma büyümesinin ölçüm yöntemine göre üç kategoriye ayrılırlar. Firma büyümesinin göstergesi olarak istihdamın büyümesi, toplam aktif büyümesi ya da satış büyümesi değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmaların sonuçlarına göre finansal kısıtlar firma büyümesi üzerinde negatif etkiye sahiptir. (Oleviera ve Fortunato, 2006: 146 ; Carpenter, 2001: 298-309 ; Desai, Foley ve Forbes, 2006: 8).

2.1.1.2.3. Nakitin Nakit Akışlarına Duyarlılığı

Literatürdeki bazı çalışmalarda da finansal açıdan kısıtlı firmaların nakit politikaları incelenerek tespit edilebileceğinden de bahsedilmiştir. Bu görüşe göre

eğer bir firma finansal olarak kısıtlı ise şuan ki yatırım fırsatlarından faydalanamadığı için gelecekteki karlı yatırım olanaklarını kaçırmak istemez ve gelecekte karlı yatırım imkanı elde etmek için şimdiden elinde nakit biriktirmeye başlayacaktır. Bunu yapmasındaki amaç, gelecek dönemlerde oluşabilecek şoklara karşı şimdiden kendini korumaya çalışmasıdır. Finansal kısıtlı olmayan firmalar ise bu durumun aksine herhangi bir yatırım fırsatı yakaladığında kolaylıkla dışsal fon kaynaklarına ulaşabilmektedir. Bu sebeple finansal açıdan kısıtlı firmalarda nakit stokları ile nakit akışları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olması beklenirken, finansal açıdan kısıtlı olmayan firmalarda böyle bir ilişkiden bahsedilemez. Nakitlerin nakit akışlarına duyarlılığı ne kadar fazla ise firma o derece kısıtlı olarak kabul edilecektir (Almeida, Murillo ve Weischbah, 2004: 1770 ; Bao, Chan ve Zhang, 2012: 690-700 ; Han, 2007: 43-57).

2.1.1.2.4. Euler Denklemi

Bazı çalışmalarda, finansal kısıtlı firmalar, Euler denkleminin indirgenmiş bir formu kullanılarak tanımlanmıştır. Euler denklemi, yatırımı geçmiş dönem yatırımı ve sermayenin marjinal getirisi ile ilişkilendirmekte ve yatırım kararları üzerindeki bütün beklenen etkilerin kontrol edilebilmesi avantajını taşımaktadır (Bond ve Reenen, 2003: 130).

Euler denklemi, veri ayarlama maliyetleri altında optimal yatırımı vermektedir. Firmanın finansal kısıtlı olup olmadığını tespit etmek için Euler denklem modelini temel alarak geliştirilen ampirik tahmin denklemindeki parametrik sınırlamalara bakılır. Eğer bu sınırlamalar reddedilebilirse kısıtlı, tam tersi durumda ise firmaların kısıtlı olmadığı neticesine varılır. Bu yaklaşımın en büyük artısı, zorunlu ölçüldüğü kabul edilen Q oranına ihtiyaç duymamasıdır (Eser Özen, 2014: 46-47).

2.1.2. Dolaysız Ölçütler

Dolaylı ölçüm yöntemlerinin zamana bağlı olmaması ve firmalara özgü olmamasından ötürü literatüre yeni çalışmalar girmiştir.

Hadlock ve Pierce (2010) da çalışmalarında Kaplan ve Zingales (1997)'nin de yaptığı gibi finansal kısıtların bir göstergesi olarak firmaların halka açık olarak paylaştıkları yıllık raporları kullanmışlardır. Çalışmada firmaları finansal açıdan gruplandırabilmek için likidite, sermaye, yatırım, kredi, finansman vb. finansal

kısıtlarla ilişkisi olduğunu düşündükleri anahtar kelimeler kullanmış ve bu kelimeleri değerlendirebilmek için 1 ile 5 arasında numaralandırmışlardır.

Verileri inceleyip yorumlamak çok zor ve fazla zaman alacağı için finansal kısıtların ölçülmesinde bu çalışmalara ek olarak anket yöntemi de kullanılmıştır. Anket soruları firmaların özdeğerlendirmelerinin yansımaları olacağı için Silva ve Carreria (2012), çalışmalarında anket sorularında dışsal fon kaynaklarının maliyeti ve kredilerin reddedilme nedenleri gibi soruların da olması gerektiğini vurgulamışlardır. Bununla birlikte soruların bir puanlama sistemine bağlı olmasını ve farklı değişkenler doğurması yönünde öneride bulunmuşlardır.

Finansal kısıtları ölçerken, yapılan çalışmalarda aşağı verilen dolaysız ölçütlerin de kullanıldığı gözlemlenmektedir.

2.1.2.1. Şirket Raporları

Genellikle firmalar dönem/yıl sonlarında finansal durumlarını özetleyen, firmanın dışsal fon kaynaklarına ne kadar ihtiyaç duyduğunu gösteren ve bunun gibi bir çok bilgi içeren raporlar yayınlarlar. Bu bilgiler yatırımcılara firmaların finansal olarak kısıtlı olup olmadığını inceleme olanağı verir. Raporlara bakarak firmaların finansal olarak kısıtlı olan yada kısıtlı olmayan şeklinde ayırt edebilmek için finansman, yatırım, sermaye, likidite, kredi gibi finansal kısıtlar hakkında bilgi veren göstergelerin incelenmesi gerekir. Bu niteliksel bilgi, niceliksel bilgilerle desteklenir. Bu şekilde görece daha fazla ve daha doğru bilgiler edinmekle birlikte, piyasadaki tüm firmalar için bu bilgileri edinmek hiç de kolay bir iş değildir. Ayrıca, finansal raporlarda gerçeğe aykırı yanlış bilgilerin bulunması finansal kısıtlılığını değerlendirirken yanlış kararlar verilmesine de neden olabilir (Uyar, 2004: 164 ; Pamukçu, 2011: 137-138).

2.1.2.2. Öz Değerlendirme: Anket Verileri

Finansal kısıtlılığını ölçmek için kullanılan bir diğer yöntem de anket verileridir. Bu veriler aracılığıyla firmaların finansal durumları hakkında bilgi toplanabilmektedir. Anket yönteminde firmalara doğrudan finansal kısıtlı olup olmadıkları sorulabildiği gibi dolaylı yollarla da finansal kısıtlı olup olmadığı sorulabilir. Örneğin, firmalara dışsal fon kaynaklarına ulaşırken sıkıntı yaşamayı yaşamadıkları sorulur. Dışsal kaynaklara ne kadar ulaşabildikleri, kredi taleplerinin reddedilip edilmemesi, faiz oranlarının artmasından dolayı dışsal fon temin ederken

sıkıntı çekip çekmemeleri gibi sorular sorulur. Bu sorulara göre firmalar gruplandırılır. Anket yönteminin avantajlarından biri de piyasada daha az bilgi sahibi olunan ve finansal raporları yetersiz olan küçük firmalar hakkında daha çok bilgi edinilebilmesidir. Bu yöntemin dezavantajı da sorulan sorulara cevap veren firmaların finansal kısıtlılık durumuyla ilgili düşüncelerinden kaynaklı piyasada yanlış bilginin yayılmasına neden olabilmeleridir. Örneğin, bir firmanın normalde finansal kısıtlılık oranı düşükken, kendisini yüksek oranda kısıtlı olarak görmesi piyasada yanlış bilgilerin toplanmasına ve yayılmasına sebep olur (Savignac, 2009: 553-569 ; Beck vd., 2008: 467-487).

Bir başka ve nadir kullanılan yaklaşım da özellikle bankalar gibi finansal kurumlara, hangi firmaların kredi taleplerinin ne gerekçeyle onaylanmadığıyla ilgili sorular sorulmasıdır. Bunun sebebi de bu tarz bilgilerin alanda uzmanlaşmış finansal kurumlardan ve bankalardan elde etmenin zor olmasıdır. Bunlara ek olarak, bankalardan firma düzeyi veriler alınabilse de, seçilen örneklerin firma gruplarını temsil edip etmediği tam olarak bilinmemektedir (Eser Özen, 2014: 48).

2.1.3. Endeksler

Geçtiğimiz bölümlerde finansal kısıtların ölçülürken olması gereken özellikler incelendiğinde zamana uyumlu olması ve firmaya özgü olması gerektiğinden bahsedilmiştir. Söz konusu özellikleri taşıması ve değişkenlerin süreklilik arz etmesinden ötürü, çeşitli değişkenlerin kombinasyonundan oluşan endeksler finansal kısıtlar literatürü incelendiğinde son yıllarda en fazla karşılaştığımız ölçüm yöntemlerindedir.

Kaplan ve Zingales (1997) çalışmalarında, dolaysız ölçümlerle ve firmaların yıllık raporlarından elde ettikleri değişkenlere regresyon katsayıları vererek KZ endeksini oluşturmuşlardır.

$$KZ\ Endeksi_{it} = 1,002 * NA_{it} + 3,139 * BO_{it} - 39,368 * Temettü_{it} - 1,315 * LT_{it} + 0,283 * Q_{it}$$

Endekste bulunan değişkenler; NA: nakit akışlarının toplam varlıklara oranı, BO: uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranı, TEMETTÜ: dağıtılan temettünün toplam varlıklara oranı, LT: likit varlıkların toplam varlıklara oranı ve Q: Tobin Q'yu temsil etmektedir.

Whited ve Wu (2006) ise KZ endeksini geliştirerek kendi isimlerinin baş harflerini verdikleri endekslerini oluşturmuşlardır. WW endeksine KZ endeksinden farklı olarak yeni firma özelliği eklemiştir.

$$WW\ Endeksi_{it} = -0,091 * NA_{it} + 0,021 * BO_{it} - 0,062 * Temettü_{it} - 0,044 * LTV_{it} - 0,035 * SB_{it} + 0,102 * ESB_{it}$$

WW endeksinde; NA: nakit akışlarının toplam varlıklara oranı (nakit akışları, firma nakit akış tablolarından dönem sonudönem başı nakit akışların net artış/azalış değeri olarak alınmıştır), BO: uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranı, TEMETTÜ: firmanın temettü ödemesi durumunda alacağı değer (0-1), LTV: toplam varlıkların logaritması, SB: satışların büyümesi, ESB: endüstri satış büyümesi olmak üzere toplam 6 değişken bulunmaktadır. WW endeksi, gözlemlenebilir firma özelliklerinin bir fonksiyonu olarak dış finansman kaynaklarının gölge maliyetini görmektedir. WW endeksinden elde edilen sonuç yüksekse, firmalar finansal açıdan kısıtlı olarak görülmektedir. WW endeksinin sağladığı avantaj, piyasa bilgileri ve finansal tablolar yoluyla kolayca elde edilen verilerin kullanılabilmesidir (Öztürk ve Yağcılar, 2018: 105).

Hadlock ve Pierce (2010) bu endekslere farklı bir bakış açısı getirerek finansal kısıtların dışsal firma özelliklerini buldurumaması gerektiği görüşünü savunmaktadır. Hadlock ve Pierce'e göre finansal kısıtları ölçme amacıyla kullanılan yöntemlerin bir çoğu, bazı ampirik ya da teorik varsayımlardan dolayı finansal kısıtlarla doğrudan ilişkili olmayan içsel değişkenlere dayanmaktadır. Çalışmalarında firma yaşını be boyutunu gözlemleyerek kaldıraç ve nakit akışının firmanın finansal kısıtlarını öngördüğü yönünde bir sonuca ulaşmışlardır. Hadlock ve Pierce'e göre, finansal kısıtların ölçülmesinde kullanılacak değişkenlerin içerisinde mutlaka yaş ve boyut değişkenleri de bulunmalıdır (Öztürk ve Yağcılar, 2018: 105).

$$SA\ Endeksi_{it} = -0,737 * Boyut_{it} + 0,043 * Boyut_{it}^2 - 0,040 * Yaş_{it}$$

Formülde SA endeksi size-age kelimelerinin baş harflerinden gelmektedir. SA endeksi boyut ve yaş endeksini temsil etmektedir. Her firma için ölçülebilir olmasından ötürü firmaya özgü özelliğini taşımaktadır. Toplam varlıkların doğal logaritması firma boyutu (büyüklüğü) olarak tanımlanır, ancak firma boyutu satışların doğal logaritması olarak da ölçülebilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMİŞLİK KAVRAMI VE FİNANSAL GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNİN FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1. FİNANSAL GELİŞME NASIL ÖLÇÜLÜR?

Finansal piyasanın gelişmişlik düzeyinin ölçülmesi ve finansal kalkınmanın ekonomik büyüme ve yoksulluk üzerindeki etkisini anlayabilmek için finansal gelişmişlik düzeyinin ölçülmesi önem arz etmektedir. Teorik olarak finansal gelişmişliğin ölçülmesinin ne kadar önemli olduğundan bahsetsek de, uygulamada finansal gelişmişlik düzeyinin ölçülmesi zordur. Literatürde geçmişten günümüze kadar yapılan ampirik çalışmalarda genellikle birden çok ülkenin uzun bir zaman aralığında mevcut nicel firma bazında verilerine dayanmaktadır (Ağırman,2019:8).

Dünya Bankası'nın Küresel Finansal Gelişim Veri Tabanı, dünyadaki finansal gelişmeyi ölçebilmek için kapsamlı ancak nispeten barit bir 4x2'lik bir kavramsal tablo geliştirmiştir. Bu tablo bize finansal derinlik, erişim, verimlilik ve istikrar gibi iyi işleyen bir finansal sistemi ayırt eden dört aracı değişken grubunu göstermektedir.

Tablo 1. İyi işleyen bir finansal sistemi karakterize eden dört aracı değişken grubu

	Finansal Kurumlar	Finansal Piyasalar
Finansal Derinlik	<ul style="list-style-type: none">• Özel Sektör Kredilerinin GSYİH'a oranı• Finansal Kurumların Varlıklarının Toplamının GSYİH'ye olan oranı• Para Arzının GSYİH'a oranı• Mevduat toplamının GSYİH'a oranı• Finansal sektörün brüt katma değerinin GSYİH'ya oranı	<ul style="list-style-type: none">• Borsa kapitilizasyonu ve sermaye piyasalarındaki borçlanma araçlarının GSYİH'ya oranı• Sermaye piyasalarındaki borçlanma araçlarının GSYİH'ya oranı• Kamu borçlanma senetlerinin GSYİH'ya oranı• Sermaye piyasası kapitilizasyonunun GSYİH'ya oranı• İşlem gören hisse senetlerinin GSYİH'ya oranı
Erişim	<ul style="list-style-type: none">• Ticari bankalardaki 1000 yetişkin kişi başına düşen hesap sayısı• 100.000 yetişkin kişi başına düşen ticari banka şube sayısı	<ul style="list-style-type: none">• En büyük 10 şirket dışındaki piyasa kapitalizasyon yüzdesi• İlk 10 ticaret şirketinin dışında işlem yapılan değer yüzdesi• Devlet tahvili getirileri (3 ay ve 10 yıl)
Verimlilik	<ul style="list-style-type: none">• Bankada hesabı olan kişi yüzdesi• Kredi limitine sahip firma sayısı (tüm firmalar)• Kredi limitine sahip firma	<ul style="list-style-type: none">• Yurtiçi toplam borçlanma senetlerine oranı• Özel sektörün toplam borçlanma senetlerine oranı (yerel)• Yeni şirket tahvil ihraçlarının

İstikrar	sayısı (küçük firmalar)	GSYH'ye oranı
	• Net faiz marjı	• Borsa ciro oranı
	• Borç verme-mevduat yayılımı	• Fiyat senkronizasyonu (birlikte hareket)
	• Faiz dışı gelirlerin toplam gelire oranı	• Özel bilgi ticareti
	• Genel maliyetler (Toplam varlıklar içerisindeki yüzde oranı)	• Fiyat etkisi
	• Karlılık oranları (varlıkların getirisi, özkaynakların getirisi)	• Likidite / işlem maliyetleri
	• Boone göstergesi	• Devlet tahvilleri için teklif verilen teklif yayılımı
	• Z-score	• Menkul kıymetler borsasında bononun devri (özel, halka açık)
	• Sermaye yeterliliği oranları	• Yerleşim etkinliği
	• Varlık kalite oranları	• Hisse senedi fiyat endeksinin oynaklığı (standart sapma / ortalama), devlet tahvil endeksi
	• Likidite oranları	• Endeksin eğriliği (hisse senedi fiyatı, devlet tahvili)
	• Diğerleri	• Kazanç manipülasyonundaki güvenlik açığı
		• Fiyat kazanç oranı
		• Süre, müddet
		• Kısa vadeli tahvillere oranı (yerel, uluslararası)
	• Başlıca tahvil getirileri ile korelasyon (Almanya, ABD)	

Kaynak: Dünya Bankası, Finansal Gelişme Raporu, Dünya Bankası'nın Küresel Finansal Gelişim Veri Tabanı <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development>

Güçlü ve istikrarlı bir ekonomik büyümeyi sürekli kılmak için finansal gelişme önemlidir. Finansal araçların daha geniş bir şekilde kullanılmasının yanında finansal araçlar ve risk yönetimi için yenilerinin yaratılması da önem arz etmektedir (Chami, Fullenkamp ve Sharma, 2010). Literatürdeki çalışmalar incelendiğinde, hem teorik hem de ampirik olarak finansal gelişmişlik düzeyinin artmasının büyüme için faydalı olduğu gözlemlenmiştir. Levine (2005) kapsamlı bir literatür taraması yaptığı çalışmada, finansal gelişme ile büyüme arasında doğrudan bir bağlantı olduğunu savunmuştur.

Finansal gelişmişliğin iki önemli rolü vardır. İlk olarak, tasarrufların piyasada daha fazla mobilize edilmesine ve en faydalı ve getirisi en yüksek projelere yönlendirilmesine olanak sağlar. İkinci olarak da, sermayenin doğru yatırım projelerine tahsis edilmesini sağlayarak ve kurumsal yönetişime teşvik etmektedir. Bu bağlamda, finansal gelişme, teknolojik yenilik ve verimliliği artırarak ekonomik büyümeyi de artırır (The Financial Development Report, 2012).

3.2. FİNANSAL GELİŞMİŞLİK DÜZEYİNİN FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Bir değişkenin ölçülebilmesi için öncelikle en iyi şekilde tanımlanması gerekir. Finansal gelişmenin değerlendirilebilmesi için ölçülebilmesi, ölçülebilmesi için de öncelikle tanımlanabilmesi gerekmektedir. Finansal gelişmenin ölçülmesinde yaşanan zorluklar, bu kavramın çok boyutlu bir kavram olmasından dolayıdır. Finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın bir şekilde kullanılması finansal gelişme olarak tanımlanmaktadır. Bir başka ifade ile finansal gelişme, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi olarak da tanımlanabilir. Ayrıca, finansal gelişme kavramı çok boyutlu olduğu için ölçülmesine ilişkin de çok boyutlu bir durum oluşmaktadır (Ağır, 2010: 89).

Karmaşık bir yapıya sahip olan finansal gelişme kavramını daha iyi anlayabilmek için sadece bankacılık sektörünün gelişimine odaklanmak değil, bununla birlikte daha farklı piyasa türleri olan tahvil, hisse senedi ve sigorta piyasaları da incelenmelidir. Buna ek olarak, piyasanın verimliliği, maliyet performansı ve finansal endüstrinin genişliği gibi finansal gelişmişliğin kalite yönleri de göz ardı edilmemelidir (Hasan ve diğ., 2009).

Finansal gelişme denildiği zaman, aklımıza ilk olarak finansal piyasaların gelişmesi gelmektedir. Finansal gelişme kavramının daha iyi anlaşılabilmesi için önce finans piyasalarının tanımlanması daha uygun olacaktır. Finansal piyasalar, tasarruf sahiplerinden fon fazlasının alınıp, fon ihtiyacı duyan kişi ve kurumlara aktarılmasını sağlayan ve bu fonlar aktarılırken de çeşitli aktörlerin işlem yaptığı piyasalar olarak tanımlanır. Bir başka tanımla, finansal piyasalar kaynakların tahsisini sağlayan aracı kurumlardan ve araçlardan meydana gelmektedir. Ayrıca finans piyasalarındaki araçların ve aktörlerin artmasıyla birlikte piyasa derinliğinin de artması olarak görülen finansal gelişme kavramı, finansal aktörlerin gerçekleştirdiği işlemlerin kalitesinin ve finansal araçların kalitesinin artması şeklinde de tanımlanabilir (Özcan, 2013:69-70).

Sermaye hareketlerini kısıtlayan engellerin kaldırılması finansal küreselleşme kavramı ile ifade edilirken, finansal gelişme kavramı işlem kalitesinin artması olarak ifade edilmiştir (Gehring, 2014:40-65). Ağır vd. (2009:31-53) yaptıkları çalışmada, sermaye hareketlerini kısıtlayan engellerin ortadan kalkması finansal gelişmeyi; portföy çeşitlendirmesi için olanak sağlanması, uluslararası standartların ulusal olarak

da kullanılmasına yardımcı olması, finansal sektör üzerinde oluşan baskıyı azaltarak faizlerin normal seviyelere inmesini sağlaması, yabancı bankaların yatırımlarını yurtiçine yönlendirmesiyle birlikte sektörün büyümesi ve çeşitliliğin artması, finansal sektördeki etkinsiz yapıların sektör dışına çıkmasına neden olması gibi 5 farklı yolla etkileyebileceğinden bahsetmişlerdir.

Finansal gelişme, hali hazırda verisi bulunmayan ve ölçülmesi zor bir değişkendir. Bu durumdan dolayı, finansal gelişmenin ölçülmesiyle alakalı alternatif ölçütler geliştirilmelidir. Finansal gelişmeyi ölçmek için geliştirilen iyi bir göstergeler demetinde; likidite yönetimi, parasal durum, kredi akışı ve finansal sektörün risk yönetim karakteristikleri gibi ayırt edici özelliklerini de içerisinde bulundurmalıdır. Buna ek olarak, finansal sistemin gelişmişlik düzeyini ölçmek için fiyat esnekliği ve fiyat belirleme yönlerini de içerisinde bulunduran bir finansal fiyatlama sistemini de içerisinde bulundurmalıdır (Kar ve Ağır, 2005: 55).

Literatürde finansal gelişmenin ölçülmesini inceleyen çalışmalarda, finansal gelişmenin göstergesi olarak farklı değişkenlerin kullanıldığı gözlemlenmektedir (Gupta, 1984; Odedokun, 1989; King ve Levine, 1993a; Levine, 1997; Gregorio ve Guidotti, 1995; Lynch, 1996; Arestis ve Demetriades, 1997; Gelbard ve Leite, 1999; Kar ve Pentacost, 2000). Bu durum göz önünde bulundurulduğunda finansal gelişme göstergeleri, finansal fiyatlar, değişim maliyetleri, yapısal ölçütler, miktar ölçütleri ve ürün çeşitliliği gibi farklı gruplarda araştırılabilir (Lynch, 1996:3-42).

Yatırımcı haklarının korunması finansal gelişmenin bir başka boyutudur. Finansal gelişme incelenirken bu unsurun gözardı edilmemesi gerekir. Çünkü, finansal işlem yapan taraflar arasında güven duygusu ne kadar yüksekse piyasada o kadar fazla işlem yapma isteği olacaktır. Bu bağlamda piyasada işlem yapan tarafların çıkarları ne kadar iyi korunursa tasarruf sahipleri o kadar çok işlem yapma isteğinde olacaklardır. Bu alanda iyileştirme ve gelişmeler yapılmadığı sürece tasarruf sahipleri finansal piyasalarda işlem yapmak istemeyecek ve finansal gelişmişlik düzeyinin artması oldukça zor olacaktır (Solan,2017:33-34).

Literatür incelendiğinde, finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla birlikte firma faaliyetleri daha yakından takip edilebileceği için ve piyasada firmalar hakkındaki bilgi düzeyi artacağı için bilgi asimetrisi gibi piyasa aksaklıklarının da azalacağı gözlemlenmektedir. Ayrıca, finansal gelişmişlik düzeyi yükseldikçe

firmalarda var olan bilgi asimetrisi probleminin azalarak dışsal fon kaynaklarına erişimin daha kolaylaşması beklenir. Bu şekilde firmaların yatırımları için gerekli olan içsel fon kaynaklarına olan gereksinimin azalması gerekir. Bu sebeplerden dolayı da, finansal gelişmişlik düzeyi yüksek olan ülkelerde firmalar dışsal fon kaynaklarına daha kolay bir şekilde ulaşabilecek ya da içsel fon kaynaklarına olan gereksiniminde azalma olacaktır (Levine, 1997: 688-726).

Love (2003) yaptığı çalışmada, 36 ülkeden bir çok firmanın 1988-1998 yılları arasındaki finansal verilerini kullanarak finansal gelişmişliğin artmasıyla firmaların yatırım kararı verirken dışsal fon kaynaklarına ulaşmada nasıl bir öneme sahip olduğunu Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) yöntemiyle tahmin etmiştir. Söz konusu çalışmada sermaye piyasalarının gelişimi ve finansal aracılığın gelişimi birleştirilerek bir endeks oluşturulmuş ve bu da finansal gelişmişliğin göstergesi olarak kabul edilmiştir. Sonuç olarak da finansal gelişmişliğin bilgi asimetrisi gibi piyasa aksaklıklarını azaltarak firmanın içsel fon kaynaklarına olan ihtiyaını azalttığına ulaşılmış ve bununla birlikte de finansal gelişmişliğin daha az olduğu ülkelerde de firmaların yatırımlar için daha fazla içsel finansman kaynaklarına ihtiyaç duydukları yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Love ve Zicchino (2006) yaptıkları çalışmada, finansal aracılığın gelişmesini ve sermaye piyasalarının değerini finansal gelişmişlik düzeyinin bir göstergesi olarak kabul etmiş ve örneklemedeki ülkeleri finansal gelişmişliği düşük ve finansal gelişmişliği yüksek olarak iki gruba ayırmıştır. Bunun sonucunda da finansal gelişmişlik düzeyinin düşük olduğu ülkelerde yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığının daha fazla olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Ayrıca, firmanın yatırım fırsatlarını ve satışlarını gösteren Tobin q oranının yatırımları etkilediği ve finansal gelişmişlik düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde daha fazla önem sahibi olduğu sonucuna da varılmıştır.

Finansal kısıtlılık ile ilgili yapılan çalışmalarda, ülkeler sadece finansal gelişmişlik düzeyine bakılarak değil, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri de incelendiği zaman anlamlı sonuçlara ulaşılabilmektedir. Bu durumun temel sebeplerinde biri de finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla birlikte ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin de artış göstermesidir. Bu durumu bir örnekle açıklayacak olursak; Islam ve Mozumdar (2007) yaptıkları çalışmada, 31 ülkenin 1987-1997 yıllarını kapsayan verilerini kullanarak, finansal gelişmişlik düzeyi yüksek olan ülkelerdeki firmaların yatırım

kararları üzerinde nakit akışlarının etkisinin finansal gelişmişlik düzeyi düşük olan firmalara kıyasla daha az olduğu yönünde bulgulara ulaşımlardır. Buna ek olarak çalışmada, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) ülkelerindeki firmalar OECD'ye üye olmayan ülkelerdeki firmalara kıyasla finansal kısıtlılık seviyesinin daha az olduğu sonucuna varılmıştır. Aynı durum gelişmiş ülke firmaları ile gelişmekte olan ülke firmaları için de geçerlidir. Özetle, tüm ülkeler ve tüm firmalar için, finansal gelişmişlik düzeyi arttıkça firmaların içsel fon kaynaklarına olan bağımlılığı azalmaktadır diyebiliriz.

Finansal gelişmişlik düzeyi yükseldikçe firmaların yatırım kararları alırken nakit akışlarına olan bağımlılığı azalmaktadır. Böylelikle de firmalar daha çok dışsal fon kaynağına erişimine bağılı kalacak ve piyasalarda oluşabilecek problemler direkt olarak firmayı etkileyecektir. Örneğin; Ogawa (2015) yaptığı çalışmada, 2002-2011 yılları arasındaki 12 Aysa ülkesinin finansal verilerini kullanarak yatırımların nakit akışlarına duyarlılığını ölçmüştür. :alışmadan elde edilen bulgulara göre, finansal gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar ile genç firmalar için duyarlılığın daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Buna ek olarak, bankacılık sisteminde meydana gelen bozulmalar ile yatırımların nakit akışlarına duyarlılığın arttığı da gözlemlenmiştir. Ayrıca bu durumla finansal aracılığın gelişmiş olduğu ülkelerde daha fazla karşılaşıldığı, finansal aracılık geliştikçe firmaların daha fazla banka kredisi kullanmaya yöneldiği ve bankacılık sisteminde bozulmaların meydana gelmesiyle de firmaların daha çok iç finansman kaynakları kullanmaya yöneldiği sonucuna da varılmıştır.

Semenov (2006) yaptığı çalışmada, 11 OECD ülkesinin 1993-2000 yılları arasındaki finansal verilerini kullanmış ve banka odaklı bir finansal sistemi olan ülkelerdeki firmaların diğer ülkelerdeki firmalara kıyasla finansal kısıtlılık derecesinin daha az olduğu sonucuna varmışlardır. Literatürdeki benzer çalışmalarda da yazarlar buna benzer bulgular elde etmişlerdir. Tseng (2012) çalışmasında Tayvan firmalarının 1989-2004 yılları arasındaki verilerini kullanarak Tayvan'da finansal aracılığın gelişmesiyle birlikte firmaların yatırım yaparken içsel fon kaynaklarına olan bağımlılığını azalttığı yönünde bulgulara ulaşmış ve sermaye piyasalarının gelişmesine bir katkısı olmadığı gözlemlenmiştir. Wale (2015) ise yaptığı çalışmada Fas, Tunus, Mısır, Nijerya, Kenya ve Güney Afrika'da 2005-2011 yılları arasında finansal aracılığın gelişmesini finansal gelişmenin bir göstergesi olarak kabul etmiştir.

Çalışmada finansal aracılığın gelişmesi finansal kısıtlılığı azaltırken, sermaye piyasalarının gelişmesinin ise finansal kısıtları azalttığı yönünde bir bulguya varılamamıştır. Bu durumun temel nedeni de örneklemedeki Afrika ülkelerinin sermaye piyasalarının henüz başlangıç aşamasında olması ve bu Afrika ülkelerinin finansal sistemlerinin oldukça zayıf olmasıdır.

Literatürdeki çalışmalarda finansal aracılık ve sermaye piyasalarının kısıtlar üzerindeki etkisinin yanı sıra farklı finans piyasalarına sahip ülkelerdeki yatırımların nakit akışlarına ne derece duyarlı olduklarını ölçerek piyasadaki rollerini de gözlemlemişlerdir. Bond, Elston, Mairesse ve Mulkay (1997) çalışmalarında, Birleşik Krallık, Fransa, Almanya ve Belçika firmalarının 1978-1989 yılları arasındaki verilerini kullanarak nakit akışlarının yatırımlar üzerinde nasıl bir etkisi olduğunu ölçmüştür. Örneklemedeki ülkeler arasından duyarlılığı en yüksek ülkenin Birleşik Krallık olduğu sonucuna varmıştır. Bu durumun temel nedenini de Birleşik Krallığın örneklemedeki diğer ülkelerden farklı olarak sermaye piyasası odaklı bir finansal sistemi olduğu için finansman kaynaklarına erişmekte görece daha düşük performansa sahip olmasının olabileceği düşünülmektedir.

Piyasadaki her firmanın piyasa aksaklıklarından etkilenme oranı aynı olmadığı için finansal gelişmişlik düzeyinin artması piyasadaki her firmayı aynı oranda etkilememektedir. Piyasa aksaklıklarının giderilmesiyle ve finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla bu problemten etkilenen firmalar daha az etkilenecek ve finansal gelişmenin avantajlarından daha çok faydalanabileceklerdir. Laeven (2003) çalışmasında, gelişmekte olan 13 ülkede 1988-1998 döneminde finansal liberalizasyonun finansal kısıtlar üzerinde nasıl bir etkisi olduğunu araştırmıştır. Çalışmada, finansal liberalizasyona ilişkin verilerden faydalanılarak her ülke için bir endeks oluşturulmuş ve finansal liberalizasyonun finansal kısıtları azalttığı yönünde bulgular elde edilmiştir. Ayrıca, piyasadaki küçük firmalar finansal liberalizasyondan önce daha büyük oranlarda finansal kısıtlara maruz kalırken, finansal liberalizasyon düzenlemelerinden sonra finansal kısıtların azaldığı, bir başka deyişle yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığının azaldığı neticesine varmıştır.

Becker ve Sivadasan (2010) çalışmalarında, 38 Avrupa ülkesinin 1995-2003 yılları arasındaki finansal verilerini kullanarak, finansal gelişmişlik düzeyi yüksek olan ülkelerde yatırımların nakit akışına duyarlılığının gelişmemiş ülkelere kıyasla daha düşük seviyede olduğunu ve işletme grubu bünyesinde yer almayan firmalarda

finansal gelişmişliğin finansal kısıtları azalttığı sonucuna varılmıştır. Bir işletme grubu içerisinde yer almayan, daha fazla iç finansman kaynaklarına bağımlı olan firmaların ise finansal gelişmişlikten daha fazla faydalandıkları gözlemlenmiştir.

Gochoco-Bautista, Sotocinal ve Wang (2014) 2005-2011 yılları arasında Tayland, Filipinler, Singapur ve Malezyada, finansal gelişmişliğin göstergesi olarak borsa değerinin GSYH'ye oranı, banka kredilerinin GSYH'ye oranı, finansal koşullar evdeksi ve finansal göstergeler aracılığıyla oluşturulan endeksleri esas almış olup örneklemedeki tüm firmalardan elde edilen sonuçlara göre finansal gelişmişlik düzeyi arttıkça firmaların yatırım kararlarında iç finansman kaynaklarına olan bağımlılığı da azalmaktadır.

Solan ve Yenice (2017) yaptıkları çalışmada, 2005-2015 yılları arasında BİST'te işlem gören imalat sanayi firmalarının yıllık verileri kullanılarak finansal gelişmelerin firmaların finansal kısıtlılığını nasıl azalttığını araştırmışlardır. Çalışmada, finansal kısıtlı olarak görülen, yabancı ortağı bulunmayan ya da büyük bir işletme grubu içerisinde bulunmayan firmalarda finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla birlikte finansal kısıtlılık oranının azaldığı yönünde bulgular elde etmişlerdir. Ayrıca, piyasadaki bilgi asimetrisi sorununun azaltılması için finansal aracılık hizmetleriyle birlikte yatırımcıların hakları korunarak kamunun aydınlatılmasının artırılmasının da önem arz bir konu olduğunun üzerinde durmuşlardır.

Yapılan çalışmalarda, piyasadaki firmalar büyük firmalar ve küçük firmalar olarak ayrıldığında küçük firmaların dışsal fon kaynaklarına ulaşmakta güçlük çektikleri gözlemlenmiş ve finansal gelişmişlik düzeyinin bu firmalarda çok daha etkin rol oynadığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

Finansal piyasalarda hukuk sistemi daha etkin bir rol almadıkça bu piyasalar gelişemez ve istenilen seviyelere gelemezler. Bankacılık sisteminin gelişmesi ya da sermaye piyasalarının etkin bir şekilde işleyebilmesi finansal piyasaların gelişimi için tek başına yeterli değildir. Piyasaların etkin bir şekilde işleyebilmesi için piyasada yapılan işlem miktarının ve yatırımcıların sayısının artması gerekir. Piyasadaki bilgi düzeyinin artması ve yatırımcı haklarının korunmasıyla birlikte de piyasada işlem yapan yatırımcıların sayısı artacaktır. Toparlayacak olursam, hukuki sistemdeki gelişmeler de finansal piyasaların bir parçası olarak kabul edilmelidir. Yatırımcıların

firmalara ödünç verdikleri fonlar firmada nasıl kullanılmış, bu fonlar kullanılırken yüksek riske mi girilmiş gibi bilgilere sahip olmadıkları sürece yasal yollara başvurmanın olanağı yoktur. Bu sebepten ötürü finansal raporlamanın kalitesi de yatırımcı haklarının korunması açısından önemlidir. Yatırımcı haklarının etkin olarak korunduğu bir piyasada dışsal fon kaynakları yerine firmaların içsel fon kaynakları kullanılabilir. Love (2003) çalışmasında, muhasebe standartlarının artması ile birlikte yatırımcı haklarının korunmasının finansal kısıtlılık seviyesini azalttığı yönünde sonuç elde etmiştir. Benzer olarak Islam ve Mozumdar (2007)'in çalışmalarından elde ettikleri sonuca göre, finansal raporlama kalitesinin artmasıyla birlikte firmaların yatırım yaparken daha az nakit akışlarına başvurmuşlardır. Ayrıca, Islam ve Mozumdar (2007)'in çalışmasında, kıta Avrupası hukuk sistemini kullanan ülkelere kıyasla anglo-sakson hukuk sistemini kullanan ülkelerdeki firmalarda yatırımlar nakit akışlarına daha az duyarlı olduğunu gözlemlemiştir. Bu sebepten ötürü de yatırımcı haklarının korunmasında kıta Avrupası hukuk sistemine kıyasla Anglosakson hukuk sisteminin daha etkin olduğu kabul edilmektedir (La Porta vd., 1997, La Porta vd., 1998).

Finans yazınında yapılan çalışmalarda finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla birlikte piyasa aksaklıklarından fazla etkilenen firmaların maliyet bakımından dışsal fon kaynakları ile içsel fon kaynakları arasındaki farkının azalarak, yatırım kararları üzerinde içsel fon kaynaklarının etkisinin azalacağı yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Finansal gelişmişlik düzeyinin etkisi her firma çeşidi için farklılık göstermektedir. Bu tez çalışmasında yabancı ülkelerde yapılan çalışmalarla birlikte ülkemiz için de aynı sonuçlara ulaşılan, bir işletme grubu içerisinde bulunmayan firmaların bilgi asimetrisinden daha çok etkilendikleri düşünülerek, finansal gelişmişlik düzeyinin etkisinin bu firmalar için daha çok olması öngörülmektedir. Finansal gelişmişlik düzeyinin farklı piyasalarda farklı düzeylerde gerçekleştiği dikkate alınır, yatırımcı haklarının korunmasında, finansal aracılıkta ve sermaye piyasalarında meydana gelen gelişmelerin firmalar üzerinde farklı şekillerde etkisi olacaktır. Bu bağlamda, finansal gelişmişliğin tek bir tanıma bağlı kalmaksızın bir çok şekilde tanımlanması ve çeşitli firma türlerine doğrudan nasıl bir etkisinin olduğunun incelenmesi analiz sonuçlarının anlamlılığı açısından gereklidir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME İLE FİRMALARIN FİNANSAL KISITLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KONUSU

Finansal sistemden beklenen en önemli yarar, fon talep edenler ile fon arz eden ekonomik birimleri bir araya getirerek fonların en verimli alanlara aktarılmasını sağlamaktır. Sistemin başarısı beraberinde, istikrarlı ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı getirir. İyi işleyen bir finansal sistemin var olması durumunda firmaların finansal kısıtlara daha az maruz kalması ve bunun sonucunda yatırımlarını ertelemekten yapabilmemesi beklenir. Çalışmanın önceki bölümlerinde teorik olarak tartışılan bu durum bu bölümde ampirik olarak incelenecektir.

Bu araştırmanın amacı finansal gelişmenin firmaların finansal kısıtlarını nasıl etkilediğini ampirik olarak ortaya koymaktır. Bu tez çalışmasında 2009-2019 yılları arasında verilerine ulaşılabilen 20 ülkede faaliyet gösteren toplam 1264 imalat sanayi firmasının verileri kullanılarak araştırma sorusuna cevap verilmeye çalışılacaktır.

Temel olarak tez çalışmasında finansal gelişme, derinlik, etkinlik ve erişim olmak üzere farklı açılardan ele alınarak, kümeleme analizi yardımıyla 20 ülke iki gruba ayrılmış daha sonra farklı finansal gelişme düzeyine sahip bu iki grup arasında yatırımların nakit akışlarına duyarlılığı bir başka ifade ile finansal kısıtların düzeyi tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.2. VERİ SETİ VE ARAŞTIRMA MODELİ

Bu çalışmada finansal gelişmenin yatırımların finansmanında etkili olup olmadığı, bir başka ifade ile ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyinin, finansal kısıtlar üzerindeki etkisi test edilecektir. Bu amaç doğrultusunda yirmi farklı ülkenin menkul kıymet borsalarında işlem gören 1264 sanayi işletmesinin 2009-2019 yılları arasındaki verilerinden faydalanılmıştır. Firma verileri Datastream veri tabanından alınmıştır. Analiz iki aşamalı olarak gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada ülkeler finansal gelişmişlik seviyelerine göre kümeleme analizi kullanılarak iki gruba ayrılmış daha sonra her bir grup için şirket yatırımlarının nakit akışlarına duyarlılığı test edilmiştir. Ülkelerin sınıflandırılmasında kümeleme analizi nakit akışlarının duyarlılığının tespitinde dinamik panel tahmin yöntemlerinden biri olan ve son yıllarda iktisat ve

finans yazınında sıklıkla kullanılan Genelleştirilmiş Momentler Metodunun sistem versiyonu kullanılmıştır.

Finansal gelişme, finansal sistemin hacminde, yapısında finansal aracılık hizmetlerinde nicelik, nitelik ve etkinlik açısından yaşanan olumlu değişimlerdir. Tez çalışmasında finansal gelişmenin tespitinde Čihák ve diğerlerinin (2012) finansal gelişme matrisi temel alınarak oluşturulan finansal gelişme endeksleri kullanılmıştır. Söz konusu endekslerde finansal gelişme göstergeleri derinlik, etkinlik ve erişim alt başlıklarını içermektedir. Bu alt başlıklar hem finansal kurumlar hem de finansal piyasalar için mevcuttur:

Finansal Gelişme Endeksi

- Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi
 - Finansal Kurumlar Derinlik Endeksi
 - Finansal Kurumlar Erişim Endeksi
 - Finansal Kurumlar Etkinlik Endeksi
- Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi
 - Finansal Piyasalar Derinlik Endeksi
 - Finansal Piyasalar Erişim Endeksi
 - Finansal Piyasalar Etkinlik Endeksi

Söz konusu endekslerin oluşturulmasında, özel sektöre verilen krediler, sermaye piyasası kapitalizasyonu gibi büyüklük göstergeleri derinlik endeksinde; firmaların ve hane halkının finansal piyasalara ve hizmetlere erişimi, erişim endeksinde; finansal kurumların ve finansal piyasaların ne derece verimli çalıştığı etkinlik endeksinde farklı ölçütler kullanılarak izlenmektedir.

Analiz kapsamında Dünya Bankasından elde edilen 20 ülkenin 2009-2019 yılları arası Finansal Kurumlar Derinlik Endeksi, Finansal Kurumlar Erişim Endeksi, Finansal Kurumlar Etkinlik Endeksi, Finansal Piyasalar Derinlik Endeksi, Finansal Piyasalar Erişim Endeksi ve Finansal Piyasalar Etkinlik Endeksleri için kümeleme analizi yapılmış ve bu ülkeler finansal gelişmişlik seviyelerine göre iki gruba ayrılmıştır.

Çok değişkenli analiz tekniklerinden biri olan kümeleme analizi, bir araştırmada incelenen nesne ya da birimlerin temel özelliklerini ve benzerliklerini dikkate alarak gruplandırma yapar. Bir başka ifade ile gruplanmamış verileri

benzerliklerine göre gruplandırarak araştırmacıya bu gruplar ile ilgili genel tanımlar ve özet bilgi sağlayan bir analiz yöntemidir (Kaufman ve Rousseuw, 1990).

Kümeleme analizi yönteminde değişkenlerin karşılaştırılabilir ölçeklerde olması önemlidir. (Öz, Taban ve Kar, 2009: 12). Gruplandırılmamış verileri benzerliklerine göre ayırarak araştırma yapan kişiye özet bilgi vermek kümeleme analizinin temel amacıdır. Kümeleme analizinin kullanıcının ve kullanım alanına göre amaçları aşağıda belirtildiği gibidir (Ball, 1971):

- Doğru türlerin belirlenmesi
- Model oluşturmak
- Gruplara dayalı tahmin
- Hipotez testi
- Veri araştırma (inceleme)
- Hipotez oluşturma
- Veri indirgeme

Bu araştırmada kümeleme analizi yardımıyla örneklem finansal gelişmişlik açısından iki homojen gruba ayrılmış bu sayede farklı finansal gelişme düzeyleri ile finansal kısıtlar arasındaki ilişkinin tespitine olanak sağlanmıştır.

Araştırmanın ikinci aşamasında 2009-2019 yılları arası 10 yıllık firma verileri kullanılarak nakit akışlarının yatırımlara duyarlılığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Hem zaman hem de yatay kesit verilerin yer aldığı örnekleme kullanılan firma değişkenleri Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Panel veri formatındaki değişkenlerin analizinde Stata programı kullanılarak Sistem GMM yaklaşımı kullanılmıştır

Dinamik yapıdaki modellerin tahmin edilmesinde yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biri olan Genelleştirilmiş Momentler Metodunun (Generalized Methods of Moments-GMM) sistem versiyonu, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bağımsız değişken olarak yer aldığı modeller olarak bilinmekte ve genellikle aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Hsiao, 2003: 69):

$$y_{it} = \gamma y_{i,t-1} + \beta_i x_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

$$i=1, \dots, N \quad \text{ve} \quad t=1, \dots, T$$

Burada x_{it} , Kx1 boyutundaki bağımsız değişken vektörünü; β_i , Kx1 boyutundaki katsayılar matrisini; $y_{i,t-1}$, bağımlı değişken y_{it} 'nin gecikmeli değerini; η_i , gözlenemeyen bireysel etkileri; λ_t , gözlenemeyen zamana özgü etkileri; ε_{it} ise yatay kesitler arası ve zamana göre değişen gözlenemeyen değişkenlerin etkisini yani hata terimini ifade etmektedir.

Dinamik modellerde hata teriminin bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ile ilişkili olması durumu, EKK tahmincilerinin tutarsız sonuçlar vermesine sebep olmaktadır (Baltagi, 2005: 135). Bunun gibi problemleri gidermek için de dinamik panel tahmin yöntemlerinden GMM yöntemi önerilmiştir. Uygulama kolaylığı açısından dinamik modellerin tahmininde bu yöntem yaygın olarak kullanılmaktadır. GMM yöntemine dayanan tahminciler arasında Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen fark GMM yaklaşımı yaygın olarak kullanılmaktadır. Fark GMM yaklaşımında, model değişkenlerin birinci farkları alınarak ele alınmakta ve araç değişken olarak da bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerleri kullanılmaktadır (Soto, 2009: 2).

Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM yaklaşımı ise yine GMM yöntemine dayanan bir başka dinamik model tahmincisidir. Sistem GMM yaklaşımı, fark denklemleri ile düzey denklemlerinin birleşimine dayanmaktadır. Blundell ve Bond (1998) ve Blundell vd., (2000) yaptıkları çalışmada, fark GMM yönteminin zayıf bir tahmin gücü olduğunu ve sistem GMM yönteminin sonlu örneklem durumunda dahi daha yüksek ve daha kesin tahmin gücüne sahip olduğu sonucuna varmıştır. Bunun gibi nedenlerden ötürü bu çalışmada, diğer GMM tahmin edicilere göre daha iyi bir tahminci yöntemi olduğu düşünülen sistem GMM yaklaşımı kullanılmıştır.

Önceki bölümlerde de açıklandığı üzere literatürde yatırımların nakit akışlarına duyarlılığını test etmek amacıyla en çok kullanılan modellerden biri Q Yatırım Modelidir. Q yatırım modeline göre yatırımlar, finansal kısıtların ve vekâlet problemlerinin olmadığı durumda, temel olarak gelecek kar fırsatları ile ilgili beklentilerin ölçütü olan ve varlıkların piyasa değerini, yerine koyma maliyetine bölerek hesaplanan Q oranı tarafından belirlenir (Gallego ve Loayza, 2000).

Bu model firmaların gelecek kar beklentilerinin, firmaların piyasa değerleri ile ölçülebileceği varsayımına dayanmaktadır (Bond vd. 2004:6). Bu varsayım altında

piyasa değeri, beklenen gelecek karlar ile ilgili tüm bilgileri kapsar. Hayashi (1982) mükemmel rekabetçi piyasaların ve ölçeğe göre sabit getirinin olduğu durumlarda, modele eklenen Q oranı dışındaki herhangi bir değişkenin ilave bir bilgi sağlamayacağını ileri sürmüştür. Bu koşulların yerine getirilmediği durumlarda ise Tobin Q oranı gelecek kar beklentileri ile ilgili tüm bilgileri yansıtmayacağından, kayıp bilgiler satış ya da nakit akışı gibi içsel fonları temsil eden ilave açıklayıcı değişkenler kullanılarak elde edilebilir (Bond vd. 2004:6).

Literatürde Q modeline içsel fon değişkeni olarak en çok nakit akışı değişkeni eklenmiştir. Ve bu sayede sermaye piyasalarının etkinliği, firmaların finansal kısım sahibi olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. İçsel fonları da dikkate alacak şekilde revize edilen Q modeli aşağıdaki gibidir:

$$\left(\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) = \alpha + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Modelde kullanılan değişkenler ve tanımları şu şekildedir:

I = Nakit Akım Tablosundan elde edilen Sermaye harcamaları

K = Sermaye stokunu gösteren Toplam Aktif tutarı

Q = (Toplam Borç + Özsermayenin Piyasa Değeri)/ Toplam Aktifler şeklinde hesaplanan Tobin Q oranı

CF = Nakit akım tablosundan elde edilen işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışları

Modele ilave edilen nakit akışı değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olması firmaların mükemmel olmayan sermaye piyasaları nedeniyle finansal kısıtlarla yüz yüze kaldığını göstermektedir (Gallego ve Loayza, 2000; Fazzari vd., 1988).

Tez çalışmasında Sistem GMM yaklaşımı kullanılarak yukarıda yer alan model her iki örneklem için ayrı ayrı test edilmiştir.

4.3. BULGULAR

Çalışmanın ilk aşamasında Dünya Bankasından elde edilen 20 ülkenin 2009-2019 yılları arası finansal gelişmişlik endeksleri kullanılarak kümeleme analizi yapılmıştır. Kümeleme analizi sonucunda örneklemde yer alan ülkeler aşağıdaki şekilde iki gruba ayrılmıştır.

Tablo 2. Analizde Yer Alan Ülkeler ve Grupları

1. Grup	2. Grup
1. Avusturya	1. Arjantin
2. Belçika	2. Mısır
3. Şili	3. Macaristan
4. Danimarka	4. Endonezya
5. Yunanistan	5. Meksika
6. İsrail	6. Filipinler
7. Malezya	7. Polonya
8. Norveç	8. Romanya
9. Singapur	9. Türkiye
10. Güney Afrika	
11. Yeni Zelanda	

Daha önce belirtildiği üzere Dünya Bankasından elde edilen altı finansal gelişmişlik endeksi (Finansal Kurumlar Derinlik Endeksi, Finansal Kurumlar Erişim Endeksi, Finansal Kurumlar Etkinlik Endeksi, Finansal Piyasalar Derinlik Endeksi, Finansal Piyasalar Erişim Endeksi ve Finansal Piyasalar Etkinlik Endeksi) için kümeleme analizi yapılmış ve 20 ülke iki gruba ayrılmıştır. Tablo 2’de görüleceği üzere ilk grupta yer alan 11 ülkenin üst geliştirmekte olan ülke grubunda yer aldığı, ikinci grupta yer alan 9 ülkenin alt geliştirmekte olan ülke grubunda yer aldığı söylenebilir. Tablo 3’de kümeleme analizi sonucunda oluşturulan iki grup arasındaki finansal gelişme farkları ANOVA yapılarak açıklanmıştır. Tüm alt endeksleri kapsayan Finansal Gelişme Endeksi ile alt Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi ve Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi için yapılan ANOVA sonuçlarına göre iki grup arasında bu 3 endeks göz önünde bulundurulduğunda anlamlı bir fark vardır.

Tablo 3. Gruplar Arasındaki ANOVA Sonuçları

	Grup 1 Ort.	Grup 2 Ort.	Fark/(p Değeri)
Finansal Gelişme Endeksi	0,6277	0,3911	0,2365/(0,000)
Finansal Kurumlar Gelişme Endeksi	0,7013	0,4353	0,2659/(0,000)
Finansal Piyasalar Gelişme Endeksi	0,5302	0,3308	0,1993/(0,000)

ANOVA sonuçlarına göre birinci grupta yer alan 11 ülkenin ortalama Finansal Gelişme Endeksi 0,6277, ikinci grupta yer alan 9 ülkenin ortalama Finansal Gelişme Endeksi 0,3911 olarak gerçekleşmiştir. İki grup arasında 0,2365’lik fark istatistiki olarak anlamlıdır. Benzer şekilde diğer alt endekslerde de birinci grup lehine anlamlı farklar rahatlıkla görülebilir. ANOVA sonuçları finansal gelişmişlik açısından

kümeleme analizi ile oluşturulan iki grubun birbirinden farklı olduğunu göstermekte ve kümeleme analizi sonuçlarını doğrulamaktadır.

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	St. Sapma	Min.	Max.
I	0,0475	0,0662	-0,0483	0,9391
Q	1,1221	0,5334	-0,0078	2,9979
CF	0,0441	0,1610	-2,9657	12,7789

Tablo 4’te ise finansal kısıtların tespit edilmesinde kullanılan modelde yer alan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Buna göre sermaye harcamalarının bir önceki dönem toplam aktiflerine bölünmesi ile bulunan yatırım harcamaları (I) değişkeninin örnekleme yer alan tüm gözlemler için ortalaması 0,0475 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan toplam borç ve piyasa değeri toplamının toplam aktiflere bölünmesi ile elde edilen Tobin Q oranı ortalama 1,1221’dir. Nakit akışlarının bir önceki dönemin toplam aktiflerine bölünmesi ile elde edilen, nakit akışları değişkeni (CF) ise ortalama 0,0441’dir.

Tablo 5. Korelasyon Matrisi

	I	Q	CF
I	1,00		
Q	0,12	1,00	
CF	0,13	0,06	1,00

Tablo 5’te değişkenler arasındaki korelasyona yer verilmiştir. Buna göre değişkenler arasında anlamlı ve kayda değer bir korelasyon bulunmadığı tablodan görülebilir. Bir sonraki tabloda yatırımların nakit akışlarına duyarlılığını tespit etmek için oluşturulan modele ait sonuçlar yer almaktadır. Stata programı ile iki aşamalı Sistem GMM yaklaşımı kullanılarak elde edilen tahmin sonuçları Roodman (2006) tarafından oluşturulan xtabond2 programı kullanılarak elde edilmiştir.

Tablo 6. İki Aşamalı Sistem GMM Sonuçları (Bağımlı Değişken I)

Değişkenler	Grup 1	Grup 2
Q	-0,0004(-0,86)	-0,00005 (-0,27)
CF	0,169*** (2,68)	0,3954*** (8,19)
Yıl Değişkeni	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	9930	5376
Wald Ki Kare (13)	322,56***	20266***
Grup/Araç Değişkeni	1182/20	643/20
AR(1)	0,182	0,169
AR(2)	0,063	0,162
Hansen Test İstatistiği	0,131	0,593

Not:***,**,* sırasıyla %1, %5, %10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Parantez içerisindeki değerler Z değerlerini göstermektedir. AR(1), AR(2) ve Hansen için p değerleri verilmiştir.

Analiz kapsamında araştırma modeli iki grup için ayrı ayrı test edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre hem daha yüksek finansal gelişme düzeyine sahip 1. Grup hem de 2. Grup için Q değişkeni şirketlerin yatırımlarını açıklamamaktadır. Bir başka ifade ile örnekleminizde yer alan 20 ülkenin hisse senedi piyasalarının gelecek yatırım bilgilerini yansıtacak şekilde etkin olmadığını söylemek mümkündür. Diğer taraftan, nakit akışlarının yatırımları açıklamada hem birinci grup için hem de ikinci grup için anlamlı olduğu söyleyebiliriz. Tablo 6'dan görüleceği üzere finansal gelişmişlik düzeyi daha yüksek olan 1. Grupta yer alan ülkeler için nakit akışlarının katsayısı 0,169 olarak, diğer taraftan daha az finansal gelişmişlik düzeyine sahip 2. Grupta yer alan ülkeler için ise bu katsayı 0,3954 olarak tahmin edilmiştir. Her iki grup için bu katsayı %1 düzeyinde anlamlıdır. Analiz kapsamında her iki grubun tahmin edilmesinde yıl kukla değişkeni kullanılmış ancak sonuçlar tabloya eklenmemiştir. Diğer taraftan AR(1) ve AR(2) sonuçları modellerde otokorelasyon sorunu olmadığını Hansen test istatistikleri ise her iki grup için yapılan tahminlerde kullanılan yaklaşık 20 araç değişkenin geçerliliğinin reddedilemeyeceğini göstermektedir.

Analiz sonuçları beklendiği üzere finansal gelişmişlik düzeyi çok yüksek olmayan Gayri Safi Yurt İçi Hasılları göz önünde bulundurulduğunda gelişmekte olan ülke olarak değerlendirilecek örneklem kapsamındaki ülkelerde faaliyet gösteren firmaların finansal kısıtlara sahip olduğunu göstermektedir. Sonuçlar bu ülkelerdeki firma yatırımlarının nakit akışlarına duyarlı olduğunu işaret etmektedir. Örneklemini finansal gelişmişlik düzeyine göre iki gruba ayırdığımızda daha az finansal gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerde bu katsayının arttığı daha yüksek finansal gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerde ise nakit akışlarına duyarlılığın daha az olduğu görülmektedir.

SONUÇLAR

Finansal piyasaların firmaların kaynaklara erişiminde son derece önemli bir rolü vardır. Finansal açıdan gelişmiş hem bilgi hem de maliyet açısından etkin bir piyasada firmalar, dış kaynaklara sorunsuz yönelerek yatırım kararlarını geciktirmeden ve istediği zamanda yerine getirebilirler. Aksi takdirde kaynakların yetersiz ve erişilmesi zor olduğu durumlarda firmalar yapmak istedikleri yatırımların finansmanını kendi iç kaynaklarıyla gerçekleştirmeye çalışacak, bu kaynakların yetmediği durumlarda yeterli sermaye birikimi sağlamak için yatırımlarını ertelemek zorunda kalacaklardır. Bazı durumlarda ise içsel fonları hiçbir zaman arzu edilen seviyeye ulaşmayacağından yatırımdan tamamen vazgeçmek durumunda da kalabileceklerdir. Bu durumdan kaynaklanan sorunlar doğal olarak firmaların yatırımlarını ve büyümesini olumsuz etkiler.

Finansal gelişmenin firmaların finansal kısıtları üzerinde önemli bir etkisi olup olmadığına karar verebilirsek, bu kısıtların etkisini hafifletmek için ne gibi önlemler alınması gerektiğine de karar verebiliriz. Bu sayede firmaların yatırım yapmalarını kolaylaştırmış ve belli oranda ekonomiye katkı sağlamış oluruz. Bu nedenle politika yapıcıların en önemli görevlerinden biri finansal kısıtların yatırım kararları üzerindeki etkisini azaltmak için alınması gereken önlemlerin ne olduğunu bulmak olmalıdır.

Bu çalışmada finansal gelişmenin yatırımların finansmanı üzerinde etkili olup olmadığı, bir başka ifade ile ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyinin, firmaların karşı karşıya kaldığı finansal kısıtlar üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu amaç doğrultusunda 20 farklı ülkenin menkul kıymet borsalarında işlem gören 1264 sanayi işletmesinin 2009-2019 yılları arasındaki verilerinden faydalanılmıştır. Firma verileri Datastream veri tabanından alınmıştır.

Analiz iki aşamalı olarak gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada ülkeler finansal gelişmişlik seviyelerine göre kümeleme analizi yapılarak iki gruba ayrılmış daha sonra her bir grup için şirket yatırımlarının nakit akışlarına duyarlılığı test edilmiştir. Ülkelerin sınıflandırılmasında kümeleme analizi nakit akışlarını duyarlılığının tespitinde Genelleştirilmiş Momentler Metodunun sistem versiyonu kullanılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre finansal açıdan daha gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren firma nakit akışlarının yatırımlara duyarlılığı anlamlı ve daha az, diğer taraftan finansal açıdan daha az gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren firma nakit

akışlarının yatırımlara duyarlılığı anlamlı ve daha fazla bulunmuştur. Bir başka ifade ile analiz sonuçları finansal gelişmişlik düzeyi arttıkça finansal kısıtların azaldığını işaret etmektedir.

Finansal gelişmişlik düzeyi çok yüksek olmayan, Gayri Safi Yurt İçi Hasılları göz önünde bulundurulduğunda gelişmekte olan ülke olarak değerlendirilecek örneklem kapsamındaki ülkelerde faaliyet gösteren firmaların finansal kısıtlara sahip olduğunu göstermektedir. Örnekleme finansal gelişmişlik düzeyine göre iki gruba ayırdığımızda daha az finansal gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerde bu katsayının arttığı daha yüksek finansal gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerde ise nakit akışlarına duyarlılığın daha az olduğu görmekteyiz. Ayrıca bu piyasalarda Tobin Q oranının yatırımları açıklamada söz konusu dönemde etkisi olmadığı analizi kapsamında ortaya konulmuştur.

Çalışma kapsamında verilerine ulaşılabilen 20 ülke için yapılan analizler daha önce bu konuda yapılan çalışmaları Love (2003), Love ve Zicchino (2006), Islam ve Mozumdar (2007) Becker ve Sivadasan (2010) doğrulamaktadır. Finansal gelişmişlik düzeyinin artmasıyla birlikte firma faaliyetleri daha yakından takip edilebileceği için ve piyasada firmalar hakkındaki bilgi düzeyi artacağı için bilgi asimetrisi gibi piyasa aksaklıklarının da azalacağı düşünülmektedir. Ayrıca, finansal gelişmişlik düzeyi yükseldikçe firmalarda var olan bilgi asimetrisi probleminin azalarak dışsal fon kaynaklarına erişimin daha kolaylaşması beklenir. Bu şekilde firmaların yatırımları için gerekli olan içsel fon kaynaklarına olan gereksinimin azalması gerekir. Bu sebeplerden dolayı da, finansal gelişmişlik düzeyi yükselirse firmalar dışsal fon kaynaklarına daha kolay bir şekilde ulaşabilecek ya da içsel fon kaynaklarına olan gereksiniminde azalma olacaktır.

KAYNAKÇA

- Ağca, Ş. and Mozumdar, A. (2008), “The Impact of Capital Market Imperfections on the Investment-Cash Flow Sensitivity”, *Journal of Banking and Finance*, 32 (2), 207-216.
- Ağır, H. (2010), *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*, BDDK Kitapları, No:8, Ankara
- Ağır, H., Peker, O. ve Kar, M. (2009), “Finansal Gelişmenin Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme: Literatür Taraması”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 3 (2), 31-53.
- Ağırman, E. (2019). *Finansal Gelişme ve İnovasyon (1)*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Akarkarasu, N. (2000), “Halka Açık Şirketlerde İç Denetim ve Denetim Kurullarının Etkinleştirilmesi İçin Öneriler”, *Yeterlik Etüdü*, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, İstanbul.
- Akerlof G. (1995) The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: Estrin S., Marin A. (eds) Essential Readings in Economics. Palgrave, London. https://doi.org/10.1007/978-1-349-24002-9_9 (12.03.2020)
- Akerlof, G. (1970), “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.
- Akgüç, Ö. (1998), *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul
- Aktaş, R. (1993), *Endüstri İşletmeleri İçin Mali Başarısızlık Tahmini (Çok Boyutlu Model Uygulaması)*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara
- Alchian, A. A. and Demsetz, H. (1972), “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *The American Economic Review*, 62 (5), 777-795.
- Almeida, H. and Campello, M. (2007), “Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment”, *Review of Financial Studies*, 20 (5), 1429-1460.
- Almeida, H., Campello, M. ve Wiesbach, M. (2004). “The Cash Flow Sensitivity of Cash”, *Journal of finance*, 59(4), 1777-1804.

- Altın, H. ve Süslü, C. (2018). “Finansman Kaynakları ile Firma Büyümesi Arasındaki İlişki: BİST Turizm Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10(2), 1-8.
- Altman, E. I. (1968), “Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction Of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance*, 23 (4), 589-609.
- Altman, E. I. ve Hotchkiss, E. (2006), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest In Distressed Debt*, 3rd Edition, John Wiley&Sons, New Jersey
- Ameer, R. (2014), “Financial Constraints and Corporate Investment in Asian Countries”, *Journal of Asian Economics*, 33, 44-55.
- Andrén, N. and Jankensgård, H. (2015), “Wall of Cash: The Investment-Cash Flow Sensitivity When Capital Becomes Abundant”, *Journal of Banking and Finance*, 50, 204-213.
- Arellano, M. and Bover, O. (1995). Another Look At The Instrumental Variable Estimation of Error- Components Models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Arellano, M., Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297. ss.
- Arestis, P. ve Demetriades, P. (1997), “Financial Development and Economic Growth: Assessing The Evidence”, *Economic Journal*, 107 (442), 783-799.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2014), *Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara
- Aydın, N., Başar, M., ve Coşkun, M. (2011). *Finansal Yönetim, Üçüncü Baskı*, Detay Yayıncılık, Ankara
- Aydın, N., Şen, M., ve Berk, N. (2012). *Finansal Yönetim-I, Birinci Baskı*, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir
- Baker, Kent H. ve Powell, Gary E. (1999), “How Corporate Managers View Dividend Policy”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 38, 17-35.

- Baldemir, E. ve Süslü, B. (2008), “Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23 (2), 259-268.
- Ball, G. H. (1970), *Classification analysis*, Stanford Research Institute, Menlo Park, CA.
- Ball, G. H. (1970), *Classification analysis*, Stanford Research Institute, Menlo Park, CA.
- Baltagi, Badi. H., (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley & Sons Ltd., West Sussex, England
- Bao, D., Chan, K. C., Zhang, V. (2012), “Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings”, *Journal of Corporate Finance*, 18 (4), 690–700
- Bartik, T. J. (1990), “The Market Failure Approach to Regional Economic Development Policy”, *Economic Development Quarterly*, 4 (4), 361- 370
- Bassetto, C. F. and Kalatzis, A. E. G. (2011), “Financial Distress, Financial Constraint and Investment Decision: Evidence from Brazil”, *Economic Modelling*, 28 (1), 264-271.
- Baş, M. (2010), “İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Öngörülmesinde Gri İlişkisel Analiz Tekniği: Tekstil ve Deri Sektöründe Bir Uygulama”, *Doktora Tezi*. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya
- Bebczuk, R. N. (2003), *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*, Cambridge University Press, USA
- Bebczuk, R. N. (2003), *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*, Cambridge University Press, USA
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A.; Maksimovic, V. (2008) Financing patterns around the world: Aresmall firms different?, *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467-487.
- Becker, B. and Sivadasan, J. (2010), “The effect of financial development on the investment-cash flow relationship: cross-country evidence from Europe”. *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 10 (1), 1935- 1682.

- Berk, N. (1995), *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul
- Bernanke, B. and M. Gertler (1989), “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations”, *The American Economic Review*, 79 (1), 14-31.
- Blandina, O. and A. Fortunato (2006), “Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis”, *Small Business Economics*, 27, 139-156.
- Blundell, R. and Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Blundell, R., Bond, S., Windmeijer, F. (2000). Estimation in dynamic panel data models: improving on the performance of the standard GMM estimator. B. BALTAGI (ed), *Nonstationary panels, panel cointegration, and dynamic panels*, advances in econometrics 15, JAI Press, Amsterdam: Elsevier Science,
- Bolak, M. (2010). *İşletme Finansı*, Birsen Yayınevi, İstanbul
- Bond, S. and J. V. Reenen (2003), “*Microeconomic Models of Investment and Employment*”, <http://www.ifs.org.uk/docs/bondvanr2003.pdf>, 11.10.2020.
- Bond, S. R. Söderbom, M. and Wu G. (2007), *Investment and Financial Constraints: Empirical Evidence for Firms in Brazil and China. Mimeo*, Department of Economics, University of Oxford.
- Bond, S. R., Klemm, A., Newton-Smith, R., Syed, M., & Vlieghe, G. W. (2004), The roles of expected profitability, Tobin's Q and cash flow in econometric models of company investment.
- Bond, S., Elston, J., Mairesse, J. and Mulkay, B. (1997). *Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and The UK: A Comparison Using Company Panel Data*. National Bureau of Economic Research.
- Brealey, Marcus, Myers, (2007), “İşletme Finansının Temelleri” ,(Çev. Doğukanlı , H. Bozkurt, Ü. Arıkan, T.” 5. Baskı, Literatür Yayıncılık; İstanbul.
- Brealey, R.A., Myers S.C. ve Marcus A.J. (1997), *İşletme Finansının Temelleri*, Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı, İstanbul
- Brigham, E. F. ve Ehrhardt, M. C. (2010), *Financial Management Theory and Practice*, 13th Edition, South Western Cengage Learning, USA

- Can, Y. (2007), “Türk İmalat Sanayi’nin Finansmanında Banka Kredilerinin Rolü: Modigliani-Miller Teoremi”. *Yüksek Lisans Tezi*, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla
- Canbaş, S., Doğukanlı, H., Düzakın, H., İskenderoğlu, Ö. (2005). Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB’ de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Deneme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (28), 24-36. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/mufad/issue/35597/395343>
- Canbaş, S. (1976), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bulvar Matbaası, Adana
- Canbaş, S. ve Vural, G. (2010). *Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler*, Karahan Kitabevi, Adana
- Carpenter, R. E. and B. C. Petersen (2001), “Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?”, *Review of Economics & Statistics* 84 (2), 298-309.
- Carpenter, R. E. and Guariglia, A. (2008). “Cash Flow, Investment, and Investment Opportunities: New Tests Using UK Panel Data”. *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), 1894-1906.
- Carreira, C. and F. Silva (2010), “No Deep Pockets: Some Stylized Empirical Results on Firms’ Financial Constraints”, *Journal of Economic Surveys*, 24, (4), 732.
- Carreira, C., ve Silva, F. (2010). “No Deep Pockets: Some Stylized Empirical Results on Firms' Financial Constraints”. *Journal of economics surveys*, 24 (4), 731-753. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2009.00619.x>
- Casey, C. and Bartczak, N. (1985), “Using Operating Cash Flow Data To Predict Financial Distress: Some Extensions”, *Journal of Accounting Research*, 23 (1), 384-401.
- Ceylan, A. (2001), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa
- Choi, Y. M., Ju, H. K. ve Park, Y. K. (2011), “Do dividend changes predict the future profitability of firms?”, *Accounting and Finance* ,51, 869–891.

- Čihák M, Demirgüç-Kunt A, Feyen E, Levine R. (2012) *Benchmarking Financial Systems Around the World*, World Bank Policy Research Working Paper, No:6175.
- Clark, T. A. ve Weinstein, M. I. (1983), “The Behavior Of The Common Stock Of Bankrupt Firms”, *Journal of Finance*, 38(2), 489-504.
- Colombo, E. and L. Stanca (2006), *Financial Market Imperfections and Corporate Decisions: Lessons From the Transition Process in Hungary*, Physica-Verlag Heidelberg, Germany
- Coşkun, E. (2009). Direkt İflas Maliyetleri ve Bu Maliyetleri Etkileyen Faktörler Üzerine Literatür İncelemesi, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, 1(2), ss:97- 118.
- Çelik, İ. (2007), “Basel II Bağlamında Kobi’lerin Finansman Sorunları: Tekstil Sektöründe Bir Uygulama”, *Yüksek Lisans Tezi*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Çetenak, E. H. ve Vural, G. (2015). “Business Group Affiliation and Financial Constraints: Investment-Cash Flow Sensitivity of Turkish Business Groups”. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 2(3), 313-330.
- Çıkrıkçı, M. (2005), *Finansal Kurumlar ve Piyasalar*, Akademi Kitapevi, Trabzon
- Dar-Hsin, C., Hsiang-Hsi, L. ve H. Cheng-Ting (2009), “The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China”, *The Chinese Economy*, 42(1), 62- 85.
- Demir, F. (2009). “Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited”. *World Development*, 37(5), 953-964.
- Desai, M., Foley, C. F. and K. J. Forbes (2004), “Financial Constraints and Growth: Multinational and Local Firm Responses to Currency Crises,” *NBER Working Papers*, (10545), Cambridge, MA., 2004, p.8.
- Devereux, M., and Schiantarelli, F. (1990). “Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from UK Panel Data”. R. Glenn Hubbard (Eds.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. University of Chicago Press

- Doron, N. ve Z. Amir (2001), “Dividend Changes and Future Profitability”, *Journal of Finance*, 56 (6), 2111–2133.
- Dünya Bankası, “Finansal Gelişme Raporu, Dünya Bankası’nın Küresel Finansal Gelişim Veri Tabanı” <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development> (02.11.2020)
- Egimbaeva, B. (2013). “Corporate investment and cash flow sensitivity: Evidence from Turkey”. *Yüksek Lisans Tezi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir
- Elam, R. (1975), “The Effect Of Lease Data On The Predictive Ability Of Financial Ratios”, *The Accounting Review*, 50 (1), 25-43.
- Emery, G. W. (1984). A pure financial explanation for trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 271–285.
- Erdem, E. (2008), *Para Banka ve Finansal Sistem*, 2. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara
- Erdoğan, Meltem, “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri,” *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (20), 2008, p.1-20.
- Eser Özen, A. (2014). “Finansal Kısıtların Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye İmalat Sanayi Üzerine Bir Uygulama”. *Doktora Tezi*, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri
- Fazzari S.M., R.G.Hubbard, B.C.Peterson (1988), Financing constraints and Measurement error and the relationship between investment and q corporate investment *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 141-195
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., and Petersen, B. C. (1988). “Financing Constraints and Corporate Investment”. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988 (1), 141-206.
- Gallego, F., & Loayza, N. (2001), Financial structure in Chile: macroeconomic developments and microeconomic effects. Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development, 299-346.

- Gehring, A. (2014). "Financial liberalisation, financial development and productivity growth: an overview". *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 7 (1), 40-65.
- Gelbard, E. A. ve Leite, S. P. (1999) "Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa", *IMF Working Paper*, No: WP/99/105, August.
- Geoff Riley, *Markets & Market Systems, Market Failure-Introduction*, <http://tutor2u.net/economics/revision-notes/a2-micro-market-failure-introduction.html>, (25.04.2020).
- Gerhard, C. and M. Ritthaler (1992), "Credit Markets with Asymmetric Information: A Survey," *Finnish Economic Papers*, 5 (1), 3.
- Gochoco-Bautista, M. S., Sotocinal, N. R., and Wang, J. (2014). "Corporate investments in asian markets: Financial conditions, financial development, and financial constraints". *World Development*, 57, 63-78.
- Gorton, G. and A. Winton (2002), *Financial Intermediation*, The Wharton Financial Institutions Center, The Wharton School University of Pennsylvania
- Gregorio, J. D. ve Guidotti, P. E. (1995) "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, 23 (3), 433-448.
- Guariglia, A. (2008). "Internal Financial Constraints, External Financial Constraints, and Investment Choice: Evidence from a Panel of UK Firms". *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), 1795-1809.
- Gupta, K. L. (1984) *Finance and Economic Growth in Developing Countries*, Croom Helm, London
- Günay, H., ve Kılınç, M. (2011). "Credit Market Imperfections and Business Cycle Asymmetries in Turkey". *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği*, 11(07).
- Hadlock, C. ve Pierce, J. (2010). "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index", *Review of Financial Studies*, 35(5), 1909-1940.
- Han, S. and J. Qiu (2007), "Corporate Precautionary Cash Holdings," *Journal of Corporate Finance*, 13 (1), 43-57.

- Heitor, A., Campello, M. and M. S. Weisbach (2004), “The Cash Flow Sensitivity of Cash,” *The Journal Of Finance*, 59 (4), 1777-1804.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and Scharfstein, D. (1991). “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups”. *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), 33-60.
- Hotchkiss, E. (1995), “Post-Bankruptcy Performance and Management Turnover”, *Journal of Finance*, 50, 3-22.
- Howatt, B., Zuber, R. A., Gandar, J. M. ve Lamb, R. P. (2009), “Dividends, earnings volatility and information”, *Applied Financial Economics*, 19 (7), 551-562
- Hsiao, C. (2003), *Analysis of Panel Data*, Second Edition, Cambridge University Press.
- Islam, S. S., and Mozumdar, A. (2007). “Financial market development and the importance of internal cash: Evidence from international data”. *Journal of Banking & Finance*, 31 (3), 641-658.
- Jain, N. (2001). *Monitoring Costs and Trade Credit*. The Quarterly Review of Economics and Finance 41 (2001) 89–110
- Jensen M. C. and W. H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, A.R. and Wichern, D.W. (1992). *Applied multivariate statistical analysis*. International Editions, New Jersey : Prentice Hall.
- Kaplan, C., Özmen E., ve Yalçın, C. (2006). “The Determinants and Implications of Financial Asset Holdings of Non-Financial Firms in Turkey: An Empirical Investigation”. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği*, 06(06).
- Kaplan, S. N. ve Zingales, L. (1995). “Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow?”. *NBER Working Paper No. 5267*.

- Kaplan, S. N. ve Zingales, L. (1997). “Do investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?”. *Quarterly Journal of Economics*. 112 (1), 169-215. <https://www.jstor.org/stable/2951280>
- Kar, M. ve Ağır, H. (2005) “Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme”, *Finans Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 496, 50-67.
- Kar, M. ve Pentecost, E. (2000) “The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence”, *Economic Research Paper, Department of Economics, Loughborough University*, No. 00/27. Loughborough.
- Kaufman, L. and Rousseeuw, P.J. (1990). *Finding groups in data: An introduction to cluster analysis*, John Wiley and Sons, New York
- Kaufman, L. and Rousseeuw, P.J. (1990). *Finding groups in data: An introduction to cluster analysis*, John Wiley and Sons, New York
- Kaya, Ş. (2011). “Firms’ Investment Behavior in the Financial Crisis Era –The Turkey Case”. *Yüksek Lisans Tezi*, Sabancı Üniversitesi Sanat ve Sosyal Bilimler Fakültesi, İstanbul
- King, R. G. and R. Levine (1993), “Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence,” *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), 513-542.
- King, R. G. ve Levine R. (1993a) “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717-737.
- Konings, J., Rizov, M., and Vandenbussche H. (2003). *Investment and Financial Constraints in Transition Economies: Micro Evidence From Poland, The Czech Republic, Bulgaria*
- Kutlar, A. ve M. Sarıkaya (2003), “Asimetrik Enformasyon ve Marjinal Maliyet Fiyatlama Modeli Çerçevesinde Türkiye’de Kredi Tayınlaması ve Faiz Oranlarının Tahmini”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4 (1), 3.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). “Legal Determinants of External Finance”. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113-1155.
- Laeven, L. (2002). "Financial Constraints on Investments and Credit Policy in Korea". *Journal of Asian Economics*, 13 (2), 251-269.
- Laeven, L. (2003). "Does financial liberalization reduce financing constraints?". *Financial Management*, 32 (1), 5-34.
- Leland, H. E., and Pyle D. H. (1977). "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation". *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Levine R. (2005), "Finance and growth: theory and evidence", *Handbook of economic growth 1*, 865-934.
- Levine, R. (1997) "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- Li, Kai ve Zhao, Xinlei (2008), "Asymmetrie Information and Dividend Policy", *Financial Management*, Winter, 673-694.
- Love, I. (2003). "Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model". *The Review of Financial studies*, 16 (3), 765-791.
- Love, I., and Zicchino, L. (2006). "Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46 (2), 190-210.
- Lynch, D. (1996) "Measuring Financial Sector Development", *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Mishkin, F. S. (1991), "Asymmetric Information and Financial Crisis: A Historical Perspective", Chapter in *NBER book Financial Markets and Financial Crises*, Editor: R.Glenn Hubbard, Conference held March 22-24, Published in 1991 by the National Bureau of Economic Research, Working Paper, No: 3400

- Mishkin, F. S. (1996), “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, NBER Working Papers Series, *Working Paper* No: 5600, USA
- Mishkin, F. S. (1997), “The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers”, <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf>, 27.07.2011
- Mishkin, F. S. and Eakins, S. G. (2008), *Financial Markets and Institutions*, Addison-Wesley Publishing Company
- Mishkin, F. S. and Serletis, A. (2011), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fourth Canadian Edition, Pearson, U.S.A.
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1958), “The cost of capital, Corporation finance, and the theory of investment”, *American Economic Review*, 48, 261–297.
- Musso, P., ve Schiavo, S. (2008). “The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth”. *Journal of Evolutionary Economics*, 18 (2), 135-149
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13 (1984), 187-221.
- Odedokun, M. O. (1989), “Causalities Between Financial Aggregates and Economic Activities in Nigeria: The Results from Granger’s Test”, *Savings and Development*, 23 (1), 101-111.
- Ogawa, K. (2015). “Firm investment, liquidity and bank health: A panel study of Asian firms in the 2000s”. *Journal of Asian Economics*, 38, 44- 54.
- Ohlson, J. A. (1980), “Financial Ratios and The Probabilistic Prediction Of Bankruptcy”, *Journal of Accounting Research*, 18 (1), 109-131.
- Oliveira, B. and Fortunato, A. (2006) Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis. *Small Business Economics* 27(2):139-156
- Orhan, O. Z., Erdoğan S. (2008). *Para Politikası*, Yazıt Yayın-Dağıtım, Ankara

- Öz, B., Taban, S. ve Kar, M. (2009), “Kümeleme Analizi ile Türkiye ve AB Ülkelerinin Beşeri Sermaye Göstergeleri Açısından Karşılaştırması”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10 (1), 1-29.
- Özcan, S. K. (2013). “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”, *Yüksek Lisans Tezi*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Özdemir, F. S. (2011), “Finansal Raporlama Sistemlerinin Bilginin İhtiyaca Uygunluğu Açısından Değerlendirilmesi: İMKB Şirketlerinde Finansal Başarısızlık Tahminleri Yönüyle Bir Uygulama”, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Özen, A. ve Erdem, A. (2016). “Finansal Kısıtların Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye İmalat Sanayii Firmaları Üzerine Bir İnceleme”, *Uluslararası İşletme, Ekonomi ve Yönetim Perspektifleri Dergisi*, 1 (1), 58-72
- Öztürk, E. ve Yağcılar G. G. (2018). “İnovasyon Etkinliği ve Finansal Kısıtlar: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Analiz”, *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 9(22), 101-116.
- Pamukçu, F . (2011). Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi . *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , (50) , 133-148. Retrieved from <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mufad/issue/35629/396045>
- Panda, B. and Leepsa, N. M. (2017). “Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives”. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10 (1), 74-95.
- Parasız, İ. (2005), *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Gözden Geçirilmiş 8. Baskı, Ezgi Kitapevi
- Parasız, İ. (2009), *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi, Gözden Geçirilmiş 9. Baskı, Bursa.
- Peter S. Rose (1989), *Money and Capital Markets: The Financial System in an Increasingly Global Economy*, McGraw-Hill Companies, Third Edition, USA

- Petersen, M., & Rajan, R. (1997). Trade credit: theories and evidence. *Review of Financial Studies*, 10 (3), 661–691.
- Poncet, S., Steingress, W., and Vandenbussche, H. (2010). “Financial Constraints in China: Firm-Level Evidence”. *China Economic Review*, 21 (3), 411-422.
- Roldos, J. (2009), *Financial Market Structure, Course on Financial Markets and New Financial Instruments*, IMF–Brazil Training Center, Brasilia, February 2 –13, <http://www.esaf.fazenda.gov.br>
- Roodman, D. (2006). How to do xtabond2: An introduction to “Difference” and “System” GMM in Stata. Center for Global Development Working Paper, Number 103
- Ross, S. A. (1973). “The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem”. *The American Economic Review*, 63 (2), 134-139.
- Ross, S. A. (1977). “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach”. *The Bell Journal of Economics*, 4, 23-40.
- Sarıkaş, C., Ceylan, A., Aydın, N. vd. (2004), *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını (1581), Açıköğretim Fakültesi Yayını (834), Eskişehir
- Savignac, F. (2009) Impact of financial constraints on innovation: What can be learned from a direct measure?, *Economics of Innovation and New Technology*, 17(6), 553-569.
- Schwartz, R. A. (1974). An economic model of trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9, 643–657.
- Semenov, R. (2006). “Financial systems, financing constraints and investment: empirical analysis of OECD countries”. *Applied Economics*, 38 (17), 1963-1974.
- Sharma S., Chami R., Fullenkamp C. (2010), “A Framework for Financial Market Development”, *Journal of Economic Policy Reform*, June
- Silva, F., ve Carreira, C. (2012). “Measuring Firms' Financial Constraints: A Rough Guide”. *GEMF-Group for Monetary and Financial Studies*, 14, 1-33

- Solan E. ve Yenice S. (2017). “Finansal Gelişmişliğin Finansal Kısıtlara Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması”. *Kara Harp Okulu Bilim Dergisi*. 27 (1), 25-52.
- Solan, E. (2017). “Finansal Gelişmenin Finansal Kısıtlara Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması”. *Yüksek Lisans Tezi*. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Soto, M. (2007). System GMM estimation with a small number of individuals. [Erişim adresi]: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.465.9928&rep=rep1&type=pdf> , [Erişim tarihi: 15.11.2020].
- Stiglitz, J. E. (1972). “Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs”. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 3 (2), 458- 482.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *The American Economic Review*, 71 (3), 393.
- Tatlıdil, H. (2002). *Uygulamalı çok değişkenli istatistiksel analiz*. Ziraat Matbaacılık A.Ş., Ankara
- The Organisation for Economic Co-operation and Development, *Glossary of Statistical Terms*, Web: <http://stats.oecd.org/glossary/> 15 Ağustos 2020 tarihinde alınmıştır.
- The World Bank (2012), *The Financial Development Report*, <https://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012> (02.11.2020)
- Tseng, T. Y. (2012). “Will both direct financial development and indirect financial development mitigate investment sensitivity to cash flow? The experience of Taiwan”. *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(2), 139-152.
- Uyar, Süleyman (2004), “Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi”, *Mali Çözüm Dergisi*, Sayı:66, Ocak-Şubat-Mart, s.154-168.
- Uzun, E . (2005). İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Teorik Olarak İrdelenmesi . *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , (27) , 158-168 . Retrieved from <https://dergipark.org.tr/en/pub/mufad/issue/35596/395332>

- Uzun, E. (2006). “İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Teorik Olarak İncelenmesi”. *Yüksek Lisans Tezi*. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla
- Ünsal, E. M, (2001), *Mikro İktisat*, İmaj Yayıncılık, Ankara
- Wale, L. E. (2015). “Financing Constraints And Financial Development: Evidence From Selected African Countries”. *The International Business & Economics Research Journal (Online)*, 14 (4), 655-668.
- Wansley, J. W., ve Lane, W. R. (1987). “A financial profile of the dividend initiating firm”. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14 (3), 425-436.
- Warner, J. B. (1977), “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *Journal of Finance*, 32, 337–347.
- Whited, T. ve Wu, G. (2006). “Financial Constraints Risk”, *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.
- Yeşiltaş, S. (2009). “Financing Constraints and Investment: The Case of Turkish Manufacturing Firms”. *Yüksek Lisans Tezi*, Bilkent Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

ÖZ GEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Hilal KARAHASANOĞLU
Doğum Yeri ve Tarihi : Ankara, 1993

EĞİTİM

2008-2011 : Kirami-Refia Alemdaroğlu Lisesi
2013-2017 : Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi İktisat Bölümü
2018-2020 : Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler
Enstitüsü Bankacılık ve Finans Ana Bilim Dalı Yüksek
Lisans Programı

YABANCI DİL

İngilizce

