

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

YÜKSEK LİSANS TEZİ

SERMAYE YAPISI KARARLARININ ŞİRKET
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA
İSTANBUL ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

HADİL M. A. ALFARRA
2501121147

TEZ DANIŞMANI
YRD.DOÇ. DR. MEHMET SABRİ TOPAK

İSTANBUL,2016



Y Ü K S E K L İ S A N S
T E Z O N A Y I

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : HADİL M. A. ALFARRA

Numarası : 2501121243

Anabilim/Bilim Dalı : İŞLETME

Danışman : YRD.DOÇ.DR.MEHMET SABRİ TOPAK

Tez Savunma Tarihi : 28.12.2016

Tez Savunma Saati : 13:00

Tez Başlığı SERMAYE YAPISI KARARLARININ ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- YRD. DOÇ. DR. MEHMET SABRİ TOPAK		KABUL
2- YRD. DOÇ. DR. ARİF SALDANLI		KABUL
3- YRD. DOÇ. DR. EROL MUZIR		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. MEHMET SARAÇ		
2- YRD. DOÇ. DR. MUSTAFA ÇANAKÇIOĞLU		

ÖZ

SERMAYE YAPISI KARARLARININ ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA HADIL M. A. ALFARRA

Şirketlerin finansal yapılarını güçlü bir şekilde oluşturabilmeleri açısından sermaye yapısı kararları hayati bir önem taşımaktadır. Sermaye yapısı kararları, şirketlerin sermaye maliyetini ve yatırım kararlarını doğrudan etkileyen kararlardır. Bu çalışmanın amacı sermaye yapısı kararlarının şirket performansı üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Çalışma, taş toprak sektöründe faaliyet gösteren ve 2004-2015 dönemleri arasında Borsa İstanbul (BIST)'da pay senetleri kesintisiz olarak işlem gören 22 adet şirketi kapsamaktadır. Panel veri analiz yönteminin kullanıldığı çalışmada, aktif kârlılık oranı (ROA) ve özsermaye kârlılık oranı (ROE) bağımlı değişken olarak yer alırken, Finansal Kaldıraç Oranı, Finansal Borçların Özkaynaklara Oranı, Cari Oran, Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı, Dönen Varlıkların Duran Varlıklara Oranı ve Şirket Büyüklüğü ise bağımsız değişkenlerdir. Çalışma sonucunda, sermaye yapısı kararlarını temsilen kullanılan finansal kaldıraç oranı ve finansal borçların özkaynaklara oranının şirket performansı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Şirket Performansı, Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

THE EFFECTS OF CAPITAL STRUCTURE DECISIONS ON COMPANY PERFORMANCE: A STUDY ON BORSA ISTANBUL

HADIL M. A. ALFARRA

Capital structure decisions have a special importance in order to ensure that companies can create their financial structures strongly. Capital structure decisions affect capital cost and investment decisions in a direct way. The aim of the study is to investigate the effect of capital structure on companies performance. The study based on an uninterpereted data which is collected from 22 Manufacturing companies listed on Istanbul Stock Exchange Market for the period 2004-2015. Panel data analysis method is used in the study, return on asset (ROA), return on equity (ROE) is used as a dependent variables, leverage ratio, financial debt to owner equity ratio, current ratio, working capital turn over ratio, current assets to fixed assets ratio and firm size is used as independent variable. The result of the study concludes that capital structure decisions which repretintive by financial leverage ratio and financial debt to owner equity ratio have an effect on companies performance.

Key Words:Capital Structure,Companies Performance, Panel Data Analysis.

ÖNSÖZ

Şirketlerin faaliyetlerine başlayabilmesi ve mevcut faaliyetlerini devam ettirebilmeleri açısından yatırımlara, yatırımlarının finansmanı içinse finansman kaynaklarına ihtiyaçları vardır. Sermaye yapısı kararları, şirketlerin finansal yapısını ve sermaye maliyetini etkileyen kararlardır. Bu anlamda sermaye yapısı kararlarının şirket performansı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır.

İşletme finansının üç temel ilkesi; yatırım, finansman ve temettü kararlarıdır. Sermaye yapısı kararları, şirketin finansmanına ilişkin verilen kararlar bütünüdür. Finans literatüründe sermaye yapısı kararlarının şirket performansı üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik çok sayıda teorik ve ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalarda sermaye yapısı kararları genellikle şirket performansı üzerinde belirleyici bir etkiye sahipken, bu etkinin büyüklüğü ve yönü çalışmanın yapıldığı sermaye piyasasının özelliklerine göre değişmektedir. Çalışmamızda, sermaye yapısı kararlarından şirket performansının nasıl etkilendiği araştırılmıştır. Bu amaçla taştoprak sektöründe yer alan ve pay senetleri 2004-2015 dönemleri arasında Borsa İstanbul'da (BIST) kesintisiz olarak işlem gören 22 adet şirkete ait dengeli panel veri seti oluşturulmuş ve şirket performansı üzerinde sermaye yapısı kararlarının etkisi, panel veri analiz yöntemi kullanılarak incelenmiştir.

Çalışmam esnasında, bana büyük bir özveriyle her türlü yardımda bulunan ve her adımda yol gösteren tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Mehmet Sabri TOPAK'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Bu yaşıma kadar her adımda en büyük destekçim ve dayanağım olan sevgili annem Eman FADEL'e, babam Muhammed ALFARRA'ya ve hayattaki en büyük motivasyon kaynağım olan eşim Mohammed ALSADI'ye teşekkürü bir borç bilirim. Bu günlere gelmemde büyük pay sahibi olan aileme ve dostlarıma teşekkürlerimi sunarım.

İSTANBUL-2016
Hadil ALFARRA

İÇİNDEKİLER

ABSTRCT	iv
ÖNSÖZ	v
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI VE SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN UNSURLAR

1.1.Sermaye Yapısı Kavramı ve Önemi.....	3
1.2.Sermaye Yapısını Oluşturan Unsurlar.....	4
1.2.1.Öz kaynaklar.....	5
1.2.1.1.Şirket Sermayesi.....	6
1.2.1.2. Pay Senetleri.....	7
1.2.1.3.Oto Finansman Kaynaklar.....	10
1.2.2.Yabancı Kaynaklar.....	12
1.2.2.1. Ticari Krediler (Satıcı Kredileri).....	13
1.2.2.2.Mali Borçlar.....	15
1.2.3Özkaynak ve Yabancı Kaynak Arasındaki Farklar.....	19
1.3. Sermaye Maliyeti.....	21
1.3.1.Özkaynak Maliyeti.....	22
1.3.2.Borç Maliyeti.....	23
1.3.3.Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	24

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI VE ŞİRKET PERFORMANSI

2.1.Sermaye Yapısı Yaklaşımları.....	27
2.1.1.Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları.....	28
2.1.1.1.Net Gelir Yaklaşımı.....	28
2.1.1.2.Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	31
2.1.1.3.Modigliani ve Miller Yaklaşımı.....	33
2.1.1.4.Geleneksel Yaklaşım.....	36
2.1.2.Güncel Yaklaşımlar.....	38
2.1.2.1.Denge Teorisi (Trade-Off Theory).....	39
2.1.2.2.Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory).....	41
2.1.2.3.Vekâlet Teorisi (Agency Theory).....	43
2.1.2.4.Sinyal Teorisi (Signalling Theory).....	44
2.2.Performans Kavramı.....	44
2.3.Performans Ölçme ve Değerlendirme.....	45
2.3.1.Performans Ölçütleri.....	47
2.3.1.1.Aktif Kârlılığı(ROA).....	47
2.3.1.2.ÖzsermayeKârlılığı (ROE).....	48
2.3.1.3.Satışların Kârlılığı.....	49
2.3.1.4.Hisse Başını Kar(EPS).....	49
2.3.1.5.Ekonomik Katma Değer (EVA).....	50
2.4.Sermaye Yapısı ve Şirket Performansı üzerine Yapılmış Çalışmalar.....	51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KARARLARININ ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİYLE İNCELENMESİ

3.1.Analizde Kullanılan Veri Seti.....	67
3.2.Analizde Kullanılan Değişkenler.....	70
3.2.1. Bağımlı Değişkenler.....	70
3.2.2. Açıklayıcı Değişkenler.....	70
3.3.Metodoloji.....	77
3.3.1. Panel Veri Analizi.....	77
3.3.2. Araştırmanın Temel Hipotezi ve Model Tahmini.....	80
3.3.3 Araştırma Bulguları.....	87
3.4.Ekonometrik Bulgulara İlişkin Genel Değerlendirme.....	90
SONUÇ.....	96
KAYNAKÇA.....	102

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Özkaynak ile Yabancı Kaynak (Borç) Arasındaki Farklar	20
Tablo 3.1: Çalışma Kapsamında Yer Alan Şirketlere İlişkin Genel Bilgiler.	69
Tablo 3.2: Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler.....	75
Tablo 3.3: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	76
Tablo 3.4: Modeller Arasında Seçim Yapılırken Kullanılan Testler ve Sonuçları	81
Tablo 3.5: Hausman Testi	83
Tablo 3.6: Varsayımlardan Sapmaların Test Edilmesinde Kullanılan Testler.....	84
Tablo 3.7: Driscoll-Kraay Standard Hatalar ile yapılan regresyon Sonuçları	86

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Net Gelir Yaklaşımı	30
Şekil 2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	32
Şekil 3: Geleneksel Yaklaşım	38

KISALTMALAR LİSTESİ

AKT	:	Dönen Varlıkların Duran Varlıklara Oranı
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BIST	:	Borsa İstanbul
BÜY	:	Şirket Büyüklüğü
CRO	:	Cari oran
CSD	:	Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı
EKK	:	En Küçük Kareler Yöntemi
ESP	:	Fiyat Kazanç Oranı
EVA	:	Ekonomik Katma Değer
FBÖ	:	Finansal Borçların Özkaynaklara Oranı
KLD	:	Finansal Kaldıraç Oranı
GEKK	:	Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi
IASC	:	Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
IMF	:	Uluslararası Para Fonu
KOBI	:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
ROA	:	Varlık Getirisi / Aktif Karlılık
ROE	:	Özsermaye Karlılığı
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
UFRS	:	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

GİRİŞ

Sermaye, iş dünyasının temel ve önemli bir ihtiyacıdır. Şirketlerin kurulabilmesive çalışmalarını sürdürebilmesi için sermaye en temel gereksinimlerden birisidir. Şirketler, faaliyet alanlarını geliştirmek, kapasitelerinde artışa gitmek ve günün teknolojisini için her zaman daha çok sermayeye ihtiyaç duyar. Bu nedenle, şirketler finansal piyasalar ve finansal araçlar geliştirmekte ve sermaye ihtiyaçlarını çeşitli yöntemlerle sağlamaktadır.

Sermaye yapısı kararları şirketlerin sermaye maliyetini değiştirmektedir. Sermaye maliyeti ise işletmelerin piyasa değerinin belirlenmesinde önemli bir etkindir. Şirketlerinsermaye maliyetini minimum ve piyasa değerini maximum yapan sermaye yapısının ne olması gerektiği, konusunda günümüze kadar birçok araştırma yapılmış fakat belirli bir sonuca ulaşılammıştır. Bu bağlamda; bir çok teorik ve ampirik çalışmalar yapılarak teoriler ve yaklaşımlar belirlenmiştir. Sermaye yapısı yaklaşımlarını klasik ve güncel yaklaşımlar olmak üzere iki şekilde incelemek mümkündür. Klasik yaklaşımlar; net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, Modigliani ve Miller (M&M) yaklaşımı vegeleneksel yaklaşım olarak belirtirken bu yaklaşımları temel alarakise Denge Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Vekâlet Teorisi veSinyal Teorisi gibi güncel yaklaşımlar geliştirilmiştir.

Performansın en önemli boyutlarından birisi finansal performans ölçümüdür. Şirketlerin finansal performans ölçümü ile şirketler;sürdürmekte olduğu faaliyetlerin geçmiş dönemdeki finansal durumuyla karşılaştırılmasını sağlayarak avantaj sağlamaktaveişletmenin devamlılığı açısından faaliyetlerine yönelik; yatırım ve finansman konularında alacağı kararların etkinliğinin artırmasınıdesteklemektedir.Bu çalışmanın birinci bölümünde; sermaye yapısı, sermaye yapısı kavramları ve sermaye yapısı teorileri anlatılmıştır. İkinci bölüm; performans kavramı ve performans ölçümüyle ilgilidir. Üçüncü bölümde ise;Borsa İstanbul'da yer alan ve imalat sanayinin altsektörlerinden birini oluşturan taş toprak sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin

2004-2015 yılları arasında finansal performansları ile sermaye yapıları arasındaki ilişki incelenecek ve finansal açıdan değerlendirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI VE SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN UNSURLAR

1.1.Sermaye Yapısı Kavramı ve Önemi

İşletmeler faaliyetlerini sürdürmeye yetecek bir sermayenin yanı sıra bunlara uygun bir sermaye yapısına da sahip olmalıdır. İşletmelerin bunu başarmaları uygulamada zor olsa da bu konu uzun yıllar, teorik açıdan ele alınmıştır. İşletmelerin başarısızlıklarının önemli sebeplerinden biri; yetersiz sermaye ile faaliyetlerini devam ettirme çalışmalarıdır.¹

Sermaye yapısı kararları,şirketlerin sermaye oluşumlarını değiştirerek sermaye maliyetini veşirket değerini etkileyip etkilemeyeceğini belirleme konusunda büyük bir öneme sahiptir. Böyle bir tesir mevcut ise; sermaye maliyetini minimumda tutarken şirket değerini maksimum düzeye çıkaracak sermaye bileşiminin nasıl oluşması gerektiğiverilmesi gereken en kritik kararlardan biridir. Şirketlerin sermaye yapısı kararları finans literatürünün en tartışmalı konularından biridir ve bu konu üzerinde çok sayıda teorik ve ampirik çalışma yapılmıştır. Şirketin sermaye yapısını değiştirerek optimal sermaye yapısına erişip erişemeyeceği ve bu şekilde ortalama sermaye maliyetini veşirket değerini değiştirip değiştiremeyeceği konusu üzerinde bir çok çalışma mevcuttur.²Şirketlerin sermaye yapısı, şirketin borç ve özsermayesinin birlikte kullanılması yoluyla finanse edilmesi anlamına gelmektedir.Birçok teorinin ortaya koyduğu gibi, şirket kaldırıcı kararları, şirket yöneticilerinin verdiği en önemli kararlar arasında yer almaktadır. Sermaye yapısı, sermayelendirme, finansal yapı, kaldırıcı oranı ve yatırılan sermaye kavramları ile aynı şeyi ifade edilmektedir.

¹Berna Taner, G.Cenk Akkaya, “Finansal Danışmanlık: İşletme Düzeyindeki Sorunların Çözümüne Doğru Bütüncül Bir Yaklaşım ”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:25, 2005, s.30-40.

²Ayşe Yılğör, Emel Yücel,“Sermaye Yapısı Kararlarına ilişkin Mersin ve Adana illerinde Bir Uygulama”,**Muhasebe Finansman Dergisi**, Sayı: 35, 2007,s.111-124.

Sermaye yapısı, şirketin hissedarları için elde ettiği kârı etkilemenin yanı sıra şirketin talihsiz ekonomik şokları atlatıp atlatamayacağını da etki etmektedir. Dolayısıyla; sermaye yapısı bir şirketin hayatta kalması ve büyümesi için kaçınılmazdır, zira şirketin uzun vadeli amaç ve hedeflerine ulaşması için mali performansında önemli bir rol oynamaktadır.³ Bir şirket yüksek gelire sahip olsa dahi, yetersiz aktif ve pasiflere sahip olması veya aktif ve pasif varlıklarının zayıf yapıda olması, şirketi kolaylıkla baskı altına itebilir ve şirket iflas tehlikesiyle karşılaşabilir. Yönetim, şirket fonlarının kaynak ve kaynak kullanımıyla ilişkili hemen hemen tüm kalemleri seçme ya da kısmen de olsa denetleme yetkisine sahiptir. Şirketler için sayısız aktif, pasif ve sermaye yapılandırma seçeneği mevcuttur.⁴ Kısacası, yabancı kaynak ve özkaynak oranı konusunda karar vermesi gereken şirketler, sermaye maliyetinin en düşük düzeyde oluşmasını sağlayarak işletmenin piyasa değerini en yükseğe çıkarmayı amaçlamaktadır.⁵

1.2. Sermaye Yapısını Oluşturan Unsurlar

İşletmeler hem kuruluşlarında hem de faaliyet dönemlerinde mal ve hizmet üretmek için her zaman maddi kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. İşletme hangi fonu kullanacağına karar verirken bu fonların işletmeye maliyetini ve riskini dolayısıyla piyasa değerine etkisini, dikkate almalıdır. Sermaye yapısı sabit değildir, şirketler sermaye yapılarını bazen bir anda değiştirebilir. Şirketler finansman konusunda bir seçim yapmak zorundadır. Bu seçim, yatırımlarını finanse etmek için borç-özsermaye bileşimini kullanmaktır. Bu noktada sorulması gereken asıl soru, optimal borç - özsermaye bileşiminin var olup olmadığı eğer varsa bu bileşimin ne anlama geldiğidir. Genellikle borçlanmanın en büyük avantajı faiz ödemelerinin vergi indirimine tabi

³Roanne N. Martis ,”Capital Structure and Firm’s Financial Performance An Empirical Analysis of the S&P500” ,Yüksek Lisans Tezi, Faculty Of Economics and Management ,Van Tilburg üniversitesi , Hollanda ,2013, s.4.

⁴Keith A. Allman,**Corporate Valuation Modeling: A Step-by-Step Guide**, Wiley Finance, New Jersey 2010, s.75.

⁵C.Paramasivan, T.Subranmanian, **Financial Management**,New Age International Publishers,2008, s.49.

olmasıdır.⁶ Diğer bir avantajı ise yöneticilerin yatırım seçenekleri üzerinde daha dikkatli çalışmasını sağlamasıdır. Dezavantajı ise bu ödemelerin şirket tarafından karşılanamaması halinde borç verenin şirketin aktif varlıklarını kontrol altına alabilmesidir. Borçlar şirketlerin sabit ödemelerini karşılayamamalarına neden olur ve iflas riskini artırır. Şirketler borç aldığında; borç verenler ve özsermaye yatırımcıları arasında çekişme meydana gelmesi olasılığı artar ve böylece borç alan şirketler gelecekteki yatırımlara ilişkin esnekliğini kaybeder. Bir şirketin ne kadar borç alması gerektiğini aradaki bu denge belirler.⁷

1.2.1.Özkaynaklar

Özkaynaklar, şirketler için temel finansman kaynağı olarak da tanımlanabilir. Şirketin kuruluşu sırasında ve faaliyet dönemi içinde şirkette bulunan ya da ortaklar tarafından sağlanan kaynaklar olarak açıklanabilir.

İşletmeler kuruluştan sonra, yeni ortaklar alarak ya da pay senedi ihraç ederek özkaynaklarını arttırmaktadır. Buna ek olarak işletme elde ettiği kârlarını dağıtmayarak oto finansman yoluyla da özkaynaklarını güçlendirebilir.⁸ Özkaynağı olmadan bir şirket kurulamaz ve faaliyetlerini sürdüremez. Hiçbir şirket tamamen yabancı kaynakları kullanarak faaliyetlerine devam edemez. Yabancı kaynaklar beraberinde risk getirdiğinden bu riskin güvencesi niteliğindeki özkaynakların kullanılması gerekmektedir.

Özkaynakların belirli faydaları bulunmaktadır. Özkaynaklar şirketin kurulması ve faaliyetlerini sürdürmesini sağlar. Şirketler için gerek yabancı kaynak temini açısından gerekse ilave özkaynakların temini açısından bir güvence oluşturur.

⁶ Aswath Damodaran, **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, John Wiley and Sons, New York, 2001, s. 6.

⁷ A.e., s. 537.

⁸ Cengiz Erol, Halil Sariaslan, **Finansal yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2008, s. 99.

Bunun yanı sıra ekonomide daralma olması ve dış kaynak temininin güçleşmesi durumunda şirketin faaliyetlerinin sürdürülmesini destekler.⁹

Özkaynaklarla finansmanın avantajları olarak şunlar sayılabilir:¹⁰

- Yeterli miktarda özsermayeye sahip bir işletme, kredi koşulları yönünden de pazarlık gücüne sahiptir.
- Özsermaye ile finansman, borçlarda ve imtiyazlı pay senetlerinde olduğu gibi şirkete sabit bir faiz ve anapara ödeme yükü getirmez. Şirket kârlı olduğu dönemlerde temettü dağıtır.
- Risk açısından özsermaye ile finansman şirkete bir güvence sağlar.
- Senetlerin vadesi süresizdir. Bu sebeple özsermaye ile finansman şirkete çok geniş bir sermaye yapısı oluşturma esnekliği verir. Şirket değerini yükselterek ek finansman kaynağı bulma imkânını artırır. Yabancı kaynakta olduğu gibi zamanla sınırlı değildir.

Özkaynaklarla finansmanın dezavantajları olarak ise şunlar belirtilebilir:¹¹

- Şirket yeni ortak alınmasıyla oy haklarını paylaşmak zorunda kalır.
- Özkaynaklar için ödenen kâr paylarının vergi açısından gider yazılamaması, özkaynakların maliyetini yabancı sermayenin maliyetine oranla yükseltmektedir.
- Net kârın paylaşılmasında, yeni ortaklar mevcut ortaklarla eşit haklara sahip olabilmektedir.

1.2.1.1.Şirket Sermayesi

Sıklıkla pay senetleriyle ilişkilendirilse de özsermaye, kısmen şirketin halka açık ya da özel şirket olmasına, kısmen de şirketin büyüme ve risk özelliklerine bağlı olarak çeşitlenebilir. Özel şirketler, özsermayelerini arttırmak amacıyla menkul kıymet çıkaramadıkları için özsermaye artırımını söz konusu olduğunda halka açık şirketlerden

⁹Saeid Babapour , “Sermaye yapısı ile ekonomik katma değer ilişkisi” , Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gazi Üniversitesi, Ankara, 2008,s.8.

¹⁰Corporate Finance Compendium, Ventus Publishing ApS, 2008, s. 56.

¹¹Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, İşletmelerde **Finansal Yönetim**, Bursa, Ekin Basım Yayın, 2012.s.209.

daha az seçeneğe sahiptir. Bu nedenle özel şirketler için devamı ve büyümesi için gereken özsermayeyi genellikle risk sermayedarı olan mal sahipleri ya da tüzel kişilerden temin etmektedir. Halka açık şirketler sermaye piyasalarına erişebildikleri için daha fazla seçeneğe sahiptir.¹² Özsermaye vade limiti olmayan bir sermaye olduğu için uzun süreli finansman kaynağı olarak düşünülür. Şirketler hukuki yapılarına göre pay senedi ihraç ederek veya yeni ortaklık kurarak sermayesini arttırabilir. Genel olarak, küçük işletmelerin en önemli fon kaynağı kendi özsermayeleridir. Büyük işletmeler ise ihtiyaç duydukları fonları, pay senedi ve tahvil ihraç etme yoluyla sağlayabilirler.¹³

1.2.1.2. Pay Senetleri

Pay senetleri, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında pay senedi çıkarabilen sermaye ortaklıkları tarafından mevcut yasalar uyarınca düzenlenen belgelerdir. Bu menkul kıymetler, sermayenin belli bir oranını temsil etmelerinin yanı sıra sahiplerine temsil ettikleri oranda ortaklık hakkı sağlayan kıymetli evraklardır.¹⁴ Pay senetleri finansal varlık niteliği taşımakta ve sahibinin şirkette mülkiyet hakkı olduğunu göstermektedir. Bir kişi şirketin pay senedine yatırım yaptığında şirketin kârına da ortak olmaktadır. Ancak söz konusu kâr ortaklığını, şirketin kârlılık düzeyine genel kurulun kararı belirlemektedir.

Pay senetlerinin sahiplerine sağladıkları haklar şu şekildedir:¹⁵

- Pay senedi sahipleri, hisseyi ihraç eden şirket üzerinde hem mülkiyet hem de şirket kârına ortaklık hakkına sahiptir.
- Şirket hakkında bilgi sahibidirler.
- Temettü alırlar.

¹²Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance**, 3rd Edition, John Wiley & Sons, United States Of America, 2011, s. 331.

¹³Gizem Özşırkıntı , “Sermaye Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çaağ Üniversitesi, Adana / Haziran, 2014, s.6.

¹⁴Margaret Lund, **Cooperative Equity and Ownership**, University of Wisconsin Center for Cooperatives, 2013, s.10.

¹⁵ Saeid Babapour , “Sermaye yapısı ile ekonomik katma değer ilişkisi” , Yüksek Lisans Tezi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gazi Üniversitesi, Ankara, 2008, s.9.

- Yeni pay senedi ihracında ön alım hakkına sahiptirler.
- Şirket tasfiye edildiğinde tasfiye payına ortaklıklar.
- Şirketin yönetimine seçilme veya yönetim kurulu üyelerini seçme, çalışanları atama, onları denetleme ve oy kullanma haklarına (rüçhan hakkı) sahiptirler.
- Pay senedi edinerek şirketin ortağı olan hak sahipleri, şirkette belirli bir orana sahiptirler. Ayrıca pay senedi sahipleri, kendilerine tanınan tüm ortaklık haklarından faydalanabilirler.

1.2.1.2.1. Adi Pay Senetleri

Özsermaye pay senetleri pek çok biçimde oluşturulabilir ve en yaygın türü adi pay senedir. Adi pay senedi, bir kurumdaki en temel ortaklık hakkını temsil eder. Ortakların başlıca haklarından biri, şirketin geleceğini etkileyecek düzeyde önem teşkil eden yönetim kurulu üyelerinin seçimine ya da şirket birleşimi veya şirket devralma gibi konular hakkında yapılan oylamalara katılmaktır. Hissedarlara herhangi bir temettü ödemesi garanti edilmez ve iflas durumunda şirket aktiflerinin payında en düşük önceliğe sahiptirler. Hissedarlar yasal olarak sınırlı bir yükümlülük altındadır, bu sınırlı yükümlülük de, zararlarının şirkete yaptıkları yatırım ile sınırlı olduğu ve kişisel varlıklarının bu yükümlülükleri karşılamak için kullanılamayacağı anlamına gelmektedir. Son olarak, pay senetlerinin vadesi olmadığından süreklilik arz eder ve yönetim, pay senetlerini yatırımcılar için serbest piyasada satın alır ya da şirket tasfiyesi durumunda geri çeker.¹⁶ Adi pay senetleri şirketin özsermayesini temsil etmektedir. Başka bir deyişle şirketlerde sermayenin önemli bir kısmını adi pay senetleri oluşturur. Adi pay senedi sahiplerinin şirketin sahipleri gibi şirketi kontrol etme, karar verme ve oy verme hakları vardır. Devletin, borç sahiplerinin ve imtiyazlı pay senedi

¹⁶ Robert Parrino , David Kidwell, **Fundamentals Of Corporate Finance**, 1st Edition, United States Of America , John Wiley & Sons , 2009 , s. 286 .

sahiplerinin alacakları, şirketin yıllık kârlarından veya aktiflerinden karşılandıktan sonra, kalan değerin tamamı üzerinde adi pay senedi sahipleri hak sahibidirler.¹⁷

Adi pay senetleri özellikleri olarak şunlar sayılabilir:

- Vadesi yoktur ve sonsuz süreli kaynak olma özelliği vardır.
- Borçlar ve imtiyazlı pay senetleri yıllık sabit getirilere sahip olmalarına karşın adi pay senetlerinin getirileri ise değişkendir.
- Şirketlerin kârlarının yüksek olduğu dönemlerde alacakları temettü artmaktadır; ancak şirketler zarar ettiklerinde veya genel kurulun temettü dağıtmadığı dönemlerde temettü alamazlar. Eğer bu dönemlerde pay senetlerinin pazar değeri yükselmişse ortaklar sermaye kazancı elde etmektedirler.

1.2.1.2.2. İmtiyazlı Pay Senetleri

Genellikle imtiyazlı pay senetleri ihraç eden şirket, imtiyazlı pay senedi sabit ödeme taahhüdü altına girmektedir. Çünkü imtiyazlı pay senedi sahiplerine genelde sabit bir kâr payı ödenmektedir. İmtiyazlı pay senetleri sahiplerine kâr payı ödenmeden adi pay senetleri sahiplerine kâr payı ödemesi yapılamaz. Şirketin tasfiyesi durumunda imtiyazlı pay senedi sahiplerinin adi pay senedi sahiplerine göre önceliği vardır. İmtiyazlı pay senetleri, uzun vadeli borçlar ile pay senetleri arasında bir noktada bulunmaktadır. İmtiyazlı pay senedi sahipleri, tahvil sahipleri gibi sabit bir gelir elde ederler. Adi pay senedi sahipleri ise benzer şekilde faiz değil temettü almaktadırlar. İmtiyazlı pay senetlerinin geri ödemesi, tahvillerden farklı olarak ya sonsuz sürelidir ya da belirli bir süre sonra gerçekleşmektedir.¹⁸ İmtiyazlı pay senetleri de adi pay senetleri gibi kurumdaki yatırım ortaklığını simgeler ancak adından da anlaşılacağı üzere imtiyazlı senetler adi senetlerden farklı olarak ayrıcalıklı bir uygulama öngörmektedir. İmtiyazlı pay senetleri, taşıdıkları ortaklık hakkının yanı sıra adi pay senetlerinden farklı ve imtiyazlı olarak hissedarlara temettü hakkı ve tasfiye payında öncelik hakkı

¹⁷ Glen Arnold, **Corporate Financial Management**, Second Edition, USA, Prentice Hall, Pearson Education, 2002, s. 454.

¹⁸ **A.e.**, s. 456 - 457.

vermektedir. Anlaşmadan doğan bir yükümlülük olan tahvillerin faiz ödemelerinden farklı olarak imtiyazlı pay senedi temettüleri yönetim kurulu tarafından beyan edilir ve temettü ödemesinin yapılmaması durumunda hukuki olarak temerrüde düşülmüş sayılmaz.¹⁹

İmtiyazlı pay senedi sahiplerinin avantajları şöyledir:

- Kâr payı dağıtımı isteğe bağlıdır.
- Şirketin iyi performans gösterdiği zamanlarda adi pay senedi sahiplerine oranla, kârdan daha çok yararlanabilmektedirler.

Özetle imtiyazlı senetler, adi pay senedi ile tahvil karışımı denebilecek bir pay senedi türüdür. Adi pay senetlerinin taşıdığı ortaklık hakkının yanında farklı ve öncelikli bir temettü hakkı vardır. Bu özelliği de tahvillere benzemektedir. Şöyle ki, imtiyazlı senetler temettüden öncelikli olarak ve sabit bir tutarda yararlanır. İmtiyazlı senetlerin temettü ödemeleri yapıldıktan sonra, adi pay senetleri için olacak temettü ödemesi ancak arta kalan dağıtılabilir kâr üzerinden gerçekleştirilebilir.

1.2.1.3. Oto Finansman Kaynaklar

Şirketin kendi kendini finanse etmesine oto finansman denmektedir. Oto finansman diğer bir deyişle şirketin, elde ettiği kârlarının bir kısmını dağıtmayıp şirkette bırakmasıyla oluşmaktadır. Şirketlerin dışarıdan kaynak almaksızın kendi içerisindeki kaynaklarla sermaye yaratmasıdır.²⁰ Oto finansman, küçük ve orta büyüklükte olan şirketlere ek olarak kredi derecesi düşük şirketler için de esas fon sağlama yöntemidir. Şirketler oto finansman yöntemini kullanarak hem yeni ortak alma ihtiyacından hem de dışarıdan sağlanan borcun faiz ödemelerinden kurtulabilir.

1.2.1.3.1. Yedek Akçeler

Şirketlerin yılsonunda elde ettikleri kârdan gelecekte karşılaşılabilecek güçlükleri önlemek amacıyla ayrılan kısımlara yedekler denir. Başka bir deyişle, kârların

¹⁹Parrino, Kidwell, **a.g.e.**, s.286.

²⁰Sarıaslan, Erol. **a.g.e.** s.99.

dağıtılmayıp şirket içerisinde tutulmasıyla yapılan finansman yedekler adını alır. Kısacası, elde edilen kârın dağıtılmayıp bireysel işletmelerde ve şahıs şirketlerinde yedek akçe hesabına geçirilerek alıkonması sonucu oluşan durumlardır.²¹ Yedekler özkaynakları güçlendirmek, işletmenin devamlılığını ve büyümesini sağlamak, işletmenin sahipleri ile alacaklılarının haklarının korunmasını sağlamak ve işletmenin faaliyetleri sonucu özkaynaklarda meydana gelebilecek azalmayı karşılamak amacıyla net kârın işletmede alıkonulan kısmıdır. Yedek akçeler başarısız dönemlerde istikrarlı kâr dağıtımını imkânı sunmaktadır. Öte yandan şirketin finansal yönden güçlenmesini sağlamaktadır.

1.2.1.3.2. Amortisman

Amortisman, şirketlerin sahip olduğu belirli sürede bozulmaya, eskimeye, aşınmaya, tükenmeye, itfa etmeye, yıpranmaya, demode olmaya maruz kalan duran varlıkların mal oluş bedellerinin ekonomik ömrü boyunca paylara ayrılarak gider olarak yazılmasıdır.²² Amortisman gider olarak yazılmasına karşılık nakit çıkışı gerektirmez. Amortisman bu özelliğinin yanı sıra nakit çıkışını engelleyen ve nakit girişi de sağlayan bir oto finansman kaynağıdır. Amortisman gider olarak yazıldığı için kârları düşürmekte ve ödenen vergi tutarının daha az olmasını sağlamaktadır. Böylece nakit çıkışını azaltarak fon ihtiyacının düşmesini sağlar. Diğer taraftan amortisman nakit girişi sağlayan bir oto finansman kaynağıdır. Dolayısıyla amortisman, hem işçilik hem de hammadde giderleri gibi maliyeti arttıran bir unsurdur.²³

1.2.2. Yabancı Kaynaklar

Şirketlerin faaliyetlerini sürdürmesi, büyütmesi ve geliştirmesi için ortakların yatırdığı sermaye ile faaliyet sürecinde ayrılan özkaynakların kullanılması yeterli olmayabilir. Bu durumda, şirketler ihtiyaç duydukları fonların bir kısmını şirket dışından

²¹Richard Pike, Bill Neale. **Corporate Finance and Investment Decision Strategies**, 4th Edition, Harlow, England, Prentice Hall, 2003, s.416.

²²Osman Okka, **İşletme Finansman**, 4 baskı, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 2010, s. 38-39.

²³Ahmet Aksoy, Kürşat Yalçınar, **İşletme Sermayesi Yönetimi**, 4. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008, s.95.

temin etmektedir.Şirket dışındaki kişi ve kuruluşlardan faiz karşılığında belirli bir süre kullanıp geri ödenmek üzere alınan fonlara yabancı kaynaklar veya borçlar denir.²⁴ Yabancı kaynaklar, üçüncü kişiler tarafından belirli bir maliyet karşılığında verilen belirli bir vadeyi içeren ve alacak hakkı doğuran kaynaklardır.

Yabancı kaynaklar vadelerine göre kısa, orta ve uzun vadeli olmak üzere üçe ayrılır. Bir yıla kadar vadeye sahip olan kaynaklara kısa vadeli kaynaklar, 1-5 yıl arası vadesi olankaynaklara orta vadeli kaynaklar, 5 yıldan daha uzun vadeli kaynaklara ise uzun vadeli kaynaklar denir.²⁵Borçlanmaya başvurmanın bir nedeni, şirketlerin tamamen özsermayeyle veya bireysel sermayeyle fonlanamamasıdır. Zira özsermaye veya bireysel sermaye çok kısıtlı olabilir ya da tüm şirketi fonlayabilecek özsermaye yatırımcısı bulunamayabilir.Borçlanmasının bir başka nedeni ise, borçlanmanın özsermayeden daha ucuz olmasıdır. Böylece borçlanma şirketin fonlanması için daha cazip bir yöntem haline gelir.Borçlanmanın şirketin fonlanmasında özsermayeden daha ucuz olmasının bir takım nedenleri bulunmaktadır.Genel muhasebe yöntemlerine göre, borç faizlerinin yararlandığı ilk ve en şeffaf nedenvergi kalkanıdır. Borç faizi vergilendirilebilen gelirden düşürülür, böylece gerçek borç oranı da düşer. Borcun özsermayeden daha ucuz olmasının ikinci nedeni ise şirketin nakit akışı açısından borca öncelik verilmesi ve özsermaye sahipleri kadar risk tazminat talebi doğurmamasıdır.Özsermayeye temettü ödenmeden önce borç stokunu elinde bulunduranların neredeyse hepsine faizleri ve anlaşma çerçevesindeki diğer borçları da ödenmelidir. Ne kadar çok nakit akışı sağlanırsa o kadar az risk oluşur ve getiri elde edilir.²⁶

²⁴Ahmet Aksoy, **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Ankara, Gazi Büro Kitabevi, 1993.s.23.

²⁵Nurhan Aydın, Mehmet Başak, Metin Çoşkun, **Finansal Yönetim**, Birinci baskı, Eskişehir, Aktüel Tanıtım & Ofset Hizmetleri,2006, s. 193.

²⁶ Allman, a.g.e., s.118.

1.2.2.1. Ticari Krediler (Satıcı Kredileri)

Ticari krediler, tüm işletmeler tarafından kullanılan kısa vadeli fon kaynakları olarak tanımlanabilir. Ticari kredilere satıcı kredileri de denmektedir²⁷. Alıcının herhangi bir ödeme yapmadan satıcıdan aldığı mal ve hizmetler alıcıya fon olarak sağlanmış olur; bu yolla elde edilen krediler ticari kredi olarak isimlendirilir. Küçük ölçekli şirketler, satıcılar hesabını kullananlar arasında başı çekmektedir. Bunun nedeni olarak, küçük ölçekli şirketlerin diğer finansman kaynaklarından faydalanabilmek için gereken vasıflara haiz olmaması gösterilebilir²⁸. Küçük şirketler dışında sermaye yapısı zayıf, likiditesi düşük, yeni kurulmuş işletmeler ve diğer kaynaklardan fon sağlama olanağı kısıtlı şirketler de satın alma sürecinde ticari kredilerden faydalanmaktadır. Bunun yanı sıra bankalardan kredi alamayan şirketler satıcı kredilerini kullanabilirler. Söz konusu şirket için bu süreç oldukça kolaydır şirket, herhangi bir form doldurmadan ya da yazılı bir anlaşma yapmadan satıcı kredisini kullanabilir.

Kısa ve orta vadeli satıcı kredileri mevcuttur. Kısa vadeli satıcı kredileriyle daha çok dönen varlıklar finanse edilirken, orta vadeli satıcı kredileriyle duran varlıklar finanse edilmektedir. Orta vadeli satıcı kredilerinin tutar ve şartlarını etkileyen unsurlar şunlardır:²⁹

- 1- Satın alınan maddi varlığın ekonomik ömrü.
- 2- Satıcı işletmenin büyüklüğü ve satış yapmaya elverişli mali durumda olması.
- 3- Satıcı işletmeler arasında rekabet.
- 4- Aynı malı üretenler arasındaki kalite farkı.
- 5- Satıcı işletmelerin faaliyet kapasitesi.
- 6- Sipariş tutarı ve satıcı işletmenin gelmesi muhtemel siparişlere ilişkin beklentisi.

²⁷ Ceylan, Korkmaz, **a.g.e.** s.148.

²⁸ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2005, s. 325.

²⁹ Aydın, Başak, Çoşkun, **a.g.e.**, s.196.

7- Satıcı işletmenin yeni müşteri çekme ve yeni pazarlara girme konusunda belirlediği politika.

Kısa vadeli ticari kredilerin finansman kaynağı olarak kullanılmasıyla sağlanan bazı avantajlar vardır. Bunlar³⁰;

- Kredinin sağlanmasında kolaylık ve elverişlilik
- Esnek oluşu
- Formalite azlığı
- Yenilenebilirliği
- Vadelerinin uzatılabilirliği

Satıcı kredisinin, krediyi kullananlara sağladığı avantajlarının yanı sıra bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Buna örnek olarak, bahsedilen kaynakların fazla kullanılması durumunda ek maliyetlerin ortaya çıkması verilebilir. Bu kaynaklar kimi zaman alternatif finansman seçeneklerinden daha fazla yük getirebilmektedir. Öte yandan, vade süresi dolmasına rağmen ödeme yapılmadığı takdirde vade farkı ödenmesi zorunluluğu doğar. Son olarak, bu kredilere erişim kolay olduğundan şirketler bir süre sonra daha fazla borçlanmaya başlar.

1.2.2.2.Mali Borçlar

Şirketlerin sağlamış olduğu mali borçlar, banka krediler, finansman bonosu, ve tahvil ihraciden oluşmaktadır.

1.2.2.2.1. Banka Krediler

Ticari krediden sonra en fazla kullanılan fon sağlama şekli olan banka kredileri birçok işletmenin en önemli kaynağıdır. Şirketler, kısa süreli borç ihtiyaçlarını ticari satıcı kredilerinden başka, belirli bir faiz karşılığında banka kredilerini kullanarak da karşılamaktadır.Bunun yanı sıra şirketler cari ve sabit aktiflerini finanse edebilmek için

³⁰Okka,**a.g.e.**,s.148-149.

banka kredisi kullanır. Şirketler, ihtiyaçları olan fonları bankalar aracılığı ile sağlamaktadır.³¹

Kredi kullanmak isteyen müşteriler için öncelikle kredibilite analizi yapılmaktadır. Burada 5C kuralı takip edilmektedir. Bunlar; karakter (character), kapasite (capacity), kapital (capital), teminatlar (collateral) ve koşullar (conditions)'dır. Bu kapsamda, müşteri değerlendirilirken kredi için başvuran şirketin sahip ve yöneticilerinin karakterleri incelenmektedir. Bunun sebebi, karakteri ve kapasitesi uygun olmayan müşterilerin kredilendirilmesinin risk taşımasıdır. Kapitalin yetersiz olması bu aşamada büyük önem arz etmemektedir; teminat alınarak da müşterilere kredi verilebilir.³²Bu krediler kısa vadeli olabileceği gibi orta ve uzun vadeli de olabilmektedir. Literatürde 1 ila 10 yıl arası krediler orta vadeli, 10 yıldan daha uzun süreli olan krediler ise uzun vadeli olarak adlandırılır. Ancak şirketler kısa vadeli kredileri genelde cari aktiflerin finansmanında kullanmaktadır. Orta ve uzun vadeli krediler ise genellikle duran varlıkların finansmanında kullanılmaktadır.

Banka kredilerini kullanmanın bazı sakıncaları da bulunmaktadır. Bu sakıncalar şöyle sıralanabilir:³³

- Banka kredileri için genellikle güvence istendiğinden sadece belirli niteliklere sahip şirketler bu kredilerden faydalanabilir. Örneğin, şirketin güvenilirliği yeterli değilse kredi temini gerçekleşmez.
- Banka kredilerinin bazı durumlarda maliyetleri yüksektir çünkü şirketler bu tür kredileri kullanırken faiz giderinden farklı olarak sigorta, vergi, komisyon ve hizmet geliri başlığı altında maliyetlere de katlanmak zorunda kalır.
- Kredilerin süresinde ödenmemesi durumunda, bazı bankalar hem katı hem de zorlayıcı tasfiye yollarına başvurmaktadır.

³¹James C. Van Horne , John M. Wachowicz, **Fundamentals of Financial Management**, Thirteenth Edition, Prentice Hall, Pearson Education, 2008, s.658.

³²Nurhan Aydın, Mehmet Şen, Niyazi Berk,**Finansal Yönetim-I**, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577, 2012,s.199

³³Arnold **a.g.e.**, s.376-378.

1.2.2.2. Finansman Bonosu

Finansman bonusu kısa vadeli ve teminatsız borç senedidir. İşletmelerin kısa süreli fon ihtiyaçlarına cevap verme hedefine uygun şekilde genelde bankalar ve büyük şirketler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerdir.³⁴ Finansman bonolarının satışı halka arz edilerek ya da halka arzedilmeden gerçekleştirilebilir. Halka açık anonim şirketler, genel kurulun onayından geçmiş son yıllık bilançoda görülen çıkarılmış veya ödenmiş sermaye ve yedek akçeler ile yeniden değerlendirme; değer artış fonunun toplamından, varsa toplam zararlar düşüldükten sonra kalan miktardan fazla bir tutarı olan finansman bonolarını ihraç edemez. Halka açık olmayan anonim ortaklarının ihraç edebilecekleri azami finansman bonusu tutarı hesaplanırken yedek akçeler dâhil edilmez. Yeni finansman bonusu çıkarılabilmesi için önceden çıkarılan bonolar satılmalı ya da satılmayanlar iptal edilmelidir. Şirketler, çıkardıkları borç senetlerini piyasaya satarak kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamaya çalışır. Finansman bonoları, yatırımcı açısından bakıldığında kısa vadeli olduğu için faiz riskinden korunma olanağı sunmaktadır. Finansman bonoları, sahibine belirlenmiş bir tarihte ödemeyi temin etmektedir.

Finansman bonusu türleri şunlardır:³⁵

- **A tipi:** Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları,
- **B tipi:** Banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları,
- **C tipi:** Banka garantisi taşıyan finansman bonoları,
- **E tipi:** Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları,
- **F tipi:** Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatı ile ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonoları.

³⁴Nurhan Aydın, Sermaye **Piyasaları Ve Finansal Kurumlar**, Nadir Kitap, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2010, s.29.

³⁵Mehmet Baha Karan, Yatırım **Analizi ve Portföy Yönetimi**, 2.Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2011, s. 403.

Finansman bonosuyla fon sağlamanın faydaları olarak şunlar sıralanabilir:³⁶

- 1) Alternatif yöntemlerle kıyaslandığında daha düşük maliyetle fon sağlanabilir.
- 2) Uzun işlemler ve zaman kaybından kurtarır.
- 3) Finansman bonosunun para piyasasında dolaşımı, bonoyu çıkaran işletme için saygınlık sebebidir.

Sakıncalar ise şöyle sıralanabilir:³⁷

- 1) Tanınmamış, itibarı yüksek olmayan işletmelerin bu yolla fon sağlaması nispeten daha zordur.
- 2) Finansman bonolarının alıcıları sınırlıdır ve geçmiş bir piyasası yoktur.
- 3) Bonoları çıkaran işletme ile bonoları ellerinde bulunduranlar arasında kişisel nitelikte bir ilişki olmadığı için bonoların süresi geldiğinde ödenmesi gerekir.

1.2.2.2.2.Tahvil İhracı

İşletmeler sermaye ihtiyaçlarını çeşitli yöntemlerle karşılamaktadır. Bunlardan biri, uzun vade özelliği taşıyan ve sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde daha yaygın şekilde kullanılmakta olan tahvil ihraç etme yöntemidir. Tahvil ihracı, şirketlere hem ucuz hem de uzun vadeli kaynak sağlama amacını taşımaktadır. İşletmelerin uzun vadelerde fon sağlamadaki en önemli kalemi tahvildir.³⁸ Tahvil, bir borç belgesidir, anonim ortaklıkların uzun süreli borçlarına karşılık olarak düzenlenmektedir ve piyasada dolaşım yeteneği vardır. Tahvillerin vadeleri 5 ila 20 yıl arasında olabilmektedir. Tahvilin vadesi ne kadar uzarsa özsermaye işlevlerini üstlenme olanağı da o oranda artmaktadır. Tahviller; teminatsız veya teminatlı olarak çıkarılabilmektedir.³⁹ Tahvil sözleşmesiyle şirket, kendisine kredi verenlere belirli bir faiz ödemeyi ve vadesinde de anaparayı iade etmeyi taahhüt etmektedir. Bu yüzden tahvil, ihraç eden şirket ile tahvil sahipleri arasında uzun vadeli hukuki bir borç verme sözleşmesidir.

³⁶ Aydın, Başak, Çoşkun, **a.g.e.** s.205.

³⁷ Aydın, Başak, Çoşkun, **a.g.e.** s.206.

³⁸ Arnold **a.g.e.**, s.405.

³⁹ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 4. Baskı. İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1999, s.327.

Tahvilin birçok çeşidi vardır. Genelde gelecekteki ödemelere ve faize ilaveten tanınan haklara göre bir sınıflandırma yapılmıştır. Tahvil çeşitleri aşağıdaki gibidir:⁴⁰

- 1) Süresiz tahviller,
- 2) Kuponsuz iskontolu tahviller,
- 3) Pay senedine değiştirilebilir tahviller,
- 4) Pay senedi alma hakkı veren tahviller (variant),
- 5) Teminatlı tahviller,
- 6) Kâra katılma hakkı veren tahviller,
- 7) Döviz, altına, enflasyona vs. indeksli tahviller,
- 8) Geri çağırılabilir tahviller,
- 9) İkramiyeli tahviller.

Tahvillerin özellikleri olarak aşağıdakiler sayılabilir:⁴¹

- a) Tahviller, uzun dönemli finansman ve kredi aracı olan borç senetleridir.
- b) Tahviller, dolaşım yeteneğine sahiptir.
- c) Tahvillerin faiz kuponları, tahvilden ayrılmışsa bunlar bağımsız nitelik kazanmış olur ve hamiline yazılı tahvil gibi işlem görür.
- d) Tahviller belirli bir ödeme planına göre itfa edilmelidir
- e) Tahvillerin süresi en az iki yıl olmalıdır.
- f) Tahvil sahiplerinin,öz kaynak sahipleriyle karşılaştırıldığında, gelir ve varlıklar üzerinde öncelik hakları vardır
- g) Tahvil sahipleri işletmenin ortağı olmadıklarından yönetime katılma hakları yoktur.

⁴⁰Karan, **a.g.e.**, s. 377.

⁴¹Rafet Yakar, “Sermaye Yapısı Teorileri ve İmkb’ de Ampirik Bir Çalışma”, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Konya,2011,s.34-35.

1.2.3.Özkaynak ve Yabancı Kaynak Arasındaki Farklar

Özkaynak ve yabancı kaynak arasında farklar bulunmaktadır. Bu farklar altı başlık altında incelenebilir. Birinci başlık olarak “süreyi” ele alalım. Yabancı kaynağın vadesi uzun olabilir ancak geri ödeme tarihi krediyi verenler tarafından belirlenmektedir. Öte yandan özsermaye şirketler için sürekli bir kaynak niteliğinde olduğundan bunların herhangi bir süresi yoktur. İkinci başlık olarak “şirket geliri üzerindeki talep hakkına” bakalım. Borçlar şirket geliri üzerindeki talep hakkı konusunda önceliğe sahiptir. Borçlanma, faizi de beraberinde getirdiğinden şirketin kârına bakılmaksızın kullanılan borcun faizinin ödenmesi beklenir. Şirketin kârından, öncelikle borç verenler ve daha sonra da ortaklar paylarını alır. Üçüncü başlık olarak “şirketin varlıkları üzerinde talep hakkını” inceleyelim. Şirket tasfiye edilirse şirketin sahip ve ortaklarıyla karşılaştırıldığında, borç verenlerin şirket varlıkları üzerinde hak talep etme konusunda öncelikleri vardır. Şirket ortakları, borçlar ödendikten sonra kalan bakiyeyi aralarında paylaşır. Dördüncü başlık olarak da “yönetime katılma ve denetim hakkını” ele alalım. Yönetim konusunda söz sahibi olanlar sadece şirkete özsermaye sağlamış hissedarlardır. Borç verenler yönetimde doğrudan söz sahibi olamazlar. Ancak buna bir istisna olarak, dolaylı yollardan örneğin kredi sözleşmelerine konulacak özel koşullarla ve sınırlı olmak üzere yönetime katılabilirler. Beşinci başlık olarak ise “vergi kalkını” yabancı kaynaklar açısından vergi indirme konusunda büyük avantajlar sağlamaktadır, fakat özsermaye açısından bu böyle değildir. Altıncı ve son başlık olarak “vade” açısından özsermaye kullanımında süre sonsuzdur. Yabancı kaynaktan ise vade sabittir ve belli bir zaman sonunda süresini tamamlar.⁴²

⁴²Damodaran, **a.g.e.**, s. 482-483.

Tablo 1.1: Özkaynak ile Yabancı Kaynak (Borç) Arasındaki Farklar

Özellikler	Özkaynak	Yabancı Kaynak
Süre	Belirli bir süresi yoktur. Sürekli kaynaktır.	Belirli bir süresi vardır. Süre sonunda ödenmesigerekir.
Şirket geliri üzerinde talep hakkı	Öncelik hakkı yoktur. Tutar belirli değildir. Kesinlik yoktur.	Öncelik hakkı vardır. Tutarı belirlidir. Kesinlik vardır.
Şirketin varlıkları üzerinde talep hakkı	Öncelik hakkı yoktur. Tutar belirli değildir. Kesinlik yoktur.	Öncelik hakkı vardır. Tutar belirlidir. Kesinlik vardır.
Yönetime katılma hakkı	Var	Yok
Vergi Kalkanı	Vergi İndirimi Yok	Vergi İndirimi
Vade	Sonsuz	Sabit

1.3. Sermaye Maliyeti

Finans yöneticisinin amacı şirketin pay senedi fiyatlarını en yükseğe çıkarmaktır. Pay senedi fiyatlarının maksimize edilmesiyle yönetim, hissedarların zenginleşmesine katkı sağlar. Bu amaçla, toplam nakit giriş değerinin toplam nakit çıkış değerinden mümkün olduğunca yüksek olmasını sağlamak için yöneticiler yatırım ve finansman kararları almalıdır (fayda>maliyet)⁴³.Şirketlerin hedefi hissedarların servetlerini maksimuma ulaştırırken sermaye maliyetini minimuma düşürmektir. Bu hedefe ulaşmak

⁴³Parrino ,Kidwell,a.g.e.,s.14.

için dikkat edilmesi gereken en önemli konulardan biri, sermayenin maliyetini hesaplamaktır. Sermaye maliyeti hesaplamaları zor bir konu olmasına rağmen detaylı bir yaklaşımla sermaye maliyetinin hesaplanması mümkündür.

Bir şirketin yatırımlarını finanse etmek için kullandığı sermaye; borçlar, imtiyazlı pay senetleri, dağıtılmayan kârlar ve adi pay senetleri için ödemek zorunda olduğu bedeldir. Sermaye maliyeti, işletmenin pay senetlerine yatırım yapacak yatırımcıların talep etmiş oldukları getiri oranı olarak da ifade edilir. Kısacası, yatırımlardan beklenen getiriye sermaye maliyeti denir. Bu konu; kredi veren kurumlar ve yatırım yapmak isteyenler için önem taşımaktadır; zira her şirketin riskve getiri oranı farklı düzeydedir. Sonuç olarak, sermaye maliyeti şirketin yatırımcı beklentilerine cevap verebilmek için elde etmesi gereken minimum getiri manasındadır.⁴⁴Sermaye maliyeti sermaye projesinin yönetim tarafından kabul edilmesi için gereken getiri oranıdır. Yatırımcı parasını en iyi alternatifte değerlendirmek yerine başka bir aktife yatırdığı için sermaye maliyeti bir fırsat olarak ele alınabilir. Örneğin, bir yatırımda alternatif yatırım seçeneğinden elde edilebilecek olan getiriden vazgeçilmiş olur. Kaybedilen bu getiri vazgeçilen diğer fırsattan kaynaklandığı için fırsat maliyeti olarak adlandırılmaktadır.⁴⁵Şirketin performansını ölçmek veya yeni yatırım fırsatlarını değerlendirmek için sermaye maliyetini dikkate almak gerekmektedir. Zira şirketin hedefi sermayeyi düşük maliyetle kullanmak ve şirketin değerini yükseltmektir. Öte yandan, fonların maliyetini bilmek önemlidir. Bir başka deyişle, sermaye maliyeti şirket için gereken kâr oranıdır. Dolayısıyla şirketler sermaye maliyetini yatırım projeleri için bir indirim oranı olarak kullanmaktadır.

Yatırım fırsatlarının kıyaslanmasında ve son kararın verilmesinde sermaye maliyetinin önemi daha da öne çıkmaktadır. Öte yandan, yöneticiler ve hissedarlar düşünüldüğünde, sermaye maliyeti çok daha farklı bir anlam kazanabilir. Bunun nedeni olarak ise hissedarların sermaye maliyetini fırsat maliyeti olarak görmelerine rağmen

⁴⁴Cudi Tuncer Gürsoy, **Finansal Yönetim İlkeleri**, Doğu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1, 2007, İstanbul, s.545,546.

⁴⁵Parrino ,Kidwell,**a.g.e.**,s.316.

yöneticilerin bunu yatırım giderleri ve nakit çıkışı gerektiren ve şirketin gelir tablosunu etkileyen bir unsur olarak görmeleri söylenebilir.⁴⁶

1.3.1.Özkaynak Maliyeti

İşletme kârlılığını ve başarısını etkileyen önemli faktörlerden biri olarak kullanılan kaynakların maliyeti sayılabilir. Kuruluşta, sermaye yapısını oluştururken ya da zaman içindeki gelişmelerer göre değişiklik yapmak gerektiğinde yeterli bir özsermaye olmadan işletmenin sürekli borçlanarak faaliyet gösteremeyeceği dikkate alınmalıdır. Şirketler zaman içinde maliyeti yüksek olan sermaye unsurunun payını azaltıp işletme kârlılığını arttırmaya odaklanmalıdır.⁴⁷Özkaynak maliyeti, bir şirketin piyasa değerinin değişmemesi için şirketin özkaynak ile finanse edilen bölümünün yatırım projelerinin üzerinden elde edilmesi gereken minimum kârlılık oranı olarak tanımlanabilir.⁴⁸ İşletmelerin yalnızca özsermayelerini yatırım amacı ile kullandığı durumlar özsermaye maliyeti olarak adlandırılmaktadır. Ekonominin durumu, faiz oranları, vergiler ve şirketin risk derecesi özsermaye maliyetini etkilemektedir. Özsermaye maliyeti üç bölümde incelenmektedir. Bunlar adi pay senedi maliyeti, yeni ihraç edilen pay senedi maliyeti ve dağıtılmamış kârların maliyetidir.

1.3.2.Borç Maliyeti

İşletme faaliyetlerinin dış kaynakla finanse edilmesi halinde, sağlanan sermayenin maliyeti uygulanan belli bir oranla hesaplanan faiz giderleri ile dış kaynağın bulunması sırasında ortaya çıkan diğer giderlerin hesaplama dâhil edilmesi gerekir.⁴⁹ Dış kaynak kullanıldığında vergiden önceki ve sonraki sermaye maliyeti hesaplanmalıdır. Bir başka deyişle, kaynağın şirkete verdiği para ile şirketin gelecek dönemlerde bu para için vereceği faizi ve anapara taksiti olarak ödeyeceği miktarı eşitleyen faiz veya iskonto oranına borç maliyeti denmektedir.

⁴⁶Gordon Donaldson, "Financial Goals and Strategic Consequences", **Harvard Business Review**, May 1985.

⁴⁷ Berk ,**a.g.e.**, s.265.

⁴⁸ Horne ,Wachowicz,**a.g.e.**,s.383.

⁴⁹Berk ,**a.g.e.**, s.265.

Faiz giderleri vergi indirimine tabi olduğundan kuruma vergi kalkını sağlamaktadır. Mali sıkıntıyla ilgili maliyetleri veriskiarttırması sebebiyle açık maliyetler olarak artan beklenen borç faizi, örtük maliyetler olarak da özsermaye ve diğer menkul kıymetler gözardı edilerek borç maliyeti basitçe $kd (1-T)$ olarak hesaplanır. Şirketler, sermaye giderlerini çıkarır ve daha sonra net geliri hesaplar. Kurumlar vergisi net geliri temel almaktadır. Şirket kazançlıysa vergi kâr getirebilir. Kâr elde edemeyen şirketler, kurumlar vergisi ödemez. Dolayısıyla onlar için borcun vergi kârı yoktur. Borç maliyeti, borcun marjinal maliyetini öğrenmek için yeni borç üzerindeki faiz oranıyla hesaplanmalıdır borç vergi indirimine tâbi olduğundan, borç maliyeti şöyle hesaplanır:⁵⁰

kd = tahvil sahipleri veya alacaklıların beklenen getiri oranı – vergi tasarrufları

Vergiden sonra borç maliyeti: $kd - (kd * T) = kd * (1-T)$

kd borç üzerindeki faiz oranını ve T kurumlar vergisi oranını belirtmektedir.

1.3.3.Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti denince genellikle yapılan pratik tanım, işletmenin kararıyla kullanılan fonların ortalama maliyetidir. Şöyleki ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti; şirketin kullanmakta olduğu yabancı kaynak, özsermaye, adi pay senedi maliyeti, imtiyazlı pay senedi maliyeti, dağıtılmayan kârların maliyeti, amortisman yoluyla sağlanan fonların maliyeti, kısa vadeli kredilerin maliyeti, tahvil çıkarma maliyeti gibi kaynakların ortalama maliyetidir.

İşletmeler için sermaye maliyeti, yatırımlardan sağlanan getiri oranını gösterir. Bir işletme için teorik olarak, varlıkların finansmanında yalnızca özsermaye fonlarının kullanılması mümkündür. Bu durumda sermaye maliyeti çıkarılmış olan pay senetlerini satın alan yatırımcıların ve işletmenin pay senetlerinden bekledikleri getiri oranından oluşur. Bununla birlikte, işletmeler sermaye yapılarını oluştururken varlıklarının

⁵⁰Seda Şişman , “Determinants Of The Capital Structure: A Research On The Manufacturing Companies Listed On The Ise 100” , Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2006,s.9.

finansmanında önemli miktarda uzun vadeli borç ve aynı zamanda da imtiyazlı pay senetleri kullanır. Böyle bir durumda sermaye maliyeti, işletmenin çeşitli kaynaklardan sağlamış olduğu ve gerek özsermaye, gerekse de borç şeklinde kullandığı fonların ortalamasından oluşur. Sermaye maliyetinin yanlış hesaplanması işletmenin gerek finansman gerekse de yatırım kararlarını olumsuz etkileyerek işletme değerinin düşmesine neden olacağından, sermaye maliyetinin doğru belirlenmesi oldukça önemlidir.⁵¹Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında asıl olan borcun toplam içerisindeki oranı ve özsermayenin toplam içerisindeki oranının cari değerler üzerinden hesaplanmasıdır. Özsermayenin cari değeri olarak şirketin borsadaki pay senedi fiyatı ile toplam pay senedi sayısının çarpımı kullanılabilir.⁵²Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) şirketin finansmanında kullanılan sermaye çeşitlerinin (borç ve özsermaye) ağırlıklı ortalamasıdır. Her bir sermaye çeşidinin temsil ettiği toplam sermaye ölçüsünde ağırlıklandırılarak hesaplanır.Şirketin sermaye maliyeti, şirket tarafından kullanılan tüm finansman maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır.Bu ağırlıklandırmalar tüm şirket değerinin farklı finansman çeşitleriyle gösterilmesi anlamına gelir. Her bir finansman çeşidini bu şekilde ağırlıklandırarak şirket için yatırım yapılan her bir doların toplam ortalama fırsat maliyeti elde edilir. ⁵³

⁵¹Nurhan Aydın, Ali Ceylan, Mehmet Başar, Metin Coşkun, Hasan Bakır, **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 779, s.261.

⁵²Ercan , Ban,**a.g.e.**,s.214.

⁵³Parrino ,Kidwell,**a.g.e.**,s. 432 .

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir:

$$WACC = k_e \{ E / (E+D) \} + k_d \{ D / (E+D) \}$$

Formüldeki sembollerin anlamları aşağıda verilmiştir:

k_e= Özkaynakların maliyeti

k_d= Yabancı kaynakların maliyeti (vergi hariç),

k_e= İmtiyazlı pay senetlerinin maliyeti

E= Özkaynakların piyasa değeri

D= Yabancı kaynakların piyasa değeri

AOSM olarak kısaltılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermaye bileşenlerinin ağırlıklı ortalama maliyetinin toplamıdır. AOSM, şirketler tarafından projelerin net bugünkü değerini hesaplamak için indirim oranı olarak kullanılmaktadır. AOSM projenin kârlılığından daha yüksek ise finans yöneticileri yatırım yapmaz. Dolayısıyla, şirketler için AOSM'yi hesaplamak önemlidir. AOSM en aza indirildiğinde yatırım projelerinin net bugünkü değerindeki artışın yanı sıra net nakit akışı ve şirketin değeri artmaktadır. Sonuç olarak minimum AOSM, şirketin değerini maksimuma ulaştıran indirim oranıdır. Şirketler yeni bir projeye yatırım yaptıklarında ek sermaye maliyetini bilmek ister. Bu sebeple AOSM'nin gelecekteki sermaye maliyeti olduğunu bilmek önem taşımaktadır. Dolayısıyla AOSM'yi hesaplarken dikkatli olmak gerekmektedir. Bu noktada, eski oranlar yerine borcun ve özsermayenin piyasa değeri kullanılmalıdır. Eski oranlar şirketin önceki performansı ile ilgili bir fikir verir ancak yeni yatırımlarda kullanılmak üzere ek sermaye maliyetini hesaplanmasında pazar değerleri büyük önem arz etmektedir.⁵⁴

⁵⁴Şişman, a.g.e., s.14.

AOSM= [(borcun oranı)*(vergi sonrası borç maliyeti)] + [(imtiyazlı pay senedinin oranı)*(imtiyazlı pay senedi maliyeti)] + [(ana sermayenin oranı)*(ana sermaye maliyeti)]

AOSM= $w_d \cdot k_d + w_{ps} \cdot k_{ps} + w_e \cdot k_e$

Şirketin özsermayesi, artan kaldıraç sebebiyle özsermaye maliyetinden daha riskli ve yüksek olacaktır. k_d 'nin sabit kaldığını düşünsek bile k_s kaldıraçla birlikte artmaktadır. k_s 'deki artış AOSM'yi sabit tutmak için tümüyle yeterlidir. Şirketler sermaye yapılarını optimum sermaye yapısına göre değiştirmektedir. Yöneticiler borç seviyesinin optimumdan daha fazla olduğunu düşünürse iflas tehdidine göre karar vermektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI VE ŞİRKET PERFORMANSI

2.1.Sermaye Yapısı Yaklaşımları

1950’li yıllardan bugüne finans literatüründe sermaye yapısına dair birçok farklı teori üretilmiştir. Farklı dayanak noktaları olan bu teoriler asıl olarak bir şirketin sermaye yapısının sermaye maliyeti ve pazar değeri üzerindeki etkisini açıklamaya çalışmaktadır.¹ Sermaye yapısıyla ilgili teorilerde klasik ve güncel teoriler şeklinde bir ayırım yapılmaktadır. Net gelir teorisi, net faaliyet geliri teorisi, Modigliani-Miller teorisi ve geleneksel teori klasik teoriler içinde sayılmaktadır. Güncel teoriler olarak ise denge teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, vekâlet Teorisi teorisi ve sinyal teorisi vardır.

Geleneksel olarak ekonomi alanında kullanılan analitik yöntem ve metotların finans alanında da kullanılmasıyla birlikte sermaye yapısı kavramı, şirketlerin sermaye yapılarını değiştirerek sermaye pay senetlerinin piyasa değerini maksimize etmeleri ve maliyetlerini minimize etmeleri kapsamında incelenmeye başlanmıştır. Şirketin borç tutarını belli bir noktaya (optimal sermaye yapısı) kadar yükselterek piyasa değerini artırabilmesi finans literatürünün en merak uyandıran inceleme konularından biri olmuştur.²

¹Dilek Demirhan ,“ Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya özgü Faktörlerin Analizi: IMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Academic Review**,9(2), 2009,s.677-697 .

²Stewart C. Myers, “The Capital Structure Puzzle”, **The Journal of Finance**, Volume: 39, Issue: 3, 1984, s. 575-592.

2.1.1.Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları

Klasik sermaye yapısı yaklaşımları, şirketlerin sermaye yapısındaki farklılıklarının, şirket değeri ve sermaye maliyetini nasıl etkilediğini belirten yaklaşımlardır. Bu yaklaşımların dayandığı varsayımlar şu şekilde sıralanmaktadır.³

- a) Bu tür yaklaşımlarda gelir vergisinin olmadığı varsayılmaktadır.
- b) Şirket, gelirlerinin tamamını kâr payı olarak dağıtmaktadır. Böylece kâr payı politikasını analize dâhil etmek gerekmemektedir.
- c) Pazardaki tüm yatırımcılar için, her şirketin kâra yönelik beklentileri aynı olmaktadır.
- d) Şirketin faaliyet gelirinin artmayacağı beklenmektedir. Gelecekteki bütün dönemler için beklenen değerler, cari dönem gelirleri ile aynı olmaktadır.
- e) Yatırım tekliflerinin birden çok olması işletmedeki risk bileşimini etkilemez. Böylece işletme riskinin sabit kaldığı kabul edilir.

2.1.1.1.Net Gelir Yaklaşımı

Net Gelir Yaklaşımına göre sermaye yapısı ile şirket değeri arasında bir ilişki mevcuttur.

Net gelir yaklaşımı, sermaye yapısının oluşumu ve şirket değerinin belirlenmesinde kaldıraç faktörünü (Borç/Özsermaye) en etkili biçimde dikkate alan yaklaşımdır. Bu yaklaşımın varsayımlarına göre ,işletmenin borçlanma ve özsermaye maliyetleri , sermaye yapısı ne olursa olsun sabit kalır . Bu sebeple ,bir işletme sermaye yapısı değiştirmek suretiyle , piyasa değerini yükseltmek , ortalama sermaye maliyetini düşürmek olanağına sahiptir.⁴Bu yaklaşım kapsamında,bir şirketin sermaye yapısını değiştirerek ve borçlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürüp şirketin cari piyasa değerini arttırabileceği öne sürülmektedir. Bu yönde iki dayanak bulunmaktadır.

³James C. Van Horne ,**Financial Management and Policy**, Second edition , New Jersey, Englewood Cliffs Prentice-Hall ,1971,s.201.

⁴Ceylan , Korkmaz, **a.g.e.** ,s.241.

Bunlardan birincisi, borçlanma maliyetinin özsermaye maliyetinden daha az olmasıdır. İkincisi ise, şirket ne kadar borçlanırsa borçlansın, borçlanma maliyeti ve özsermaye maliyetinin çeşitli sermaye yapıları için değişmemesidir.⁵

Net Gelir yaklaşımı, hem işletmenin toplam sermaye maliyetinin hem de piyasa değerinin borç/özsermaye oranından etkileneceğini iddia etmektedir. Bu yaklaşıma göre, borçlanma maliyeti özkaynak maliyetinden daha az olduğu için işletmeler sermaye yapıları içerisinde borç kullanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltma ve böylece piyasa değerlerini arttırma imkânına sahiptir. Net gelir yaklaşımı, bütün sermaye bileşimlerinde hiçbir kaynağın maliyetinin değişmediğini ve borçlanma maliyetinin özsermaye maliyetinden daha düşük olduğunu kabul etmektedir. Bu yüzden kaynak yapısının borç lehine değişmesi halinde, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve piyasa değeri artmaktadır. Borç maliyeti ile özsermaye maliyeti arasındaki fark ne kadar büyük ve borç oranı toplam kaynaklar içerisinde ne kadar yüksek olursa işletmenin piyasa değeri de o kadar artacaktır. Bu yaklaşımda borçlanmanın işletmenin finansal riskini artıracığı ve bununla yeni borçlanmaların maliyetinin yükseleceği, aynı zamanda özsermaye koyanların da daha yüksek bir getiri talebinde bulunacakları dikkate alınmamaktadır.⁶ Bu yaklaşım kapsamında, ortaklara düşen kâr payının, sabit varsayılan bir kapitalizasyon oranı ile sermayeye dönüştürüldüğü savunulmakta ve toplam kapitalizasyon oranının şirketin kaldıraç oranı ile ters orantılı olduğu öne sürülmektedir.⁷ Net gelir yaklaşımına göre, şirket mümkün olan en yüksek kaldıraç aşamasını kullanarak optimal sermaye yapısına ulaşmaktadır. Şirketin piyasa değeri, borcun piyasa değeri ile özsermayenin piyasa değerinin toplamından oluşmaktadır.

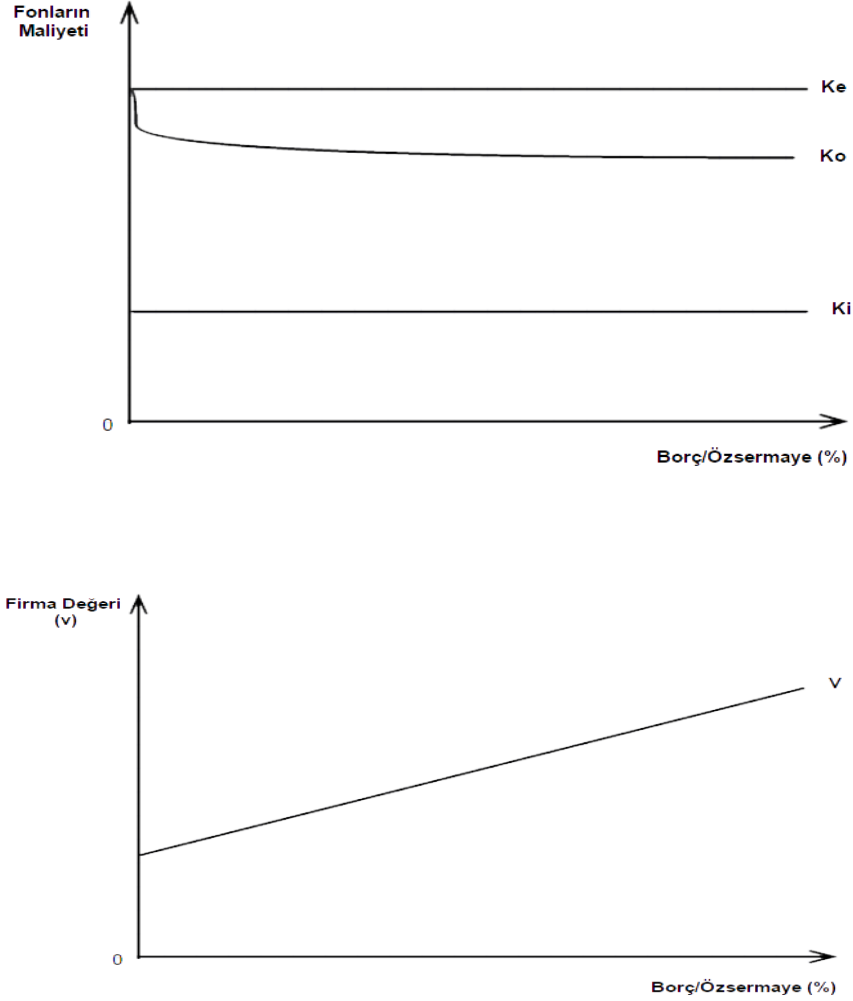
⁵Gizem Özsırkıntı, “ Sermaye Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’a Kote Edilmiş İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”,Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi ,Sosyal Bilimler Enstitüsü , Adana / Haziran 2014, s.24.

⁶ Aydın, Ceylan, Başar, Coşkun, Bakır , **a.g.e.**, s.277.

⁷ Meral Tecer, “İşletmelerde Sermaye Maliyeti”, **Türkiye Ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları No: 188**, Ankara, 1980.

Net gelir yaklaşımında bir işletmenin yabancı kaynak/özsermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.⁸

Şekil 1:Net Gelir Yaklaşımı



Kaynak:Akgüç,a.g.e., s.487-488.

Şekil 1’de görüldüğü gibi, borç oranı arttığı takdirde ortalama sermaye maliyeti (k_o) düşmekte, şirket değeri artmaktadır. Buna göre, sermaye yapısında meydana

⁸Akgüç Öztin, **Finansal Yönetim**, 9. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, , 2011,s. 487.

gelecek bir değişiklik, özsermaye (ke) ve borçlanma maliyetlerinde (ki) herhangi bir değişikliğe neden olmayacaktır.

Bu yaklaşım iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımlar şunlardır:

- (i) Özsermaye maliyeti borç maliyetinden daha yüksektir.
- (ii) Özsermaye maliyeti ve yabancı kaynak maliyeti şirketlerin çeşitli sermaye yapıları için sabit kalmaktadır. Yabancı kaynakla finansman, şirketin uzun sürede net faaliyet geliri yaratma kapasitesini de etkilemektedir. Ağır faiz ve ana para ödemeleri, şirketin likit fonlarını azaltarak şirketin yeni kârlı yatırımlar geliştirmesini engeller. Hatta aşırı hallerde likidite sorunu şirketlerin tasfiyesine dahi yol açabilir.

Bu nedenle bir şirketin özsermaye yerine borç kullanma yoluyla piyasa değerini sürekli yükselteceği görüşü her zaman geçerli olmayabilir.

2.1.1.2.Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

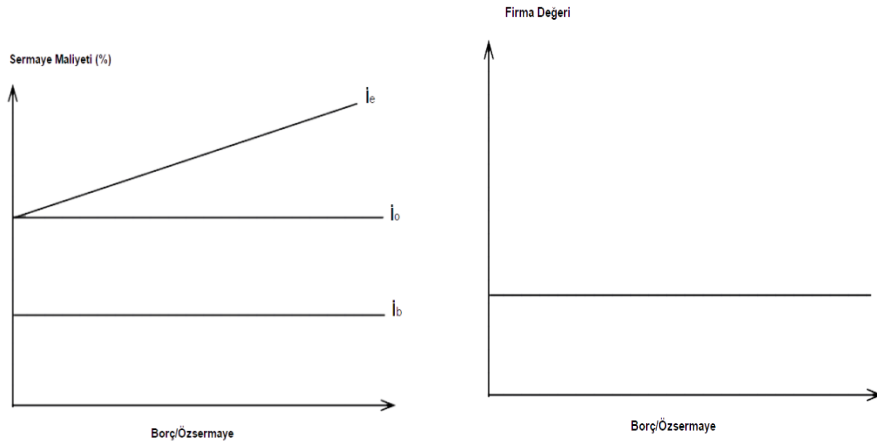
Net faaliyet geliri yaklaşımı David Durand tarafından 1952 yılında yazdığı makalede tanımlanmıştır. Bu yaklaşımda, net gelir yaklaşımının aksine sermaye yapısı ile şirketin piyasa değeri arasında bir ilişki yoktur ve şirketin sermaye yapısındaki değişmelerin şirket değerini etkilemediği öngörülür.⁹ Şirket değerinin tüm hallerde sabit kalacağı varsayımı ortaya konmuştur. Net faaliyet geliri yaklaşımı, net gelir yaklaşımının karşıtı bir görüştedir. Net gelir yaklaşımında şirketin sermaye yapısında değişiklik yaparak şirketin piyasa değerinin yükseltilebileceği savunulurken, net faaliyet geliri yaklaşımının temel varsayımı farklı sermaye yapıları için ortalama sermaye maliyetinin sabit kaldığıdır. Yani; ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, sermaye maliyetinin ve finansal kaldıracın değiştirilmesiyle işletme değerinin değişmeyeceği ifade edilmektedir.¹⁰ Bu yaklaşımı savunanlara göre, işletme riski ve yatırımlarından sağladığı gelirin dağılımı benzer olan iki işletme aynı beklenen getiri oranına veya

⁹David Durand,"Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement", Conference on research in business finance, NBER, 1952.

¹⁰Horne, Wachowicz, a.g.e. s.383.

piyasa değerine sahip olacaktır. Dolayısıyla bir işletmenin değeri, net faaliyet gelirinin sabit bir ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugüne indirgenmesi ile elde edilir. Yaklaşımın temel varsayımı olan kaldıraç derecesinin dikkate alınmaması, kaldıraç seviyesinin işletme değerinden bağımsız olduğu görüşünün desteklendiğini gösterir. Haliyle sermaye yapısının işletme değeri üzerinde etkisi yoktur. Sonuç olarak, işletme finansmanında borçlanma yoluna ne kadar başvurulursa başvurulsun pay senetlerinin değeri bundan etkilenmeyecektir.¹¹

Şekil 2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı



Kaynak: Ceylan, Korkmaz, **a.g.e.**, 2012, s.240

Şekil 2’de , kaldıraç kullanımındaki artış sermaye maliyetini etkilememektedir. Şirket finansman için borca başvurduğu takdirde özsermaye maliyeti bununla orantılı olarak artmaktadır. Şirkete ortalama sermaye maliyetinden daha ucuz fon sağlandığında özsermaye maliyeti yükselmekte fakat ortalama sermaye maliyeti aynı kalmaktadır. Ortalama sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısını ve piyasa değerini etkilememektedir. Hiçbir sermaye yapısı şirket değerini etkilememektedir. Hepsi şirket için eşit değerdedir.¹² Bu yaklaşımın en önemli sonucu, sermaye yapısını değiştirerek ortalama sermaye maliyetini düşürme ve şirket değerini arttırma olanağı olmadığına göre

¹¹Aynur Canki, “Finansal Performans Ölçümünde Sermaye Yapısının Etkisinin Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2014.

¹²Ceylan, Korkmaz, **a.g.e.** ,s.241.

şirketler için tüm sermaye yapılarının aynı olduğu ve optimal bir sermaye yapısının olmadığıdır.

2.1.1.3.Modigliani ve Miller Yaklaşımı

Modigliani ve Miller (1958) tarafından ilk kez gündeme getirilen sermaye yapısı yaklaşımı kapsamında piyasaların mükemmel işlediği savunulmuştur. Yani vergileme, iflas maliyetleri, temsilci maliyetleri ve piyasa aksaklıklarının olmadığı durumlarda işletmelerin sermaye yapılarının işletme değerini etkilemediği, borçlanma miktarını değiştirmekle işletme değerinin arttırmayacağı ileri sürülmüştür. Başka bir deyişle işletme değeri; vergiler, asimetrik bilgi, işletme iflası göz önünde bulundurulmadığı takdirde sermaye yapısından bağımsızdır. Buna ek olarak aynı sınıftaki işletmeler ile pay senetleri arasında tam korelasyon mevcuttur. Kısacası, işletmeler birbirlerini ikame edebilir.¹³ Ancak bu makaleden beş yıl sonra sermaye yapısına ilişkin olarak Modigliani ve Miller (1963) tarafından yayımlanan ikinci makalede verginin sermaye yapısı üzerine etkisi araştırılmıştır. Sonuç olarak, şirketlerin borçlanma karşılığı ödediği faizlerin vergiden düşülmesi anlamına gelen ve finans literatürüne “vergi kalkanı” olarak geçen avantaj nedeniyle şirketlerin borçlanmayı tercih edeceği belirtilmiştir. Başka bir deyişle, işletmelerin borç kullanımı verginin olmadığı ortamda önemsizken vergili ortamda borç kullanımı arttıkça borcun sağladığı vergi tasarrufları nedeniyle işletme değeri de buna bağlı olarak artmaktadır.¹⁴ Bu yaklaşıma göre, bir işletmenin sermaye yapısını değiştirmek o işletmenin sermaye maliyetini ve işletme değerini etkilemez. Finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun işletmenin sermaye maliyeti değişmeyecektir. Yatırım yapanların rasyonel hareket ettiği ve kusursuz piyasaların bulunduğu bir dünyada, birbirinin aynı iki şirketinkaldıraç dereceleri farklı olmasına rağmen aynı toplam piyasa değerine sahip olduklarını ifade etmektedir.¹⁵

¹³ Franco Modigliani, Merton H. Miller ,“The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment” ,**The American Economic Review**, Cilt:3, 1958, s.261-297.

¹⁴Franco Modigliani, Merton H. Miller,"Corporate income taxes and the cost of capital: a correction" ,**The American Economic Review**, 1963, s. 433-443.

¹⁵Anne P. Villamil,"The Modigliani-Miller Theorem" ,**The New Palgrave Dictionary of Economics**, Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.

Modigliani-Miller yaklaşımı bazı temel varsayımlara dayanmaktadır. Franco Modigliani ve Merton H. Miller tarafından geliştirilen bu yaklaşımın dayandığı varsayımlar şu şekilde sıralanabilir¹⁶:

- a) Sermaye piyasaları kusursuzdur, mükemmeldir ve etkindir. Bu piyasalarda tam rekabet koşulları geçerlidir.
- b) Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirleriyle olasılık dağılımı için beklenen değerler, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.
- c) Şirketler, eş risk gruplarına bölünebilir. Aynı sınıftaki tüm şirketler, aynı işletme risk derecesine sahiptirler.
- d) Gelir üzerinden alınan kurumlar vergisi mevcut değildir. (Bu varsayım daha sonradan kaldırılmıştır.)
- e) Yatırımcılar şirketlerin gelecekteki getirileri ile ilgili olarak homojen beklentilere sahiptir.
- f) İflas maliyetleri yoktur.
- g) Gelecekteki nakit akımlarında bir büyüme söz konusu değildir.

Modigliani-Miller üç temel önerme ileri sürmektedir. Bunlar aşağıdaki gibidir:

Modigliani-Miller'in I. Önermesi

Herhangi bir işletmenin toplam piyasa değerinin, işletmenin sermaye yapısından bağımsız olduğu kabul edilmektedir. Bu önermeye göre, bir işletmenin AOSM'nin borç/özsermaye oranından bağımsız olduğu ve sermaye yapısında borç kullanmayan yani tamamen özsermaye ile finansman sağlayan işletmenin sermaye maliyeti, borç kullanan işletmenin sermaye maliyetine eşittir.¹⁷ Modigliani-Miller'in I. önermesine göre; aynı risk sınıfında bulunan şirketlerin, varlıklarını özkaynak ya da yabancı kaynak ile finanse etmeleri şirket değerinde bir değişikliğe yol açmayacaktır. Eğer aynı risk

¹⁶Horne a.g.e., s.211.

¹⁷Richard Pike, Bill Neale. **Corporate Finance and Investment Decision Strategies**, 4th Edition, Harlow, England, Prentice Hall, 2003, s.524.

kategorisinde bulunan iki şirketten biri tamamen özkaynak ile diğeri hem özkaynak hem de yabancı kaynak ile finanse edilmişse, bu iki şirketin piyasa değerleri tam rekabet piyasasında aynı olacaktır. Ancak bu önermede hem vergi dikkate alınmamaktadır hem de Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı desteklenmektedir.

Yatırım yapılmadan önce şirketin piyasa değeri şu şekilde gösterilebilmektedir:

$$V_0 = X_0$$

V = Kaldıraçlı Şirket Değeri

X = Kaldıraçsız Şirket Değeri

Modigliani-Miller'in II. Önermesi

Modigliani-Miller'ın ilk önermesi sermaye maliyetiyle ilgiliyken, ikinci önermesi hissedarlar tarafından beklenen getiri oranıyla ilgilidir. Şöyle ki, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti çeşitli yabancı kaynak ve özkaynak oranları için aynı kalmaktayken yabancı kaynağın maliyeti özkaynaktan düşüktür. İşletme yabancı kaynak ile finansman sağlamaya devam ettikçe özkaynağın maliyeti de artacaktır.¹⁸ Modigliani-Miller'e göre, özkaynaklara ilişkin toplam risk; iş riski ve finansal risk olmak üzere iki ana unsurdan oluşmaktadır. İş riski, şirketin üretim ve satış faaliyetleri ile ilgili sahip olduğu iktisadi varlıkların özelliklerinden kaynaklanan risktir ve iş riski sermaye yapısından etkilenmemektedir. Finansal risk ise, tamamen borçlanma politikası tarafından belirlenen risktir. Yabancı kaynak/özkaynak oranı arttıkça iş riski sabit kalırken, finansal risk yükseleceği için özkaynak maliyeti yükselir. İşletme riskini ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlerken, finansal riski yabancı kaynağın özkaynağa oranı belirlemektedir. İşletmeler borçlanma seviyesini artırdığında hissedarlar bu artan borçlanmaya karşılık daha yüksek bir getiri oranı talep etmektedirler. İşletmeler bu artan finansal risk için hissedarlarına risk primi öderler. Dolayısıyla özkaynak maliyetindeki artış, daha ucuz olan borcun ağırlıklı ortalama

¹⁸ A.e., s.525.

sermaye maliyetinin yarısına eşit oluncaya kadar devam eder.¹⁹Özetle, beklenen özsermaye getirisi ile kaldıraç oranı arasında doğrusal bir fonksiyonu vardır.

Modigliani-Miller'in III. Önermesi

Modigliani-Miller'in III. önermesi ise iflas maliyetleri ve temsilci maliyetlerinin dikkate alınmasıyla kaldıraçın kullanılmasının belli bir seviyeye kadar şirketi olumlu etkilediğini, bu seviyeden sonra ise şirketin değerini düşürdüğünü savunur.²⁰ Modigliani-Miller'in III. önermesine göre bu durum finansal sıkıntı ve temsilci maliyetlerinden ileri gelmektedir. Finansal sıkıntı maliyetleri, kredi açanlara verilen sözlerin yerine getirilmemesi veya ödemede zorluğu çekildiğinde karşılaşılan maliyetlerin bütünü anlamına gelmektedir. Temsilci maliyetleri ise şirket yöneticileri ile hissedarlar, hissedarlar ile kredi verenler arasındaki zıt yönlü kazanç beklentileri sonucu ortaya çıkan maliyetleri kapsamaktadır.

2.1.1.4. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım optimal sermaye yapısı varlığından ele alınmıştır. Bu yaklaşıma göre şirketin sermaye yapısı içerisindeki borçlanma düzeyi, belirli bir düzeye kadar şirket değerini arttırmaktadır fakat optimal düzeye ulaşıldıktan sonra borcun maliyeti artacağından şirketin cari piyasa değerinin aynı oranda düşeceği varsayımı öne sürülmüştür. Geleneksel yaklaşıma göre, şirketin bir tek optimal sermaye yapısı vardır ve işletme yöneticisi finansal kaldıraç ihtiyatlı kullanarak işletmenin toplam değerini arttırabilir. Bu yaklaşım, net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımlarının arasında yer almaktadır. Bu yaklaşıma göre şirket finansal kaldıraç faktöründen faydalanan sermaye maliyetini düşürebilir ve piyasa değerini arttırabilir. Başka bir deyişle, şirket optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce kaldıraç artırarak sermaye maliyetini düşürebilir.²¹ Borcun maliyetinin özkaynak maliyetinden az olması sermaye maliyetini

¹⁹Parrino ,Kidwell, **a.g.e.**,s.532.

²⁰Merton H. Miller, "The Modigliani-Miller propositions after thirty years", **The Journal of Economic Perspectives**, 1988, s. 99-120.

²¹Horne ,Wachowicz,**a.g.e.**,s.455.

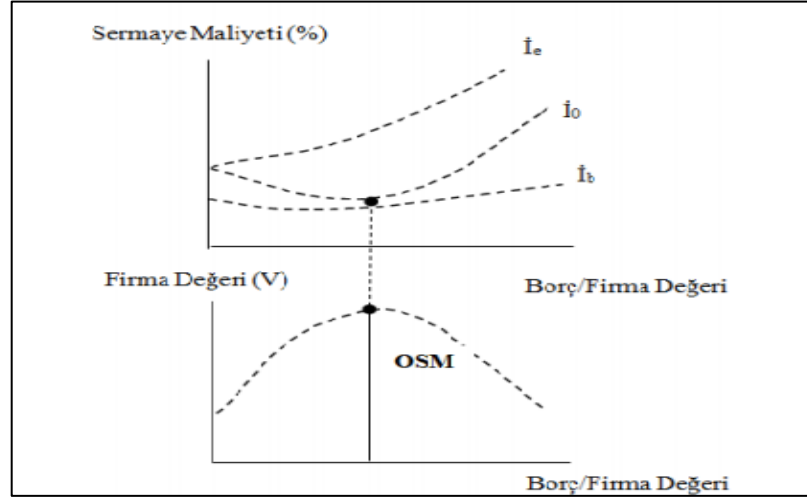
azaltacaktır. Ağırlıklı ortalama kaynak maliyetinin en az şirket değerinin ise en yüksek olduğu durum optimal sermaye yapısını ifade eder.

Geleneksel yaklaşımda, şirketler tükettikleri yabancı kaynak miktarını çoğalttıkları takdirde sermaye maliyetini aşağıya çekebilmekte ve böylelikle de piyasa değerlerini arttırabilmektedir. Ancak bu sürekli devam edebilecek bir durum değildir. Şirkette finansal yapı riske girdikçe yatırımcıların getiri beklentisi artacaktır. Ayrıca kredi veren kurumlar da kredi faizlerini arttıracaktır.²² Şirket optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra ek olarak borç aldığı takdirde özsermaye ve borç maliyetinde artış yani sermaye maliyetinde yükselme ve şirketin piyasa değerinde düşme meydana gelecektir. Şirketin sermaye yapısı riskli hale geldikçe finansal risk de buna bağlı olarak artmaktadır. Dolayısıyla borç verenler, artan riskleri hesaba katarak teminat isterler veya verecekleri kredilerin faizlerini arttırabilirler. Sonuç olarak kaynak maliyeti yükselir.

Geleneksel yaklaşımda borç/özsermaye oranındaki değişimin sermaye maliyeti ve şirket değeri üzerindeki etkisi aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir

²²Saeid Babapour , “Sermaye yapısı ile ekonomik katma değer ilişkisi”,Yüksek Lisans Tezi ,Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,Ankara ,2008,s.32.

Şekil 3 :Geleneksel Yaklaşım



Kaynak:Ercan , Ban,a.g.e.,s.243

Şekil 3’de görüldüğü üzere yabancı sermaye maliyeti özsermaye maliyetinden daha az olduğundan, şirketler belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Ancak şirketlersınırsız düzeyde borçlanarak ortalama sermaye maliyetini azaltamazlar çünkü yabancı kaynak/özsermaye oranı optimal düzeyi aştıktan sonra finansal risk artmaktadır. Ayrıca şirketler optimal düzeyi aştıkları taktirde şirket için yüksek faiz oranları ve ek güvenceler talep edilecektir. Şirketler optimal sermaye maliyetine ulaştıklarında yabancı kaynak kullanımına devam ederlerse ortalama sermaye maliyeti yükselecek ve bu durum şirketin piyasa değerini düşürecektir.²³

2.1.2.Güncel Yaklaşımlar

Modigliani-Miller’in geliştirdikleri varsayım gerçeğe uygun olmadığından, bu varsayımlardan yola çıkarak literatürde yeni teoriler üretilmiştir. Başka bir deyişle, Modigliani-Miller’in oluşturdukları “ütöpik dünyada” göz önünde bulundurmadıkları vergi faktörü, iflas maliyeti, asimetrik bilgi, temsilci maliyetleri gibi faktörler de dikkate

²³Ercan , Ban,a.g.e.,s.243.

alınarak işletmelerin sermaye yapısı kararlarını daha gerçekçi bir şekilde tespit etmeye yönelik teoriler oluşturulmuştur. Finans literatüründe ortaya çıkan ve kullanılan optimal sermaye yapısını açıklamaya yönelik geliştirilen dört temel teori şunlardır:

- Denge Teorisi (Trade-off Theory)
- Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)
- Vekâlet Teorisi (Agency Theory)
- Sinyal Teorisi (Signalling Theory)

Bu teoriler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

2.1.2.1.Denge Teorisi (Trade-Off Theory)

Kraus ve Litzenberg'in (1973) çalışmaları sonucu ortaya çıkmıştır. Şirketlerin optimal sermaye yapısı belirlenirken vergi kalkanından elde edilen avantaj ile iflas ve temsilci maliyetlerinin dengelenmesi gerektiği öngörülmüştür. Şirketlerin yabancı sermaye ile özsermaye arasında optimal bir dengeyi sağlaması gerektiği savunulmaktadır. Sözü geçen optimal sermaye yapısına ulaşabilmek için, şirketin mümkün olan en düşük seviyede özsermaye maliyetini kapsayan sermaye yapısını seçmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Buna göre, çok kârlı şirketlerin borç üzerindeki finansal yükün vergi matrahından indirimi sonucu elde edilen vergi avantajını arttırması için daha çok yabancı kaynak kullanmaları gerekir. Fakat aşırı borçlanmanın şirketi iflas durumuna getireceği ve bunun kaçınılmaz olacağı belirtilmektedir. İşletmelerin daha az ya da daha çok borçlanma politikalarıyla ilgili bu iki farklı görüş, vergi avantajını maksimum seviyeye çıkarmak ve iflas riskini de minimuma indirmek şeklinde şirketleri optimal borç seviyesine ulaştırabilmek için bir çözüm yolu bulmaya itmiştir.²⁴

1976 yılında Meckling tarafından ortaya atılan dengeleme teorisinin temelini temsilci maliyetleri, iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri gibi kavramlar oluşturmaktadır. Dengeleme teorisine göre; borçlanma düzeyindeki artış, iflas ve temsilcilik maliyetlerini

²⁴Alan Kraus, Robert H. Litzenberger, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage" **Journal of Finance**, 28(4) , 1973, s.911-922.

arttıracaktır bu da sonuç olarak işletme değerini azaltacaktır. Bu sebeple optimal sermaye yapısı, borçtan gelen faydalar ile borçtan kaynaklanan temsilci maliyetlerinin dengelenmesi yoluyla oluşturulabilmektedir.²⁵Myers'in dengeleme teorisine göre;şirketlerin sermaye yapısı kararları, vergi avantajı ve finansal sıkıntı maliyetleri arasında bir denge kurularak verilmektedir.²⁶Bradley ve arkadaşlarının çalışmasında ise temsil maliyeti ile iflas maliyetleri finansal sıkıntı maliyetleri olarak tanımlanmış ve finansal sıkıntı maliyetleri ile borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğu belirtilmiştir.²⁷Denge teorisi, şirketin sermaye yapısı kararlarını verirken yabancı kaynak kullanımının sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyeti arasında yapılan dengelemeye dayanmaktadır. Şirket yetkilileri tarafından minimum özsermayenin maliyetini kapsayan sermaye bileşimini seçilerek, optimal sermaye yapısının oluşturulması ve belirlenmesi amaçlanmaktadır.²⁸Başka bir deyişle, dengeleme teorisine göre işletmeler optimal sermaye yapılarını belirlerken borç kullanma kararı konusuna gelindiğinde borcun marjinal maliyeti ile marjinal faydasını göz önünde tutmaktadır. Borcun marjinal faydasının marjinal maliyetine eşit olduğu noktada borç kullanmaktadırlar.Borcun maliyetinden demek istenilen iflas ve temsilci maliyetidir. Borcun faydası ile de borçlanmadan kaynaklanan faiz giderlerinin vergi matrahından düşülmesine imkân tanıyan vergi kalkanı etkisi belirtilmektedir.²⁹Sermaye yapısının dengeleme kuramında, yöneticilerin borç maliyeti ve elde edilen fayda arasındaki dengeye dayanan özel bir hedef sermaye yapısı seçtikleri belirtilmektedir. Başka bir deyişle, bu kuramda yöneticilerin şirket için optimal sermaye yapısını belirlerken borçlanmanın ödeme maliyeti ve faydası arasında bir denge kurdukları savunulmaktadır. Dengeleme kuramının temelinde,şirketinaz miktarda borç finansmanı kullanarak faiz

²⁵William H. Meckling, "Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences", **Swiss Journal of Economics and Statistics**, Vol. 112, No. 4, 1976, s.545-560.

²⁶Myers, a.g.e. ,s.575-592.

²⁷Michael Bradley, Gregg A. Jarrell, E. Han Kim ,“On the Existence of an Optimal Capital Structure”, **Journal of Finance**, Vol. 39, No. 3, 1984, s.857-878.

²⁸Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe, **Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw Hill Company,2002, s. 433.

²⁹Ahmet Zafer GÜLŞEN, Özge ÜLKÜTAŞ,“Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:8, Sayı 15, 2012,s. 49-59.

vergi kalkanı ve borçlanma nedeniyle oluşan diğer faydalardan yararlanması yer almaktadır.³⁰

2.1.2.2.Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)

Şirketlerin sermaye yapısının nasıl belirlendiğine ilişkin yapılan çalışmalara ışık tutan diğer bir kuram ise finansal hiyerarşi kuramıdır. Finansal hiyerarşi kuramında, farklı sermaye türlerinin farklı maliyetlere neden olduğu ve bu durumun yöneticilerin finansman kararlarını, finansal bir hiyerarşi çerçevesinde aldığı savunulmaktadır. Yöneticiler öncelikle en ucuz sermayeyi seçer ve daha ucuz sermaye kaynakları tükendiğinde sırasıyla daha yüksek maliyetli sermaye kaynaklarına yönelir. Finansal hiyerarşi kuramına göre yöneticiler öncelikle en ucuz sermaye kaynağı olarak gördükleri dağıtılmamış kârları kullanır, daha sonra borçlanmaya başvurur, en pahalı yöntem olarak gördükleri dış kaynaklı sermaye artırımına ise en son yönelir.³¹

Finansal hiyerarşi teorisi ilk kez Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya atılmıştır. Buna göre, yatırımlarını finanse etmek isteyen işletmeler öncelikle iç kaynaklar (özsermaye, dağıtılmamış kârlar) daha sonra ise dış kaynaklara (borçlanma) başvurmakta ve son olarak da pay senedi ihracına yönelmektedir. Yani içsel kaynaklar hiyerarşide birinci sırada, dışsal kaynaklar ise ikinci sırada yer almaktadır. Başka bir deyişle, şirketlerin sermaye yapısı oluşturulurken öncelikle iç kaynaklar, iç kaynakların yetersiz olması durumunda ise daha az riskli alternatif seçilerek tahvil yoluyla borçlanma tercih edilmeli ve son seçenek olarak da pay senedi ihracı değerlendirilmelidir. Bu teori, en kârlı şirketlerin neden genellikle daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bu işletmelerin kârlılıkları yüksektir ve bunlar dışsal kaynağa ihtiyaç duymamaktadır. Daha az kârlı şirketler borçlanırlar çünkü fon

³⁰Parrino, Kidwell, **a.g.e.**, s.550.

³¹**a.e.**, s.551.

ihtiyaçlarını sağlayacak yeterli içsel kaynakları yoktur ve hiyerarşi terorisine göre borçlanma ilk sıradaki dışsal finansman kaynağıdır.³²

Finansal hiyerarşi teorisinin temelinde, işletme yöneticileri ile yatırımcıların şirketle ilgili aynı bilgiye sahip olmaması yatmaktadır. Buna bilgi asimetrisi denmektedir. Yatırımcıların şirketin aktiflerinin değeri hakkında yöneticiler kadar iyi bilgiye sahip olmayıp pay senetlerine fazla değer biçmeleri durumunda, yöneticilerin pay senedi çıkaracaklarını veya pay senedi çıkarma zamanını bu şekilde ayarlamaya çalışacaklarını varsayarak bu yönde bir değerlendirme yapacaklarından bahsedilmiştir. Bu da söz konusu şirketin pay senetlerinin piyasada düşük fiyatlandırılmasına neden olabilmektedir.³³ Bu durumda işletmeler iyi yatırım projelerini değerlendirmek için nakit rezerv oluşturmaya ve yeni yatırım fırsatlarını dış fon almadan, iç fonlarla değerlendirmeye gayret ederler. Yatırımcılar, pay senedi yüksek fiyatlı olduğunda şirketin pay senedi çıkaracağı, düşük fiyatlı olduğunda ise borçlanacağı varsayımından hareket ettikleri için borç kapasitesi tükenmeden pay senedi almayacaklardır. Dolayısıyla, yatırımcılar işletmeyi finansal bir hiyerarşiyi takip etmeye iteceklerdir.³⁴

Yeni yatırımları finanse etmek isteyen yatırımcılar, sermaye yapısını oluştururken öncelikle oto finansmana daha sonra borçlara son olarak ise pay senedi ihracına başvurmaktadır. Buna göre, şirketlerin belirleyecekleri optimal borç/özsermaye oranı yoktur. Her şirketin borç oranı, dışsal kaynaklarla finansman ihtiyacını kümülatif olarak yansıtmaktadır.³⁵ Sonuç olarak, finansman hiyerarşisi kuramına göre, işletmelerin herhangi bir hedef borç oranı yoktur. Hiyerarşi teorisi geleneksel sermaye yapısı teorisine alternatif sayılabilir.

³²Stewart C. Myers , Nicholas S. Majluf , “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, **Journal of Financial Economics**, 13(2) ,1984. S.187-221.

³³Demirhan, a.g.e., s. 677-697.

³⁴H. Aydın Okuyan , H. Mehmet Taşcı, “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye’deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1, 2010, s. 105-120.

³⁵H. Ali ATA, Yusuf A. G., “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”. **Istanbul University Econometrics & Statistics e-Journal**, 2010, 11(1).

2.1.2.3.Vekâlet Teorisi (Agency Theory)

Temsilcilik maliyetleri kavramı ilk kez M. Jensen ve W. Meckling (1976) tarafından ortaya atılmıştır. Temsilcilik maliyetleri, sermaye yapısı konusunda üzerinde çalışılmış en önemli konulardan birisidir. Son zamanlarda teknolojik gelişmeler ve büyüyen şirketler ile birlikte yönetici, hissedar ve borç veren gibi çıkar grupları arasında çatışmalar ortaya çıkmıştır. Daha açık anlatımla, bir şirketten fayda sağlayan birçok taraf vardır. Bu tarafların çıkarları her zaman birbirleri ile uyumlu olmayabilir. Vekâlet teorisi, işletme yöneticileri ile hissedarlar ve hissedarlar ile işletmeye borç verenler arasındaki anlaşmazlıklara dayandırılmaktadır.³⁶Şirket ortakları veya yönetimi arasında büyük sorunlara yol açan bir ayrım vardır. Büyük kurumlarda ortaklıklar genellikle çok sayıda hissedar arasında bölüşüldüğü için her bir ortağın şirket faaliyetlerindeki denetimi azalır. Yönetim hissedarların menfaatlerinden ziyade kendi menfaatlerine hizmet eden kararlar alabilir. Bunun tersine daha küçük şirketlerde ortaklar ve yöneticiler aynı kişiler olduğundan böyle bir menfaat çatışması görülmez.³⁷

Sermaye yapısını etkileyen vekâlet ilişkileri üç gruba ayrılmaktadır:³⁸

- Hissedarlar ile onları işletme yönetiminde temsil eden işletme yöneticileri arasındaki ilişkiler,
- Borç verenler ile onların fonlarını işletmeden kullanan hissedarlar arasındaki ilişkiler,
- Mevcut hissedarlar ile potansiyel hissedarlar arasındaki ilişkiler

2.1.2.4.Sinyal Teorisi (Signalling Theory)

Ross 1977'deki çalışmasında, Modigliani-Miller'in işletme hakkında hem yatırımcıların hem de yöneticilerin aynı düzeyde bilgi sahibi olduğu yönündeki varsayımını konu edinmiştir. Ross konuya asimetrik bilgi problemini ele alarak

³⁶Michael C. JENSEN, William H. MECKLING, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital structure", **Journal of Financial Economics**, 3.4,1976, s.305- 365.

³⁷Parrino, Kidwell, **a.g.e.**, s15.

³⁸ Sanjiva Prasad, Christopher J. Green , Victor Murinde, "Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies",2001,s.6.

yaklaşmıştır. Kimi ekonomik işlemlerde bilgiye ulaşmada eşitsizlik söz konusudur ve bu durum mal ve hizmet değişiminde tedirginlik yaratmaktadır. Bilgi asimetrisi tam da bu noktada devreye girerek yeterli bilgiye sahip şirketlerin, daha az bilgiye sahip olan şirketleri bilgi konusunda desteklemelerini sağlamaktadır. Yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki bir bilgi asimetrisinin yatırımcıların işletme veya işletme yöneticilerinin davranışlarını yorumlayarak bu asimetriyi ortadan kaldırmaya çalıştığını savunmaktadır.³⁹ Borç kullanımındaki artış, şirketlerin piyasaya rapor olarak bildirdiği olumlu bir durumdur. Yüksek kârlı ve büyüme eğilimli şirketler daha az kârlı ve büyüme eğilimi olmayan şirketlere göre daha fazla borçlanmaya gitmektedir.⁴⁰

2.2. Performans Kavramı

İşletmeler ürettikleri mal ya da verdikleri hizmetin alanı ne kadar farklı olursa olsun belirli amaçlara ulaşmak için kurulmuştur. İşletme yöneticilerinin temel görevlerinden biri de içinde bulundukları oluşumun stratejik amaçlarını ve hedeflerini en iyi şekilde yapılandırmaktır.⁴¹ İşletme alanında performans; bir iş sisteminin performansı, belirli bir zaman dilimi içindeki çalışmasının çıktıları ve sonucudur. Aynı zamanda bir işletmenin başarısını ve sürekliliğini, işletmenin hedeflere ulaşma düzeyini tanımlayan çok boyutlu bir kavram haline gelmiştir. Bu sonuç işletme amacının ya da görevinin yerine getirilme derecesi olarak belirlenmelidir. Bu durumda performans, işletme amaçlarının gerçekleştirilmesi için gösterilen tüm çabaların değerlendirilmesi olarak da tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle performans, başarıyı ve istenilen sonucun elde edilmesini sağlayan güç ve yetenek olarak tanımlanmaktadır.

Bir işletmenin başarısı onun performansına bağlıdır. Bu nedenle işletme yöneticisi işletme performansının kontrolünü etkin bir performans ölçümü sayesinde takip edebilmektedir. İşletme yönetimi; planlama, organizasyon, yönetim ve kontrol olmak

³⁹Stephen A. Ross, “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach”, **The Bell Journal of Economics**, 8 (1), 1977, s.23-40.

⁴⁰Paulo J. Maçãs Nunes, Zélia M. Serrasqueiro, “Capital structure of Portuguese service industries: A panel data analysis”, **The Service Industries Journal**, 27, 2007, s.549-562.

⁴¹Rıfat Karaman, “İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern Bir Performans Ölçme Aracı olarak Balanced Scorecard”, **Selçuk Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 9.16, 2009, s.413.

üzere dört temel fonksiyon içermektedir. Performans ölçümü kontrol kapsamındadır ve işlemlerin ve çıktıların kontrolünü, değerlendirilmesini ve gelişimini sağlar. Böylelikle, önceden belirlenmiş hedefler ile gerçekleşen sonuçları karşılaştırarak hedeflerden sapma meydana geldiyse sapmaların boyutunun belirlenmesine yardımcı olur.⁴² Performans, belirlenen hedeflere ulaşılması için gösterilen planlı bütün çabaların ve sonuçlarının hem nitel hem de nicel olarak değerlendirilmesidir. Yani bir işletmenin başarısını, amaçlarına ulaşma düzeyini tanımlayan bir kavram olarak açıklanabilir. Buna ek olarak performans, bir objenin öncelikleri belirlenmiş bir konuda belli bir süre içinde bir hedefe bağlı sonuçlar üretme yeteneği olarak da tanımlanabilir.⁴³ İşletme performansı, belirli bir dönem sonunda elde edilen çıktı ve sonuca göre işletme amacının ya da görevinin yerine getirilme derecesinin tanımıdır. Ayrıca performans ölçümü işletme yöneticilerinin kararlarına yön veren karar girdilerini oluşturur.⁴⁴

2.3. Performans Ölçme ve Değerlendirme

Sürdürülebilir rekabet avantajı yaratmak için işletme performansının, doğru kriterlere dayalı olarak ve kabul edilmiş bir yöntemle ölçülmesi gerekmektedir. İşletme performansının ölçümü komplike ve çelişkili olarak görülen bir alandır ve çeşitli araştırmacılar bu konuyu ele almıştır. Uygun performans ölçütlerinin seçimi konusu bu alanda yapılan çalışmalarda en önemli sorundur.⁴⁵ İşletme performansının değerlendirilmesi, işletmenin kuruluş amaçlarını ne ölçüde gerçekleştirdiğinin değerlendirilmesi anlamına gelmektedir. Bir işletmenin başarısı ve devamlılığı ancak performans ölçümüyle belirlenebilir. İşletmeler performanslarını ölçerek tüm kaynaklarını ne kadar başarılı bir şekilde çıktı haline getirdiklerini ölçebilmektedirler.

⁴²Kasım Baynal, Oya Karasakal, “İşletmelerde Performans Ölçümlerinin Balanced Scorecard ile Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama”, **Yöneylem Araştırması ve Endüstri Mühendisliği 28. Ulusal Kongresi**, s.1.

⁴³Oya Erdil, Adnan Kalkan, “Kobilere Sağlanan Desteklerin Kobilerin Performanslarına Etkisi”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl:4 Sayı:7, 2005, s.105.

⁴⁴Sebahattin YILDIZ, “İşletme Performansının Ölçümü Üzerine Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma.” **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (36),2010, s.179-193.

⁴⁵A.e.,s.179-193.

Performans ölçümü, hem subjektif hem de objektif olarak yapılabilmektedir. İşletmenin tamamı için sistematik bir şekilde yapılabileceği gibi, hem geçici hem de sürekli olarak belirli bir amaç için de yapılabilir. Performans ölçümü, yöneticilerin işletmelerinin ne kadar başarılı olduğunu tespit edebilmelerini sağlar. Her işletmenin performans ölçümü yapmak için kendine özel nedenleri vardır. İşletmeler, genellikle müşterilerinin beklentilerini karşılayıp karşılayamadıklarını belirleyebilmek, yaptıkları faaliyetler hakkında bildiklerinin doğruluğunu onaylayabilmek, neleri bilmediklerini ortaya çıkarmak, genel olarak başarılı olup olmadıklarını belirlemek, kararların duygusal veya varsayımlara dayalı olarak değil gerçek verilere dayanarak alındığından emin olmak, sorunlu alanları ortaya çıkarmak veya gelişme olabilecek alanları belirlemek gibi nedenlerden dolayı performans ölçümü yapmaktadır.⁴⁶

Ölçme, herhangi bir faaliyetin ölçülmek istenen özelliğinin, bu özelliğin ölçülmesine yarayan bir standart ile aslına uygun olarak betimlenmesi olarak tanımlanabilir. Performans ölçümleri işletme performansının geliştirilmesinde önemli bir etmendir. Performans ölçümü, bir kurumun önceden belirlenen amaçlarına ve hedeflerine göre ortaya çıkan ürünlerini, hizmetlerini ve sonuçlarını birlikte değerlendirmesine yönelik analitik bir süreçtir. Performans ölçümü, şirketin hedeflerinin tanımlanması ve bu sürecin çalışanlara neler sağlayabileceğini göstermesi açısından son derece önemlidir.⁴⁷ Performans ölçümü, mal ve hizmetlerin oluşmasında görevlerin ne şekilde yerine getirileceğinin bir program dâhilinde ve objektif olarak analiz edilmesi işlemidir. Yapılan analiz gerçeğe ne kadar yakın olursa, işletmenin performansı da o kadar artacaktır. Çünkü şirketler performans ölçümlerinden elde ettikleri bilgilere dayanarak mal ve hizmet kalitesini yükseltme, planlama, doğru kararlar alma, yeterli bütçeyi oluşturma gibi kavramlar hakkında daha çok bilgiye sahip olmaktadır. Ayrıca

⁴⁶Charles Parker, "Performance Measurement", **Work Study**, Vol.49, No:2, 2000, s.63.

⁴⁷ Karaman,a.g.e., s.413.

yapılan performans ölçümleri şirket için bir geribildirim niteliği taşımakta ve böylelikle şirketler işlemlerinde iyileştirme yoluna gidebilmektedir.⁴⁸

Performans ölçümlerinin bazı avantajları olarak aşağıdakiler sayılabilir:⁴⁹

- Hesap verme sorumluluğu,
- Müşteri beklentilerini karşılamak,
- Stratejik planlama,
- Bütçeleme ve kaynak tahsisi.

2.3.1. Performans Ölçütleri

Şirketler performans ölçümlerini yaparken finansal ve finansal olmayan ölçütler kullanmaktadır. Herhangi bir şirket rekabet avantajı yakalamak ya da elindeki avantajını sürdürebilmek için finansal performans ölçütlerine ihtiyaç duymaktadır.

2.3.1.1. Aktif Kârlılığı (ROA)

Aktif Kârlılığı (ROA), bir şirketin özsermayesine göre ne kadar kârlı olduğunu gösteren bir tür mali orandır. Şirketin net kârı, şirketin toplam varlıklarına oranlanarak bulunur. Aktif kârlılığı aşağıdaki formülle hesaplanır:⁵⁰

$$\text{Aktif kârlılığı} = \frac{\text{NetKâr}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Kâr marjı kendi başına çok anlamlı değildir, çünkü kâr marjı endüstriler ve şirketler arasında büyük farklılıklar göstermektedir. Kâr marjının belirlenmesinde, varlık getirisi, sadece şirketlerin kullandığı tüm varlıkların getirilerini belirleme üzerinde durmaktadır. Ayrıca bu oran, işletmenin aktiflerini ne derece etkin kullandığıyla ilgili yapılan değerlendirmelerde de kullanılmaktadır.

⁴⁸Hülya Demirkaya, Uzman Denetçi. "Performans Ölçüm Rehberi." **Ankara, TC Sayıştay Bakanlığı, Araştırma/inceleme/Çeviri Dizisi 7**, 2000.

⁴⁹John Keel, John O'Brien, Jonathan Hurst "Guide to Performance Measure Management" Texas, 2012.

⁵⁰Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, **Principles of Corporate Finance**, 13th Edition, 2011, s.712.

2.3.1.2.Özsermaye Kârlılığı (ROE)

Bu oran hissedarların yatırım değerlerini ve yatırım kazanç gücünü ortaya koymaktadır. Kısacası,hissedarların özsermaye getiri oranlarını ölçmektedir.

Özsermaye kârlılığını (ROE) hesaplamak için vergi sonrası net kâr ile hissedarların şirket için yatırım yaptıkları sermaye kıyaslanır.⁵¹

$$ROE = \frac{\text{NetKar}}{\text{Özsermaye}}$$

Özsermaye kârlılığı (ROE) oranının en büyük dezavantajı, özsermayeyi oluşturan her bir kalemin anında paraya çevrilebilir olmamasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanında, bu kalemlerin her biri birer değer olsa dahi, gerçekte bazı kalemlerin satışı yapılamamaktadır. Özsermayenin kârlılığının ölçüt alınması gerektiğinde, varlıkların nakde çevrilmiş değerlerini temel alarak bir oranlama yapılmalıdır. Ayrıca, özsermaye kârlılığının en önemli iki avantajı olarak basit bir kavram olması ve yatırılan tüm sermayenin getirisini ölçmesi sayılabilir. Buna ek olarak, zamanlama ve defter değeri açısından sermaye getirisinin verdiği bilgiler şirketler için büyük önem taşımaktadır.

2.3.1.3 Satışların Kârlılığı

Net kâr marjı, tüm harcamalar ve gelir vergisi hesaplandıktan sonra şirketlerin kârlılığını belirleyen ölçü biçimidir. En basit haliyle şirketin net kârı, şirketin satışlarına oranlanarak hesaplanır.

Net kâr marjı, her 1 liralık satıştan elde edilen net geliri göstermektedir. Kullanılan en spesifik hesaplama yolu şudur⁵²;

$$\text{Net Kar Marjı Oranı} = \frac{\text{Vergi Sonrası Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

⁵¹Horne , Wachowicz, **a.g.e.**,s.150.

⁵²Horne , Wachowicz, **a.g.e.**,s.149.

2.3.1.4.Hisse Başını Kar(EPS)

Hisse başına kazanç (EPS), bir şirketin hisse senedinin ödenmemiş her hisse başına kazanç değeridir. Ayrıca, şirketin kârlılık göstergesi olarak da kabul edilir. Hisse başına kazanç (EPS), öncelikli olarak muhasebenin doğası dolayısıyla risk faktörünü göz ardı eder. Ancak bunun yanı sıra faydalı tarafları da vardır.⁵³

Hisse başına kazanç (EPS) oranı⁵⁴;

$$EPS = \frac{\text{NetKar}}{\text{Dolaşımdaki Hisse Sayısı}}$$

Hisse başına kazanç hesaplanırken paranın zaman değeri ve sermayenin fırsat maliyeti göz önünde bulundurulmamaktadır. Bu tür eksikliklerine rağmen finansal kararlar alırken yöneticiler tarafından başvuru olan bir yöntem olma özelliğini sürdürmektedir.

2.3.1.5.Ekonomik Katma Değer (EVA)

Şirket performansını değerlendirmek için kullanılan farklı yöntemler vardır. Bunlardan biri, son yıllarda giderek daha fazla önem kazanmaya başlayan Ekonomik Katma Değer (EVA)'dır.

Ekonomik katma değer (EVA) kavramı, bir yatırım şirketinin değer yaratmak için ortaya koyduğu sermayenin getirisinin, sermayenin maliyetinden daha büyük olması gerektiğini ifade etmektedir.⁵⁵ Bir başka deyişle EVA, bir şirketin yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akışı ile şirkette kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farktır.⁵⁶

⁵³Pierre Vernimmen ,Pascal Quiry,Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi.,**Corporate Finance: Theory and Practice**, John Wiley & Sons, 2005,Inc. s.348-349.

⁵⁴Horne , Wachowicz, **a.g.e.**,s.428.

⁵⁵Vernimmen ve diğerleri.,**a.g.e.**,s.354.

⁵⁶Abdullah Al Mamun, Shazali Abu Mansor,"EVA as Superior Performance Measurement Tool", **Modern Economy**, 3(3), s.310-317.

EVA'nın hesaplama formülü:

$$EVA = NOPAT - (Sermaye \times Sermaye \text{ Maliyeti})$$

$$\text{Getiri Oranı (ROIC)} = NOPAT / Sermaye$$

Şeklinde formülle gösterildiğinde, yeni EVA formülü:

$$EVA = Sermaye \times (ROIC - WACC)$$

Formülde de görüldüğü gibi EVA, yatırılan sermayenin getirisi ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın (spread) yatırılan sermaye ile çarpımına eşittir.⁵⁷

Ekonomik katma değer, kolay hesaplanabilir ve anlaşılabilir olması dolayısıyla, şirket için değer yaratmayı sağlayacak faktörlerin daha iyi anlaşılmasına olanak sunmaktadır. Fakat bu yöntemde şirketlerin geçmiş performansları göz önüne alınarak değerlendirme yapıldığı için, yeni şirketler bu yöntemden faydalanamamaktadır.

2.4. Sermaye Yapısı Ve Şirket Performansı Üzerine Yapılmış Çalışmalar

Mustafa M Soumadi ve Osama Suhail Hayajneh tarafından yapılan çalışma, Ürdün'de kamu kurumlarının performansı üzerine sermaye yapısının etkisi incelenmiştir. Örneklem olarak 2001 ile 2006 yılları arasında Amman borsasından 76 şirket (53 sanayi şirketi ve 23 hizmet şirketi) ele alınmıştır. En küçük kareler yöntemi kullanılarak sermaye yapısı ile şirket performansı arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yüksek kaldıraç oranı ve düşük kaldıraç oranı arasındaki finansal kaldıraç etkisinin anlamlı olmadığı açıklanmıştır. Bunun yanı sıra, finansal kaldıraç etkisinin büyüme oranı; hem küçük hem de büyük şirketler için aynı olduğu belirtilmiştir. Bu çalışma, şirketlerin birden fazla finansal kaynağı (iç ya da dış) olduğu için finansmanın bir şirketten diğer bir şirkete nasıl değişeceğini göstermektedir. Optimal sermaye yapısı, şirketlerin iç ve dış durumu değişeceği için şirketler için aynı sonucu doğurması beklenmemiştir. İşletmeyi finanse etmenin en ucuz yolu olduğundan,

⁵⁷Ercan , Ban,**a.g.e.**,s.351.

borç tercih edilmektedir. Bu çalışma, sermaye yapısı ile şirketlerin performansı arasında olan ilişki ile ilgili üç senaryo sunmaktadır. Birinci senaryo, sermaye yapısı ile şirketlerin performansı arasında olumlu bir ilişki olduğunu belirtir. İkinci senaryo, sermaye yapısı ile şirketlerin performansı arasında ters bir korelasyon olduğunu ortaya koyar. Üçüncü senaryo ise, sermaye yapısı ve şirket performansı arasında bir ilişki olmadığını iddia eder. Bu senaryo, borç maliyetinin nispeten istikrarlı ve özkaynak maliyetinin sabit olduğunu varsaymıştır. Çalışmada, kârlılık ve şirket değeri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Sermaye yapısı (finansal kaldıraç, maddi varlıklar, büyüme oranı, işletme büyüklüğü) ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. ROE, ROA, ESP ve GP şirketin performansını ifade etmek için kullanılmıştır⁵⁸

Ong Tze San ve Teh Boon Heng tarafından Malezya’da 2011 yılında inşaat sektöründeki 49 şirket üzerinde yapılan bir çalışmada, sermaye yapısı ve kurumsal performans arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir. Değişkenler arasında herhangi bir ilişki olmadığını ortaya koyacak hiç bir kanıt bulunamamıştır. Sermaye yapısı ve kurumsal performans arasındaki ilişki şirketlerin büyüklüğüne göre değişmektedir. 2007 krizi, Amerika Birleşik Devletleri’ndeki bankacılık sisteminde bazı eksikliklerden dolayı olmuştur. Dolayısıyla, büyük mali kurumların ve dünya hisse senedi piyasalarının çöküşüne yol açmıştır. Mali kriz, çoğunlukla tüm endüstrileri doğrudan etkileyecek ve dolaylı olarak da şirketin performansını etkileyecek olaydır. Sermaye yapısı, bağımsız; kurumsal performans ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.⁵⁹

Salim ve Yadav (2012) optimal sermaye yapısının belirlenmesinin önemi üzerinde durmuştur. Şirketler olabildiğince şirket değerlerini maksimize etmeye çalışır. Şirketler farklı kaldıraç düzeyine sahiptir. Yöneticiler en uygun sermaye yapısını elde etmek için en iyi bileşimi elde etmeye çalışırlar. Bu çalışma 1995-2011 döneminde, mali sektörler çalışma dışı bırakılarak; inşaat, plantasyon, tüketici ürün, mal ve ulaşım gibi

⁵⁸Mustafa M Soumadi , Osama Suhail Hayajneh “ Capital Structure and corporate performance empirical study on the public Jordanian Shareholdings firms listed in the Amman Stock Market”, **European Scientific Journal**, October edition vol. 8, No.22, s.173-189.

⁵⁹Dr. Ong Tze San , Teh Boon Heng, “Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector”, **International Journal of Humanities and Social Science**, 1(2), 2011, s.28-36.

farklı sektörlerden 237 Malezya şirketin sermaye yapısı incelenmiştir. Çalışma sonucunda, varlığın getirisini (ROA, ROE) kullanarak ölçülen şirket performansı ve bağımsız değişkenler (kısa vadeli borç, uzun vadeli borç, toplam borç) arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Ayrıca tüm sektörler için büyüme ve performans arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür. Tobin S. Q. kısa vadeli borç (STD) ve uzun vadeli borç (LTD) arasında anlamlı ve olumlu bir ilişki tespit etmiştir. Bunun yanında, toplam borç ve performans arasında negatif bir ilişkinin var olduğunu bulunmuştur.⁶⁰

Puwanenthiren Pratheepkanth (2011) COLOMBO (Sri Lanka) borsasında şirketlerin finansal performans düzeyini dikkate alarak sermaye yapılarını ve finansal performanslarını değerlendirmiştir. Çalışma 2005-2009 yılları arasını kapsamaktadır ve şirketlerin yüksek oranda kullandıkları borca bağlı olarak bu durum daha fazla ödeme faiz giderlerine yol açmıştır. Çalışmanın sonucunda, sermaye yapısı ve finansal performans arasındaki negatif ilişkinin var olduğu bulunmuştur. Çalışmaya göre kurumsal düzenlemeler; ülke, vergi ve iflas kanunları, kurumsal denetim için mevcut piyasa, bankalar ve menkul kıymetler piyasaları gibi faktörlere göre değişir. Buna ek olarak, sermaye yapısı fon ve rezervler dâhil olmak üzere pay senetlerini uzun vadede çeşitli kaynaklardan bir karışım olarak tanımlamıştır. Çalışmada kullanılan veriler şirketlerin yayınladığı finansal tablolardan elde edilmiştir. Sermaye yapısı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bağımlı değişken ise finansal performans olarak kabul edilmiştir. Finansal performansı göstermek için brüt kâr, kâr, ROA, ROI kullanılmıştır. Korelasyon katsayısı, sermaye yapısı ve finansal performans arasındaki ilişkiyi bulmak amacıyla kullanılmıştır.⁶¹

Pakistan'da sermaye yapısı seçimi, şirketlerin finansal performansının belirleyicisi olduğunu gösteren ilk çalışmadır. Bunun yanında, Karaçi değişim pay senedi 2006-2009 yılları arasında en iyi 100 şirketin performans ve sermaye yapısı

⁶⁰ Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav ,“Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies” **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 65,2012,s.156-166.

⁶¹ Puwanenthiren Pratheepkanth,“Capital structure and financial performance: Evidence from selected business companies in Colombo stock exchange Sri Lanka”, **Journal of Arts, Science & Commerce**, 2(2), 2011,s.171-183.

arasındaki ilişkinin incelenmesi üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu çalışmada sermaye yapısı bir bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Sermaye yapısı üç şekilde ölçülebilir: toplam aktiflerin cari borçlara oranı, toplam aktiflerin uzun vadeli borçlara oranı, toplam aktiflerin toplam borçlara oranı. Bağımlı değişken ise, fiyat-kazanç oranının yanı sıra faiz vevergiden önceki gelir, aktif kârlılık, hisse başına kazanç ve net kâr marjı olarak alınmıştır. Bu çalışma, kaldıraç artışının şirketlerin performansını negatif bir şekilde etkilediğini göstermiştir. Yöneticilerin kaldıraç yerine dağıtılmayan kârlara bağlı olmalarını ve kaldırıcı en son seçimlerini önermektedir. Yöneticiler, şirketlerin performansını optimal sermaye yapısı seviyesine ulaştırmak için çalışmalı, dolayısıyla şirketlerin performansını maksimize etmeye ve mümkün olduğunca maksimumda tutmaya çalışmalıdır. Sermaye yapısı ve şirketlerin performansı arasındaki ilişkiyi test etmek için genelleştirilmiş en küçük kareler regresyonu kullanılmıştır. Sonuçlar ayrıca özkaynak getirisinin toplam aktiflerin cari borçlara oranı ile toplam aktiflerin toplam borçlara oranı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktave toplam aktiflerin uzun vadeli borçlara oranı üzerinde pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir.⁶²

Kaldıraç değeri ve şirketin performansı arasındaki ilişkiyi test eden ilk çalışma Mısır'da gerçekleştirilmiştir. Mısır ekonomisi gelişmekte olan bir geçiş ekonomisi olarak kabul edilmiştir. Sonuçlar, genel anlamda sermaye yapısı seçiminin, listelenen şirketlerin performansı üzerinde zayıf bir etki bıraktığını göstermektedir. Çalışma, Mısır Borsası'nda 1997-2005 döneminde listelenen şirketleri kapsamakla birlikte kaldıraç düzeyi ve şirketlerin performansı arasındaki ilişkiyi tahmin etmeye çalışmış ve çoklu regresyon analizi kullanarak Mısır'da sermaye yapısının şirketin performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Finans performansı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. ROE, ROA ve brüt kâr marjı onun göstergesidir. Bağımsız değişken ise sermaye yapısıdır.⁶³

⁶²Muhammad Umar, Zaighum Tanveer, Saeed Aslam, Muhammad Sajid ,”Impact of capital structure on firms’ financial performance: Evidence from Pakistan”. **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol 3, No 9, 2012, s.1-12.

⁶³Ibrahim El-Sayed Ebaid “The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt” ,**The Journal of Risk Finance**, Vol. 10 Iss 5, 2009 , s.477-487.

Pouraghajan ve Malekian (2012), Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 400 işletmenin sermaye yapısının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bu işletmelerin 2006 – 2010 finansal verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Aktif kârlılığı (ROA) ve Özsermaye kârlılığı (ROE) bağımlı değişken, borçlanma oranı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Maddi duran varlıklar, işletme büyüklüğü, yaş, büyüme fırsatları ise kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçları, ROA ve ROE ile yaş arasında istatistiki olarak anlamlı olmayan bir ilişki ortaya koymuştur. ROA ve ROE bağımlı değişkenleri ile maddi duran varlık oranı ve işletme büyüklüğü arasında pozitif ilişki görülmüştür. ROA ve ROE bağımlı değişkeniyle borçlanma oranı arasında ise negatif ilişki görülmüştür. Analiz kapsamında araştırılan işletmeler için borçlanma oranının ortalamasının %65'ten yüksek olduğu göz önünde bulundurulduğunda finansal performansları üzerindeki etkinin de bu yönde olduğu anlaşılmıştır. Dolayısıyla, araştırmacılar söz konusu işletmelerin borç oranlarını azaltarak kârlılıklarını arttırabileceklerini, böylelikle de ROA ve ROE'yi iyileştirebileceklerini ifade etmişlerdir.⁶⁴

Kabakçı (2008), çalışmasında Türkiye'de gıda sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kârlılık, sermaye yapısı ve performansları arasındaki ilişkiyi incelemeyi hedeflemiştir. Bu amaçla, İMKB gıda sektöründe işlem gören 22 şirketin 2002 – 2005 yıllarını kapsayan finansal tablolarını kullanmıştır. Analiz için genelleştirilmiş en küçük kareler (GEKK) yönteminden yararlanmıştır. Araştırmada kârlılık değişkeni olarak özsermaye kârlılığı (ROE); sermaye yapısı değişkenleri olarak Toplam Borç/Özsermaye, Kısa Vadeli Borçlar/Özsermaye ve Uzun Vadeli Borçlar/Özsermaye oranlarını kullanmıştır. Ayrıca şirket büyüklüğü, büyüme oranı, borç dışı vergi kalkanı ve vergi oranı değişkenlerini kontrol değişkeni olarak kullanmıştır. Sonuç olarak büyüme, büyüme oranları ve borç dışı vergi kalkanı ile özsermaye kârlılığı (ROE) arasında pozitif ilişki görülürken, Toplam Borç/Özsermaye oranı ile özsermaye kârlılığı (ROE)

⁶⁴Abbasali Pouraghajan , Esfandiar Malekian. "The Relationship Between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from The Tehran Stock Exchange", **International Journal of Business and Commerce**, Cilt:1, Sayı: 9, 2012,s.166-181.

arasındaki ilişki negatif olarak saptanmıştır. Kısa vadeli Borç/Özsermaye oranı ve uzun vadeli Borç/Özsermaye oranı ile özsermaye kârlılığı arasındaki ilişkinin de negatif olduğu görülmüştür.⁶⁵

Zeitun ve Tian (2007), çalışmalarında 1989 – 2003 yılları arasında 167 Ürdün işletmesini temsil eden bir panel örnek veri kullanarak sermaye yapısının işletme performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada ROA, ROE, Tobin Q, PROF ((faiz ve vergi öncesi kar + amortisman)/ toplam varlıklar)), F/K (hisse başına fiyat/ hisse başına kazanç), MBVE ((hisse senedinin piyasa değeri+ yükümlülüklerin defter değeri/hisse senedi defter değeri)), MBVR (piyasa değeri/defter değeri) bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Kaldıraç oranları, büyüme olanağı, işletme büyüklüğü, vergi (vergi/vergi öncesi kar), maddi duran varlıklar (sabit varlıklar/toplam varlıklar) ve işletme riski gibi unsurlar ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Tobin Q bağımlı değişkeniyle işletme riski arasında hem negatif hem de anlamlı ilişki görülmüştür. Aynı zamanda yüksek performansla yüksek kârlılık arasında ilişki saptanmıştır. Bu durum kârlı işletmelerin daha yüksek vergi ödediklerini göstermiştir. İşletme büyüklüğü ile finansal performans değişkenleri arasında hem pozitif hem de anlamlı ilişki bulunmuştur. Büyük işletmeler daha az iflas riskine sahiptir. Ayrıca, araştırma sonunda daha yüksek vergi ödeyen işletmelerin daha yüksek performansa sahip olduğu görülmüştür. Makroekonomik ve bölgesel faktörlerin etkisi incelendiğinde, Körfez Krizinin 1990 – 1991 dönemlerinde işletme performansı üzerinde pozitif bir etki yarattığı saptanmıştır.⁶⁶

Muritala (2012), çalışmasında işletmelerin finansal performansını yükseltmek için gereken optimum sermaye yapısı seviyesini panel veri analizi kullanarak incelemiştir. Bu amaçla, Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda imalat sektöründe faaliyet gösteren 10 işletmenin 2000 – 2010 yıllarındaki verileri üzerinde çalışmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak ROA ve ROE kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler

⁶⁵Yurdagül Kabakçı, “Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama”, **Ege Akademik Bakış Dergisi**, Cilt: 8, Sayı:1, 2008,s.167-182.

⁶⁶R. Zeitun ve G. G. Tian, “Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan”, **Australasian Accounting Business and Finance Journal**, Cilt:1, Sayı:4, 2007,s. 40-60.

olarak ise borçlanma, varlık devir hızı, işletme büyüklüğü, büyüme olanağı ve işletme yaşı kullanılmıştır. Analiz sonucunda, aktif devir hızının finansal performansı etkileyen en önemli değişken olduğu görülmüştür. Buna ek olarak, ROA ve aktif devir hızı arasında negatif ilişki bulunmuştur. Yani, söz konusu 10 işletmenin sabit varlıklarından olumlu bir şekilde yararlanamadığı görülmüştür. ROE ve varlık değeri arasında pozitif fakat istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki gözlenmiştir. ROA ve ROE ile büyüme olanakları arasındaki ilişki pozitif fakat anlamsız sonuçlar vermiştir.⁶⁷

Salawu vd. (2012) çalışmasında finansal politikaların ve işletmeye özgü özelliklerin işletme performansına etkisini incelemiştir. 70 işletmenin 1990 ve 2006 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Bu amaçla havuzlanmış model, sabit etkiler modeli ve genelleştirilmiş en küçük kareler (GEKK) yöntemleri ile söz konusu işletmelerin verileri kullanılarak tahminleme yapılmıştır. Kurulan modellerden birinde ROA ve vergi öncesi net kâr bağımlı değişken; uzun vadeli borç, toplam borç/ toplam aktif, vergi, temettü ödemesi, maddi duran varlık/toplam varlık, büyüme ve borç dışı vergi kalkanı ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Diğer modelde ise enflasyon oranı, doğrudan yabancı yatırım, piyasa büyüklüğü, borsa faaliyeti (toplam işlem değeri/GSYİH) gibi unsurlar bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Çalışma sonucunda aktif kârlılığı ve sermaye yapısı arasındaki ilişkinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Ayrıca çalışma sonuçları büyüme, büyüklük ve doğrudan yabancı yatırımın işletme performansı ile (ROA) negatif ilişki içerisinde olduğunu göstermiştir. Buna ek olarak, gelirdeki değişkenliğin işletmelerin faizleri ödeyememesi riskini arttırabildiği de görülmüştür. Bu durum finansal sıkıntıya ilişkin beklenen maliyetlerin artmasına sebep olmaktadır ve bunun söz konusu işletmelerin kârlılıklarını azaltması muhtemeldir. Çalışmanın sonuçları, genel olarak finansal

⁶⁷Taiwo Adewale Muritala, "An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms' Performance in Nigeria", **International Journal of Advances in Management and Economics**, Cilt:1, Sayı: 5, 2012, s.116-124.

politikaların işletme performansı üzerindeki etkisi konusundaki mevcut literatürü desteklemektedir.⁶⁸

Graham ve Harvey (2001) sermaye bütçelemesi, sermaye maliyeti ve sermaye yapısı üzerinde çalışmıştır. Araştırma için hazırlanan anket çalışması şirket yöneticilerine posta yoluyla gönderilmiştir. Şirket yöneticileri verdikleri cevaplarla işletmelerin sermaye yapılarının oluşturulmasında finansal esnekliğin en önemli unsur olduğunu ve işletmelerin %80'inin hedef borç oranı olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca, kredi derecelendirilmesine de önem verildiği saptanmıştır.⁶⁹

Adewale ve Ajibola (2013), Nijerya'da bulunan beş üretim şirketinin 2002 – 2012 dönemlerini kapsayan 10 yıllık verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada sermaye yapısının şirketlerin performansları üzerindeki etkilerini gözlemlemiştir. Çalışmada performans ölçütü olarak özsermaye kârlılığı (ROE) ve yatırımların getirisi (ROI) kullanılmıştır. PLS (Panel Least Square) regresyonu sonuçlarına göre borç oranı, varlık devri ve şirketin büyüklüğü ile şirketin performansı arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Ancak duran varlık ile şirket performans ölçütleri arasında anlamlı negatif bir ilişki vardır. Ayrıca, sonuçlar büyümenin performans göstergeleri üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.⁷⁰

Salehi ve Biglar (2009), Tahran borsasına kote 117 kurumsal şirketin 2002 – 2007 verilerini kullanarak, şirket performansının sermaye yapısını etkileyip etkilemediği konusunu incelemiştir. Çalışma sonucunda finansal performansın sermaye yapısından etkilendiği görülmüştür. Sermaye yapısının performans üzerindeki etkisi sırasıyla sermayenin düzeltilmiş değeri, piyasa değeri ve defter değerine bağlıdır. Dolayısıyla, sermaye yapısını değerlendirirken piyasa değerini daha çok dikkate almak

⁶⁸Salawu, Rafiu Oyesola, Taiwo Olufemi Asaolu ve Dauda Olalekan Yinusa. "Financial Policy and Corporate Performance: An Empirical Analysis of Nigerian Listed Companies", **International Journal of Economics and Finance**, Cilt: 4, Sayı: 4, 2012, s.175-18.

⁶⁹John R. Graham, Campbell R. Harvey, "The Theory and Practice of Corporate "Finance: Evidence from The Field", **Journal of Financial Economics**, Cilt:60, 2001, s.187-243.

⁷⁰Muritala Taiwo Adewale, Oguntade Busola Ajibola, "Does Capital Structure Enhance Firm Performance? Evidence from Nigeria", **The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices**, Vol. XII, No. 4, 2013, s.43-55.

gerekmektedir. Bu çalışmanın sonucu göstermiştir ki, piyasa değeri, defter değeri ve düzeltilmiş değer kıyaslandığında aralarında güçlü bağlantılar vardır. Buna ek olarak, şirketin kârlılığı ile finansal kaldıraç arasında negatif ilişkili bulunmaktadır. Bu, yüksek kaldıraca sahip şirketlerin daha az kârlı olması demektir. Sonuç olarak, yüksek kârlılığa ve iyi performansa sahip şirketler finansmanda daha az borçlanmayı seçmektedir.⁷¹

Majumdar ve Chhibber (1997) çalışmalarında Hintli şirketlerin performans ve sermaye yapılarındaki borç düzeyleri arasındaki ilişkiye odaklanmıştır. Hint Ekonomi İzleme Merkezi ve Bombay Menkul Kıymetler Borsası tarafından desteklenen araştırma 1988 – 1994 yılları arasında 1000’den fazla şirketin verileri kullanılarak tamamlanmıştır. Her şirket için çapraz kesitsel (cross-sectional) veriler kullanılmıştır. Hindistan bağlamında kurumsal performansın değerlendirilmesi için temel açıklayıcı değişken olarak kullanılan kaldıraç Borç/Özkaynak oranı, bağımlı değişken ise kârlılıktır. Teoride performans ve sermaye yapıları içerisindeki borç düzeyleri arasındaki ilişki pozitifken, verilerin analiziyle Hintli şirketlerinde bunun önemli ölçüde negatif olduğu görülmüştür⁷²

Topal (2006), 1997 – 2003 yılları arasında İMKB’ye kote imalat işletmelerinin sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve kârlılıklarını analiz etmiştir. Ayrıca, aynı işletmelerinin sermaye yapılarında meydana gelen değişikliklerin kârlılıklarına etkilerini incelemiştir. Analiz sonucunda örnek kütledeki işletmelerin toplam kaynakları içerisinde en büyük paya sahip finansman kaynağının özkaynak olduğu görülmüştür. Yine KOBİ’lerin daha çok özkaynakla finanse edildikleri saptanmıştır. Üzerinde çalışılan şirketlerde uzun vadeli ticari borçların ortalama %1 düzeyinde olduğu saptanmıştır. Çalışma sonucunda, işletmelerin özkaynak bileşenleri içerisinde en yüksek payın

⁷¹Mahdi Salehi, Kumars Biglar, “Study of the Relationship between Capital Structure Measures and Performance: Evidence from Iran”, **International Journal of Business and Management**, January, 2009, s.97-103

⁷²Sumit K. Majumdar, Pradeep Chhibber, “ Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance”, **Kluwer Academic Publishers**. Printed in the Netherlands, 1997,s.287-305.

yeniden değerlendirme olduğu ve buna ek olarak, yeterli düzeyde kâr elde edemedikleri görülmüştür. İşletmelerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe, aktif kârlılık oranı ve brüt kâr marjı çok değişmemekte fakat özkaynak kârlılığı düşüş göstermektedir.⁷³

Antwi, Mills ve Zhao (2012) sermaye yapısı teorileri ve şirketin değeri arasındaki ilişki üzerine çalışmışlardır. Çalışmada Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ve 2010 yılının son gününde kote edilmiş 34 şirketin verileri en küçük kareler (EKK) yöntemiyle analiz edilmiştir. Bu çalışmayla, Gana gibi gelişmekte olan ekonomilerde, sermaye yapısı bileşenlerinden biri olan özsermaye kaleminin şirketin değeriyle doğrudan ilişkili olduğu, ayrıca uzun vadeli borçların şirket değeri için en önemli unsur olduğu saptanmıştır.⁷⁴

Ata ve Ağ (2010), panel veri analiziyle işletme karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini çalışmışlardır. Araştırmaya İMKB'de kayıtlı metal ana sanayi, metal eşya, makine ve gereç yapımı sektöründe faaliyet gösteren 42 işletmenin 2003 – 2007 dönemleri dâhil edilmiştir. Bağımlı değişken olarak borçlanma oranı; bağımsız değişkenler olarak işletme büyüklüğü, faiz karşılama oranı ve büyüme oranları kullanılmıştır. Analize dâhil edilen işletme büyüklüğü dışında diğer değişkenlerin sermaye yapısı içinde negatif etkisi olduğu saptanmıştır. Çalışmanın sonuçları, sermaye yapısı teorilerinden finansal hiyerarşi teorisi ve dengeleme teorisi sonuçlarıyla paraleldir.⁷⁵

Demirhan (2009), çalışmasında İMKB'nin 2006 faaliyet raporunda ulusal hizmetler sektörü altındaki işletmelerden 2003 – 2006 yılına kadar mali tablolarına kesintisiz ulaşılabilen 20 işletmeyi kullanmıştır. İşletmelerin panel verileri, regresyon modeli aracılığıyla analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenleri; toplam

⁷³Yusuf TOPAL, “İMKB'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 27, 2006,s. 45-70.

⁷⁴Samuel Antwi, Ebenezer Fii Emire Atta Mills, Professor Xicang Zhao, “Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana”, **International Journal of Business and Social Science**, Vol. 3 No. 22 [Special Issue – November, 2012, s.103-111.

⁷⁵H. Ali ATA,Yusuf A. Ağ.,“Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”,**Istanbul University Econometrics & Statistics e-Journal**, 2010,11(1).

borç/toplam aktif, kısa vadeli borç/toplam aktif, uzun vadeli borç/toplam aktif, toplam borç/özsermaye, kısa vadeli borç/özsermaye ve uzun vadeli borç/özsermaye oranlarıdır. Bağımsız değişkenler olarak ise kârlılık, işletme büyüklüğü, büyüme olanakları, işletmenin varlık yapısı, işletme riski, vergi, borçlanma maliyeti, işletmenin likiditesi ve borç dışı vergi seçilmiştir. Bu çalışmayla, İMKB'ye kote hizmet işletmelerinin borçlanma düzeyini etkileyen en önemli değişkenlerin kârlılık, işletme büyüklüğü, varlıkların yapısı ve likidite düzeyi olduğu bulunmuştur. Borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları, işletme riski, vergi ve borçlanma maliyeti değişkenlerinin hizmet işletmelerinin borçlanma düzeylerini etkilemediği görülmüştür. Çalışma sonucunda, ele alınan işletmelerin sermaye yapısının finansal hiyerarşi yaklaşımına uygun olduğu anlaşılmıştır.⁷⁶

Okuyan ve Taşçı (2005) çalışmalarında İstanbul Sanayi Odası tarafından açıklanan Türkiye'nin 500 büyük ve ikinci 500 büyük sanayi işletmesine ait verilerden faydalanmıştır. 500 büyük sanayi işletmesinin 1993 – 2007 arasındaki verileri, ikinci 500 büyük sanayi işletmesinin ise 1997 – 2007 arasındaki verileri dengesiz panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir. Bağımsız değişkenler olarak işletmenin büyüklüğü, kâr, katma değer, ihracat oranı, özel sektör payı, yabancı kaynak payı seçilmiştir. Bağımlı değişken ise borçlanma oranıdır. Bu çalışmayla birlikte, Türkiye'deki sanayi işletmelerinin kaldıraçtan genelde faydalandıkları görülmüştür. Dolayısıyla, borç kullanımı ile işletmelerin yarattığı brüt katma değer arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. İşletme büyüklüğünün ve kârlılığının işletmenin borç kullanma derecesini etkileyen faktörler olduğu bulunmuştur. Çalışmada, hem büyüklüğün hem de kârlılığın işletmeleri daha az borç kullanmaya yönlendirdiği tespit edilmiştir. Sonuç olarak, sanayi işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi kuramının geçerli olduğu görülmüştür.⁷⁷

⁷⁶Dilek Demirhan ,“ Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Academic Review**,9(2), 2009,s.677-697.

⁷⁷H. Aydın Okuyan , H. Mehmet Taşçı, “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, Cilt 4, Sayı 1,2010, s. 105-120.

Altan ve Arkan (2011), 2004 – 2007 yılları arasında İMKB-XUSIN endeksli ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 127 şirketin üç aylık verilerini çoklu regresyon analizi yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışma kapsamında, şirketlerin finansal yapıları ve şirket değeri arasındaki etkiyi incelemişlerdir. Analizde kullanılan kısavadedi borç, uzun vadeli borç ile özsermayenin şirket değeri üzerindeki etkisi arasında istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.⁷⁸

Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda (GSE) listelenen şirketler arasında, nitelikli 22 şirket dâhil edilerek 1998- 2002 yılları arasında yapılan çalışma kapsamında bu şirketlerin sermaye yapısı ve kârlılığı arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmadan anlaşılabacağı üzere kârlı şirketler ana finansman seçeneği olarak daha fazla borca bağlıdır. Borcun yüksek oranı (%85) kısa vadeli borç ile temsil edilmiştir. Analiz için kârlılık ve kaldıraç oranı değişkenleri kullanılmıştır. Bunun yanı sıra çalışmada sermaye yapısı kararlarının herhangi bir iş organizasyonu için çok önemli olduğu vurgulanmıştır. Bu kararların, çeşitli kurumsal getirileri maksimize etmeye ihtiyacı olduğundan ve rekabet ortamıyla başa çıkmak için şirketlerin kabiliyetini etkilediğinden çok önemlidir. Şirketin sermaye yapısı farklı menkulden oluşan bir bileşimdir. Genel olarak, şirket birçok alternatif sermaye yapıları arasından seçim yapabilmektedir. Büyük miktarda ya da çok az miktarda borç çıkarabilir. Sayısız kombinasyonlarda onlarca farklı menkul çıkarabilir. Ancak, genel piyasa değerini maksimize etmek için belirli bir kombinasyon bulunmalıdır. Sonuç olarak, kârlı şirketlerin çalışmalarını finanse etmek için daha çok kısa vadeli borç kullandıkları varsayılarak, kısa vadeli borç ve özkaynak getirisi arasında anlamlı pozitif bir ilişki saptanmıştır. Kısa vadeli borç, Ganalı şirketler için önemli bir bileşen veya finansman kaynağıdır. Ancak çalışma, özkaynak getirisi ile toplam aktiflerin uzun vadeli borçlara oranı arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Toplam borç ve kârlılık arasındaki ilişkiye dayanarak regresyon

⁷⁸Mikail Altan , Ferhat Arkan, “Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index”, **Journal of Business & Economics Research** – September 2011 Volume 9, Number 9, s.61-66.

sonuçları varlıklar toplamıyla özkaynak kârlılığı ve borçlar arasında anlamlı pozitif bir ilişkinin olduğunu göstermiştir.⁷⁹

Çalışma, optimal sermaye yapısının önemine odaklanmıştır. Herhangi bir kurumsal varlık en uygun sermaye yapısını sağlamalı ve en az maliyetle finansman kaynaklarını güvence altına almalıdır. Çalışma, şirketlerin herhangi bir seviyedeki değerini maksimize etmek için uygun bir kaldıraç olup olmadığını araştırmaktadır. 2001 ile 2006 yılları arasında 650 Çinli şirketin değeri üzerindeki etkisini belirlemek için gelişmiş panel eşik regresyon modeli kullanılmıştır. ROE şirket değeri için vekil olarak kullanılan (aktifin borca oranı) eşik değişkeni için kullanılmıştır. Çin, iki nedenden dolayı ilgi çekicidir: 1.'si Çin, komünist ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş sürecindedir. 2.'si çoğu listelenen Çinli şirket devlete aittir. Bu nedenle sermaye yapısı ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi araştırmak çok önemlidir. Ampirik sonuçlar kuvvetli üçlü eşik etkisi, borç oranı ve şirket oranı arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bunun yanı sıra, borç finansmanı; şirket değerini arttırabilen borç oranı %53,9'dan az olunca katsayısı pozitif olacaktır. Katsayısı hâlâ pozitif, ancak borç oranı %53,97 ve 70,48 arasında olduğu zamanda katsayısı azalmaya başlar. Borç oranı %70,48 ve 75,26 arasında ya da %75,26 üzerinde iken katsayısı negatif olup bir azalma eğilimi sunmaktadır. Demek ki bu rejimde borç, finansmana artış ilave ederek şirketin değerini azaltır. Bu nedenle çalışmada kaldıraç ve şirket değeri arasındaki ilişkinin ters U şeklini temsil ettiği sonucuna varılmıştır. Son olarak, çalışma yatırımcılara Çin'de optimal sermaye yapısıyla ilgili detaylı bilgi sunmaktadır.⁸⁰

Çalışma sermayesinin, şirketler için ne kadar önemli olduğu ortaya konulmuştur. Çalışma sermayesinin kötü yönetimi, şirketleri başarısızlığa ve iflasa götüren en önemli sebeplerden biridir. Tahran borsasında kurumsal performansa işletme sermayesi yönetiminin etkisi tartışılmıştır. Aynı zamanda korelasyon ölçme – keşfetme yöntemine

⁷⁹Joshua Abor, "The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana", **The Journal of Risk Finance**, Vol. 6, Iss. 5, 2005, s.438-445.

⁸⁰Yu-Shu Cheng, Yi-Pei Liu, Chu-Yang Chien, "Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis" **African Journal of Business Management**, Vol. 4(12), 2010, s.2500-2507.

odaklanılarak 2006-2009 yılları arasında 50 farklı şirkette uygulanmış, değişkenler arasında negatif ve anlamlı bir ilişki ortaya konmuştur. Sermaye yönetimini değerlendirmek için ağırlıklı ortalama tahsilat süresi, stok devir hızı, ortalama ödeme süresi, nakit tahsilat döngüsü ve net ticari devri kavramları kullanılmıştır. Kurumsal performansı değerlendirmek için ise faaliyet kârlılığı kullanılmıştır. Şirketler tahsilat süresi, stok devir ve ödeme süresini azaltarak kendi karlılığını arttırabilmektedir. Çalışmada, kârlılık bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama tahsilat süresi, stok devir hızı, ortalama ödeme süresi, nakit tahsilat döngüsü ve net ticari devri ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.⁸¹

Entelektüel sermayenin, yenilikçiliğin, kurumsal stratejinin Antalya’da faaliyet gösteren şirketlerin performansları üzerindeki etkisi bahsedilen çalışma tarafından anket yapılarak açıklanmıştır. Bu araştırmanın bulguları entelektüel sermaye, yenilikçilik ve kurumsal strateji ile şirket performansı arasında pozitif ilişkiler olduğunu göstermektedir. Entelektüel sermaye, yenilikçilik ve kurumsal strateji son zamanlarda iş dünyasında birer kavram olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Entelektüel sermaye üç alana ayrılmıştır. Bunlar insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesidir. İkinci kavram yenilikçiliktir. Günümüzde şiddetli rekabet nedeniyle yeniliğe ihtiyaç çokça artış göstermiştir. Değer yaratabilen yeni fikirleri uygulayarak yenilikler getirilebilir. Yeni pazarlama türleri, açık yeni pazarlar, yeni satış teknikleri, yeni finansal yöntemler gibi olgular elde edilebilir. Üçüncü kavram, kurumsal stratejidir. Bir kurumu yönlendirmek için alınan kararların sonucudur. Sonuç; kurumun çevresi, yapısı ve işlemleri gibi kurumsal performansı etkileyen faktörleri dikkate alarak elde edilmektedir. Bu çalışma aynı zamanda şirketin performansına odaklanmıştır. Şirketin performansı üç şekilde ölçülebilir; finansal performans (kârlılık, yatırım getirisi), ürün performansı

⁸¹Taghizadeh Khanqah Vahid, Ghanavati Elham, Akbari khosroshahi Mohsen, Ebrati Mohammadreza, “Working Capital Management and Corporate Performance: Evidence from Iranian Companies” ,**Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 62,2012, s.1313-1318.

(ürün güvenilirliği, benzersiz ürün özelliklerinin sayısı) ve pazar performansı (pazar payı, müşteri memnuniyeti).⁸²

Kurumsal performans ve entelektüel sermaye arasındaki bağıın önemi gün geçtikçe daha çok artmaktadır çünkü şirketler ekonomik türbülansa göre hayatta kalabilmek ve iş geliştirmek için yeni çözümler aramaktadır. Bu çalışma, özellikle Romanya ekonomisine ağır bir darbe indiren 2010-2011 krizi sırasında, şirketlerin finansal performansı ve entelektüel sermaye arasındaki ilişkiyi bulmaya odaklanmıştır. Çalışma, entelektüel sermayenin önemini göstermiştir. Özellikle günümüzde insan kaynaklarının önemi büyüktür. Çünkü işletmeler değerli maddi olmayan duran varlıklar haline gelen bu bilgiyi nasıl kullanacaklarını bilmektedir. Bu da üyelerin değer yaratma kapasitesini arttırmaktadır. Bu çalışma, toplam 105 şirket üzerinde gerçekleştirilmiştir. Mali şirketler ve negatif öz kaynak şirketleri analize dâhil değildir. Katma değer fikri katsayısı modeli (VAIC) kullanılmıştır. Modele göre, VAIC değeri yüksek olursa şirketin potansiyel performansını arttırmak için entelektüel sermayesini kullanma oranı yükselecektir. Sonuç olarak, kriz zamanında insan ve yapısal sermayenin şirketlerin gelişmesini etkilediği ve ayrıca kârlılığın katma değer entelektüel sermaye katsayısı üzerinden mali sermayeye bağlı olduğu varsayılmış ve belirli regresyon modelleri uygulanarak elde edilmiştir.⁸³

Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen imalatçı şirketler kullanılarak panel veri analiziyle çalışma sermayesinin şirketlerin performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışma, Pakistan'da ekonominin ikinci en büyük sektörü olan ve ekonomik büyümede önemli bir rol oynayan imalat sektöründeki şirketler üzerinde uygulanmıştır ve 1998-2007 dönemini kapsamaktadır. Sonuçlar; gün içinde nakit dönüşüm döngüsü, net ticaret döngüsü ve stok devri gibi durumların şirketlerin

⁸²Adnan Kalkan , Özlem Çetinkaya Bozkurt , Mutlu Arman, “The Impacts of Intellectual Capital, Innovation and Organizational Strategy on Firm Performance”, **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 150, 2014, s. 700-707.

⁸³Silvia Sumedrea, “Intellectual Capital and Firm Performance: A Dynamic Relationship in Crisis Time”, **Procedia Economics and Finance**, 6, (2013). s.137-144.

performansını anlamlı bir şekilde etkilediğini göstermektedir. İmalat sektörü için, stok devri ve net faaliyet kârlılığı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla daha az stoklar tutularak kârlılık arttırılacaktır. Genellikle imalat şirketlerinde, tahsilat ve ödeme politikaları ile ilgili sorun yaşandığı görülmüştür. Finansal kaldıracın satışların büyümesi, şirketin büyüklüğü ve şirketin kârlılığı üzerinde önemli etkisi vardır. Çalışmada ayrıca Pakistan’da şirketlerin muhafazakâr çalışma sermayesi yönetimi politikasını takip ettiği, şirketlerin tahsilat ve ödeme politikası geliştirmeye odaklanması gerektiği sonucuna varılmıştır. Etkili politikalar sermayesi, bireysel bileşenler için formüle edilmelidir. Ayrıca verimli yönetim ve çalışma sermayesi (cari aktifler ve cari borçlar), imalatçı şirketlerin işletme kârlılığını arttırabilir. Etkin çalışma sermaye yönetimi için imalat sektöründeki şirketler finans alanlarında uzman kişiler çalıştırmalıdır.⁸⁴

Çalışma sermayesinin önemi, şirketlerin başarı veya başarısızlığını, şirket kârlılığı ve değerini nasıl etkileyeceği üzerine tartışılmıştır. Bunun yanında, dinamik panel veri analizini kullanarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda 2002-2009 yılları arasında listelenen imalat şirketleri, çalışma sermayesi yönetimi ve şirketlerin performansı arasındaki ilişkiyi incelemek için kullanılmıştır. Çalışma sermayesi yönetimi ve şirketlerin performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Sonuçlar, hesap alacakların tahsil süresi, nakit dönüş süresi ve şirketin kârlılığı arasında negatif bir ilişkiyi göstermektedir. Dolayısıyla toplama süresi ve nakit dönüşüm döngüsü kısaltılarak şirketlerin kârlılıkları arttırılabilir. Kontrol değişkeni olan kaldıraç düzeyinin, şirket değeri ve şirketlerin kârlılığı ile anlamlı negatif bir ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Başka bir deyişle, kaldıraç düzeyi yükseldiği takdirde, hem şirketlerin değeri hem de şirketlerin kârlılığı azalacaktır. Çalışma sermayesi yönetim kararları şirketlerin kârlılığıyla değerini etkilediğinden çok önemli ve stratejik olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışma sermayesi tanımı aşağıdaki formülde verilmektedir.

⁸⁴Abdul Raheman, Talat Afza, Abdul Qayyum, Mahmood Ahmed Bodla,”Working capital management and corporate performance of manufacturing sector in Pakistan”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue 47, Issue 47 s.156-169.

Çalışma Sermayesi = Stok + Alacak Hesapları-Ödenecek Hesap.

Yani bu tanıma göre, çalışma sermayesi yönetimi kapsamında stok, alacak hesapları ve ödenecek hesaplar yönetilmektedir. Çalışma sermayesi yönetiminin temel hedefi çalışma sermayesi yönetimi bileşenleri arasındaki en iyi dengeye ulaşmaktır.⁸⁵

⁸⁵Vural, G., Sökmen, A. G., & Çetenak, E. H. “.Affects of Working Capital Management on Firm’s Performance: Evidence from Turkey”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol. 2, No. 4, 2012, s.488-495.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KARARLARININ ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİYLE İNCELENMESİ

3.1. Analizde Kullanılan Veri Seti

Sermaye yapısı kararlarının şirket performansı üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla yapılan bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren ve pay senedi BIST’te işlem gören şirketlerden taş toprak sektöründe yer alanlar üzerinde çalışılmıştır. Çalışma 2004-2015 yılları arasında BIST’te pay senedi kesintisiz olarak işlem gören 22 şirketi kapsamaktadır.

Çalışma döneminin 2004 yılından başlamasının en önemli nedeni, Türkiye’de muhasebe standartları ile ilgili 2003 yılından itibaren yaşanan gelişmelerdir. 2004 yılında SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları’na göre İMKB’de işlem gören firmaların faaliyet raporlarında, istenilen standarda ulaşılamadığı görülmektedir¹. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) tarafından yayımlanan Finansal Tabloların Hazırlanma ve Sunulma Esaslarına İlişkin Kavramsal Çerçeve’ye göre mali tablolardaki bilgiyi kullanıcılar için yararlı kılan niteliksel özellikler; ihtiyaca uygunluk, gerçeğe uygunluk, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, doğrulanabilir ve zamanında düzenlenmiş olmasıdır². SPK tarafından yapılan ve yukarıda bahsi geçen söz konusu çalışma sonuçlarına göre 2004 yılı öncesine ait finansal

¹SPK: Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları, Kasım 2004, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=68&fn=68.pdf>, 25.08.2009.

²Süleyman Uyar, Muhsin Çelik, “Sürekli Kamuyu Aydınlatma ve İnternet Ortamında Finansal Raporlama Sürecinde Kullanılan Diller”, **Ege Üniversitesi Akademik Bakış Dergisi**, C.6, Sayı:2, Temmuz 2006, s.94.

tablolarda yer alan bilgiler finansal tabloların taşınması gereken niteliksel özellikleri yansıtmada konusunda zayıftır. Ayrıca Avrupa Birliği hisse senetleri borsalar ve diğer teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören tüm şirketlerin konsolide mali tablolarının en geç 01.01.2005 tarihinden itibaren Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ile uyumlu olarak hazırlanmasını zorunlu tutmuştur. Türkiye'nin Avrupa Birliği için tam üyelik başvurusu yapmış olması, birliğin parçası olan diğer ülkeler gibi ulusal muhasebe standartlarının UFRS ile uyumlu olarak hazırlanmasını gerekli kılmıştır. Ayrıca, Uluslararası Para Fonu (IMF)'na verilen 30.07.2002 tarihli niyet mektubunda SPK'nın UFRS'yi uygulamaya koyacağını belirtilmiş olması, Türkiye'de muhasebe standartlarının UFRS ile uyumunun sağlanması için yapılan çalışmaları hızlandırmıştır³. Bu çalışmalar neticesinde, SPK'nın UFRS ile uyumlu standartlar içeren Seri XI, No:25 sayılı "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ"i 15.11.2003 tarih ve 25290 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Söz konusu tebliğ 33 adet standardı kapsamakta ve konsolidasyon kapsamındaki tüm firmaları ilgilendirmektedir⁴. Yapılan bu değişiklikler sonucunda 2004 yılından itibaren mali tablolardaki bilgilerin önceki dönemlere göre daha şeffaf, güvenilir ve karşılaştırılabilir olması nedeniyle çalışma döneminin kapsamı 2004 yılından başlamaktadır.

BIST de 2004-2015 dönemlerinde kesintisiz olarak işlem gören taş toprak sektöründeki 22 şirkete ilişkin genel bilgiler Tablo 3.1'de yer almaktadır.

³ Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:XI, No:25) Gerekçesi, s.1, (Çevrimiçi) http://www.muhasebestandartlari.com/SeriXI_No25_gerekce.pdf, 20.08.2009.

⁴ Fikret Çankaya, "Uluslararası Muhasebe Uyumunun Ölçülmesine Yönelik Bir Uygulama: Rusya, Çin ve Türkiye Karşılaştırılması", **ZKU Sosyal Bilimler Dergisi**, C.3, Sayı:6, 2007, s.133.

Tablo 3.1: Çalışma Kapsamında Yer Alan Şirketlere İlişkin Genel Bilgiler.

	Şirket Adı	Kuruluş Yılı	Toplam Aktifler (TL)	NetSatışlar (TL)	Özkaynaklar (TL)
1	ADANA	1954	882.91	428.12	793.51
2	AFYON	1955	373.42	64.46	165.40
3	AKCNS	1974	1705.08	1468.53	1187.17
4	ANACM	1969	3750.48	1551.96	1640.81
5	BOLUC	1968	616.79	406.29	411.85
6	BSOKE	1955	429.03	126.38	232.51
7	BTCIM	1966	1128.01	600.91	552.50
8	BUCIM	1966	611.11	608.00	339.52
9	CIMSA	1972	1980.53	1171.15	1187.16
10	CMBTN	1985	84.48	157.85	41.75
11	CMENT	1950	1539.63	747.99	992.59
12	DENCM	1973	88.49	76.50	64.27
13	EGSER	1972	364.36	324.89	214.03
14	GOLTS	1969	664.13	370.80	277.27
15	IZOCM	1965	248.49	370.48	155.05
16	KONYA	1963	437.05	335.34	367.91
17	KUTPO	1965	304.36	270.21	221.38
18	MRDIN	1969	292.89	154.22	239.50
19	NUHCM	1966	1423.26	989.91	1063.71
20	TRKCM	1978	5626.51	2118.19	2889.40

21	UNYEC	1969	322.44	222.30	279.78
22	USAK	1972	367.81	187.54	93.32

Çalışmada 22 şirkete ilişkin 2004-2015 dönemlerine ait 12 dönemi kapsayan dengeli panel veri seti oluşturulmuştur. Her bir dönemin uzunluğu 1 yıldır. Çalışmada kullanılan şirketlere ilişkin finansal veriler, şirketlerin yıllık konsolide olmayan finansal tablolarında yer alan bilgilerden hesaplanmıştır. Gelir tablosu kalemleri bir dönemin tamamını yansıtırken bilanço kalemleri ise ilgili tarihteki anlık verileri yansıtmaktadır. Bu nedenle gelir tablosu kalemleri kullanılırken şirketlerin yıllık gelir tablosunda yer alan veriler kullanılmıştır. Bilanço kalemlerinde ise ilgili döneme ait 3'er aylık bilançoda yer alan rakamların ortalamaları (5 adet bilanço verisinin aritmetik ortalaması) hesaplanmıştır. Bu şekilde bir uygulama ile bilançoda yer alan kalemler bir tarihi değil, ilgili dönemi daha iyi yansıtacak şekle çevrilmiştir.

Şirketlerin 2009 yılı öncesi finansal tablolarına <http://www.borsaistanbul.com/yatirimcilar/mali-tablolar-arsiv> internet adresinden, 2009 yılından sonraki finansal tablolarına ise <http://www.kap.gov.tr> adresinden ulaşılmıştır.

3.2. Analizde Kullanılan Değişkenler

3.2.1. Bağımlı Değişkenler

Şirketlerin finansal performansı üzerinde etkili olan faktörlerin belirlenmesine yönelik yapılan ve yukarıda bahsi geçen çalışmalarda performans ölçüsü olarak en yaygın olarak kullanılan değişkenler aktif karlılık oranı ve özkaynak karlılık oranlarıdır. İlgili çalışmalarda aktif karlılık oranı net karın aktiflere, özkaynak karlılık oranı ise net karın özkaynaklara oranlanması ile hesaplanmıştır. Bu çalışmada ise ROA ve ROE, net karın ortalama aktif toplama ve ortalama özkaynaklara oranlanması ile hesaplanmıştır.

3.2.2. Bağımsız Değişkenler

Çalışmada şirket performansını etkilemesi beklenen bağımsız değişkenlerin seçilmesinde öncelikle konuya ilişkin farklı ülkelerde yapılan çalışmalar incelenmiştir. Şirket performansı üzerinde finansal yapı kararlarının belirleyici bir etkisinin olup olmadığını araştırmak için şirketlerin finansal yapısına ilişkin önemli bilgiler veren iki oran kullanılmıştır. Bu oranlar; toplam borçların toplam kaynaklara oranı ve finansal borçların özkaynaklara oranıdır.

Şirket performansının belirlenmesinde finansal yapı kararlarının yanı sıra şirketin yatırım kararları, faaliyet etkinliği, büyüklüğü ve kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücü gibi faktörlerde önemlidir. Bu nedenle çalışmada bağımsız değişken olarak sadece finansal yapı hakkında bilgi veren oranlar kullanılmamış, şirket performansı üzerinde etkili olabileceği düşünülen diğer unsurları da yansıtan çeşitli değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ve açıklamaları şu şekilde özetlenebilir.

Finansal Kaldıraç Oranı: Çalışmada toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara (ya da toplam kaynaklara) oranı olarak tanımlanan finansal kaldıraç oranı, bir şirketin toplam varlıklarının ne oranda borç ile finanse edildiğini göstermektedir. Finansal kaldıraç oranı 0,50 seviyelerinde olan bir şirket, yatırımlarının yarısını özsermaye ile finanse ederken, yarısını da yabancı kaynaklar ile finanse etmektedir. Kaldıraç oranı % 50'nin üzerinde olan şirketler borç ağırlıklı bir finansman politikasına sahipken, % 50'nin altında olan şirketler ise özkaynak ağırlıklı finansman politikası izlemektedir. Şirketler borçlanmaya başladıkça, ilk başta özsermayeye göre maliyeti daha düşük olan borçlanmayla birlikte şirketlerin ağırlıklı ortama sermaye maliyeti belirli bir noktaya kadar düşecek, ancak sonrasında borçlanma arttıkça borcun marginal maliyeti artmaya başlayacaktır. Aynı zamanda borçlanma nedeni ile artan risk nedeniyle şirketin toplam riskinin artması şirketin özsermaye maliyetini de artıracaktır. Bir başka ifade ile şirket borçlanma başladıkça ilk başta azalan ortalama sermaye maliyeti, belirli bir seviyeden sonra artmaya başlayacaktır. Bu anlamda finansal kaldıraç oranının yükselmesi şirketlerin finansal performansı açısından olumlu bir etkiye sahip olabileceği gibi şirket

performansını düşürerek olumsuz bir sonucu da beraberinde getirebilecektir. Şirket temin etmiş olduğu borcun marginal maliyetini, marginalgetisi ile karşılayabilirse, borçlanmanın şirketin dönem karı üzerinde olumlu bir etkisi olacaktır.

Finansal Borçların Özkaynaklara Oranı: Finansal (Mali) borçlar şirketinin kredi kurumlarından almış olduğu kısa ve uzun vadeli borçları ile borçlanma amacıyla ihraç ettiği menkul değerleri kapsamaktadır. Şirketin banka kredileri, finansal kiralama işlemlerinden borçları, çıkarılmış bonolar ve senetleri ile çıkarılmış tahvilleri finansal borçlarıdır. Finansal borçlar temin edildiğinde işletmeye faiz yükü getiren borçlardır. Şirketler kısa vadeli finansal borç temin ederken genellikle çalışma sermayesinde meydana gelen geçici bir finansman açığını kapatmak amacıyla hareket etmektedirler. Şirketler kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanması ya da stok alımları için gerekli nakdin yeterli olmaması durumunda, kısa vadeli finansal borçlanmaya gidebilmektedirler. Uzun vadeli finansal borçlar ise şirketlerde genellikle uzun vadeli yatırımlar için temin edilmektedir.

Şirkette finansal borçların göreceli olarak artması şirkete bir taraftan faiz yükü getirirken, diğer taraftan ise bu şekilde sağlanan bir finansmanla şirket yükümlülüklerini yerine getirmekte ve faaliyetlerini genişletebilmektedir. Şirketin finansal borçlarının özsermayeye göre göreceli olarak artmasının şirket performansı açısından olumlu bir etkisinin olabileceği gibi olumsuz bir etkisi de olabilecektir. Bu etki şirketin finansal borçlanmasının seviyesi ve maliyeti ile borçla temin edilen fonların şirkette kullanılması sonucunda şirkete sağlayacağı getiriye göre değişebilecektir.

Kaldıraç oranı şirketin her türlü yabancı kaynaklarını dikkate alırken, finansal borçların özsermayeye oranının ise sadece finansal borçların şirket performansı üzerindeki etkisini yansıtmayı öngörülmekte ve bu nedenle çalışmada finansal yapının bir göstergesi olarak kaldıraç oranına ilave olarak kullanılmaktadır.

Cari Oran: Şirketlerin dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynaklarını karşılama gücünü gösteren cari oran, çalışma sermayesinin yeterliliği hakkında da şirket yöneticilerine ve diğer finansal tablo kullanıcılarına bilgi sağlamaktadır.

Cari oran, şirkette net çalışma sermayesi büyüklüğünü belirleyen dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar arasındaki oransal ilişkiyi göstermektedir. Cari oranın seviyesi şirketin içinde bulunduğu ekonominin, sektörün ve şirketin kendine özgü koşullara göre değişebilmektedir.

İdeal bir cari oran büyüklüğü şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyebilecek ve günlük işletme faaliyetlerini yerine getirebilecek bir seviyede olmasıdır. Cari oranın yetersiz olması durumunda şirket mevcut çalışma sermayesi büyüklüğü ile kısa vadeli borçlarını ödemesi ve günlük işletme faaliyetlerini yürütmesi açısından riskli bir konumda olacaktır. Cari oranın şirket açısından yeterli olabilecek bir seviyeden daha büyük olması durumunda ise şirketin genel anlamda kısa vadeli borçlarını ödeme gücü yüksek olacak fakat bu durum şirketin karlılığını olumsuz etkileyecektir. Şirketin göreceli olarak çalışma sermayesine aşırı yatırım yapması ve bunun sonucunda cari oranın istenilen seviyenin üzerinde olması, şirketin faaliyet döngüsüne göre stokları, ticari alacakları ve nakit vb. gibi kalemlerin atıl bir şekilde olması anlamına gelmektedir. Şirkete yapılan her bir yatırımın, bir de finansmanı ve her bir finansmanında şirkete dolaylı ve dolaysız maliyeti olduğu düşünüldüğünde, cari oranın seviyesinin şirket gereksinimlerinin üzerinde olması şirket karlılığını olumsuz etkileyecektir.

Cari oran şirketin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını karşılayama gücü hakkında genel bir bilgi vermektedir. Ancak kısa vadeli borçların karşılanma gücünü daha kapsamlı analiz edebilmek için dönen varlıkların kendi içindeki dağılımına, stokların ve alacakların nakde çevrilme süresine, likidite oranı ve nakit oranı da dikkate alınmalıdır.

Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı: İşletmeler faaliyette bulunmak için kısa ve uzun vadeli varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Bir işletmenin esas faaliyet alanındaki başarısı şirket performansı açısından hayati bir önem arz etmektedir. Bir şirketin esas faaliyet

alanındaki başarısı ise esas faaliyete konu olan stoklarını rakiplerine göre göreceli olarak daha kısa sürede satmasına ve stok satılması sonucunda şirketin tahsil edecek olduğu fonların tahsil süresine bağlıdır. Bir şirket belirli bir kar marjı ile rakiplerine göre stoklarını daha kısa sürede satıp, ticari alacaklarını daha kısa sürede tahsil edebiliyorsa genel anlamda esas faaliyet alanında rakiplerine göre daha başarılıdır. Şirketlerin çalışma sermayesinin devir hızının yüksek olması stokların hızlı satılmasına, ticari alacakların daha kısa sürede tahsil edilmesine ve nakitlerin daha hızlı bir şekilde işletme faaliyetlerine yatırılmasına bağlıdır. Özellikle üretim yapan şirketlerde satışların azalması durumunda, stoklar hızla artarken esas faaliyetlerden sağlanacak nakit girişleri de azalacaktır. Bu durum şirket performansı açısından son derece olumsuz olacaktır.

Şirketler faaliyetlerini temelde çalışma sermayesi üzerinden yürütmektedir. Esas faaliyetlerinin ölçüsü ise ana faaliyet alanında yapmış olduğu net satış gelirleri ile ifade edilmektedir. Net satışların ortalama çalışma sermayesine oranlanması ile hesaplanan çalışma sermayesi devir hızı oranı, şirketin faaliyet etkinliğine ve dolayısı ile şirket varlıklarının dönem içinde ne derece etkin ya da verimli kullanılıp kullanılmadığına ilişkin bilgi vermesi açısından şirket performansı üzerinde önemli bir faktör olacaktır.

Dönen Varlıkların Duran Varlıklara Oranı: Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre şirketlerin varlıkları bilançoda belirli bir dönem ile ilişkilendirilmesi açısından dönen varlıklar ve duran varlıklar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Şirketlerin bilanço tarihi itibarı ile nakit ve benzerleri ile önümüzdeki mali takvim yılı içinde nakde dönüşmesi ya da kullanılıp tüketilmesi öngörülen varlıkları dönen varlıkları içinde yer alırken vadesi bir yılın üzerinde olan alacakları ile bir yıldan daha fazla sürede işletme faaliyetlerinde kullanılması ya da tüketilmesi öngörülen varlıkları ise duran varlıklar içinde yer almaktadır.

Üretim yapan şirketlerde üretim kapasitesinin fiziki sınırları maddi duran varlıklar tarafından belirlenmektedir. Ancak üretim kapasitesinin ne oranda kullanıldığı ise şirketin satışlarına ve dolayısı ile satış talebini karşılamak için yapılan üretime bağlıdır. Şirketlerde maddi duran varlıkların çalışması için ise belirli bir miktar ilk

madde malzemeye, yarı mamule ihtiyacı bulunmaktadır. Üretimden çıkan mamullerin satılabilmesi için ise birçok işletmede müşterilere ticari krediler sağlanması gerekmektedir. Şirketlerin faaliyetlerini döngüsü için belirli bir miktar nakit varlıklarının da olması gerekmektedir. Şirketlerin faaliyetlerin yürütebilmesi için dönen varlıklar kadar duran varlıklarının da olması gerekmektedir. Şirketler faaliyet büyüklüğüne göre ve içinde bulunduğu sektörün koşullarına göre toplam varlıkları içinde dönen varlıkların ve duran varlıkların ağırlığına karar verecektir. Dönen varlıkların duran varlıklara oranı, şirketin varlık yapısı hakkında bilgi vermektedir. Şirket performansı üzerinde varlık dağılımının etkisi olabileceği öngörülmekte ve bu nedenle şirket karlılığının belirlenmesinde çalışmada bağımsız değişken olarak kullanılmaktadır.

Şirket Büyüklüğü: Şirket büyüklüğü olarak çalışmada net satışların doğal logaritması kullanılmıştır. Literatürde konuya ilişkin yapılan önceki çalışmalarda şirket büyüklüğü olarak aktif büyüklüğünü kullanan çalışmalar bulunmaktadır. Bir şirketin toplam varlıklarının büyüklüğü, yatırım büyüklüğünü gösterse de şirketler faaliyette bulunmak amacıyla yatırım yapmaktadırlar. Ayrıca şirkette faaliyette kullanılmayan varlıklar da bulunabilmektedir. Şirket büyüklüğü olarak şirketin satış büyüklüğüne göre sektör içindeki payının dikkate alınması daha doğru bir yaklaşım olabilecektir. Ancak çalışma kapsamına dahil edilen şirketlerin dışında Türkiye’de taş toprak sektöründe faaliyet gösteren şirketler de bulunmakta ve bu nedenle şirketlerin sektör içindeki payı elde edilememektedir. Çalışmada bu nedenle şirket büyüklüğü olarak şirketin satış büyüklüğüne göre sektör içindeki oranı yerine, doğrudan net satışlar dikkate alınmıştır.

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin bilgiler Tablo 3.2’de yer almaktadır.

Tablo 3.2:Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

	Sembol	Açıklaması
Bağımlı Değişkenler		
	ROA	Net Kâr / Ortalama Aktif Toplam
	ROE	Net Kâr / Ortalama Özkaynaklar

Bağımsız Değişkenler		
	FBÖ	Finansal Borçlar / Özkaynaklar
	KLD	Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar
	CSD	Net Satışlar / Ortalama Dönen Varlıklar
	AKT	Dönen Varlıklar / Duran Varlıklar
	CRO	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
	BÜY	Net Satışların Logaritması

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.3'de yer almaktadır. Çalışma kapsamına dahil edilen şirketlerin 2004 - 2015 dönemleri arasında aktiflerin yıllık ortalama karlılık oranı % 9.78 iken, özkaynakların yıllık ortalama karlılığı ise % 13.46 olarak gerçekleşmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin yapılan korelasyon analizinin sonuçları ise ek de yer almaktadır.

Tablo 3.3:Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minumum	Maksimum
ROA	264	0.097779	0.0913056	-0.13911	.40395
ROE	264	0.134629	0.1189114	-0.18453	.47952
KLD	264	0.295665	0.1448068	0.05835	.71973
FBO	264	0.200960	0.2729821	0	1.33209
CRO	264	2.756733	1.431372	0.85006	9.80582
CSD	264	1.867873	0.6595969	0.53126	4.4719
AKT	264	0.566319	0.1453961	0.24608	.86017
BÜY	264	2.386267	0.4195762	1.34763	3.32597

3.3. Metodoloji

BIST de işlem gören ve taş toprak sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal performansı üzerinde etkili olan değişkenlerin belirlenmesine yönelik olarak yapılan bu çalışmada, ekonometrik model olarak panel veri analiz yönteminin seçilmesi uygun görülmüştür.

3.3.1. Panel Veri Analizi

Panel veri setinde hem yatay kesit hem de zaman olmak üzere iki boyut mevcuttur. İki boyutun bir arada kullanılması daha fazla bilgi kullanımı ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Gözlem sayısındaki artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak, çoklu doğrusal bağıntı problemini ortadan kaldırmaktadır (Hsiao, 2006:7). Panel verinin bir diğer avantajı ise birimler ve/veya zaman boyunca gözlenemeyen etkileri modele dahil etmesidir. (Ferda Kitap) Hem birim hem de zaman boyunca bu gözlenemeyen etkileri dikkate alan modellere iki yönlü panel veri modelleri, yalnızca birim veya yalnızca zaman boyutunu dikkate alan modellere ise tek yönlü panel veri modelleri adı verilmektedir.

Ekonometrik analizlerde genellikle yatay kesit birimleri yahut zaman serisi verileri kullanılarak belirli çıkarımlarda bulunulur. Zamanın ve birimlerin aynı anda incelenmesine panel veri analizi denilmektedir. Diğer bir deyişle, zaman boyutuna ait kesit verileri kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesine panel veri analizi adı verilmektedir. İki boyutun bir arada kullanılması daha fazla bilgi ve serbestlik derecesi artışı sağlaması açısından önem arz etmektedir.⁵

Panel veri analizinde daha fazla veri kullanma fırsatı olması, ekonometrik tahminlerin daha etkin hale gelmesini sağlar. Zira veri sayısının artması, tahminlerdeki serbestlik derecesini de artırır. Panel veri analizi, kesitlere ve döneme özgü özel etkileri de modele dâhil etme olanağı sunar. Bu etkiler kesit ve dönem için sabit ya da tesadüfi

⁵William H. Greene, **Econometric Analysis**, Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey, 2003, s.283

olabilir. Panel veri analiziyle klasik regresyonun temel problemlerinden olan bağımsız değişkenler arasındaki çoklu bağlantıyı azaltmak da mümkün olabilmektedir.⁶Panel veri analizi, N tane birim ve her birime karşılık gelen T adet gözlemden oluşmaktadır.⁷

Panel veri regresyonunda hatalar, (ui) spesifik etkiler (invidualeffects) ve zaman (λi) etkilerinin (time effects) bileşiminden oluşmaktadır. Panel veri regresyonunda öncelikle modelin tek yönlü mü çift yönlü mü olduğunun belirlenmesi gerekmektedir. Tek yönlü modelde (one way error component) kesit ya da zaman olarak tek yönlü bir etki mevcuttur. Bu modeldeki tek yönlü etki sabit ya da rastsal bir etki olabilir. Çift yönlü model (two-way error component model) ise zaman ve kesit açısından çift yönlü bir etkinin olduğu modeldir.⁸

Panel veri modeli 1 no’lu eşitlikteki gibi ifade edilmektedir:

$$Y_{i,t} = \beta_{i,t} + \beta_{2i,t}X + \dots B_{ki,t}X_{ki,t} + e_{i,t}$$

$$i= 1, \dots, N \quad t= 1, \dots, T$$

Burada N birimleri, t ise zamanı göstermektedir. Y değişkeni; birimden birime ve bir zaman aralığından ardışık zaman aralığına farklı değerler alan bağımlı bir değişken olduğunda, kesit boyutu için i, zaman periyodu için t olmak üzere iki alt indisle ifade edilmektedir. Bu genel model, sabit ve regresyon parametrelerinin her zaman aralığında her bir birey için ayrılmasına olanak sağlamaktadır.⁹

Panel veri analizi, verinin zaman boyutunu ve yatay kesit boyutunu birleştirdiği için her iki yöntemin avantaj ve dezavantajlarını taşımaktadır. Panel veri analiz yönteminin avantajlarından bazıları aşağıdaki gibidir:¹⁰

⁶Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, 3th ed., Great Britain, John Wiley & Sons, Ltd, 2005, pp.11.

⁷Cheng Hsiao, **Analysis of Panel Data**, Second Edition, Cambridge University Press, 2006, s.7.

⁸Wallance, T. D., ve Hussain, A., “The Use of Error Components Models in Combining Cross-Section with Time Series Data”, **Econometrica**, Volume:37, Issue:1, 1969, s. 55-72.

⁹Pazarlıoğlu, M.V ve Gürler Ö.K., “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme : Panel Veri Yaklaşımı”, **Finans Politika & Ekonomik Yorumlar**, Cilt 44, sayı 508, 2007, s.35-43

¹⁰Cheng Hsiao, “Panel Data Analysis: Advantages and Challenges”, **Test**, Vol.XVI, Iss.1, 2007, pp.1-22., Baltagi, **ibid.**, pp.6-8.

- Parametrelerin daha doğru tahminine imkân verir.Panel veri analizi serinin yatay kesit ($i = 1, \dots, N$) ve zaman serisi ($t = 1, \dots, T$) boyutunu biraraya getirdiği için bu veride $N \times T$ sayıda gözlem ortaya çıkmaktadır. Panel veride yatay kesit ve zaman serisi verilerinden daha fazla gözlem olduğu için yüksek serbestlik derecesine ve örneklem değişkenliğine sahiptir. Bu nedenle ekonometrik analizlerin etkinliği daha fazla olmaktadır.
- Birimler arasındaki heterojenliğin kontrolüne imkân verir.Panel veri bireylerin, şirketlerin, şehirlerin ve ülkelerin heterojen olduğunu kabul ederek birimler arası farklılığı dikkate almaktadır. Zaman serisi ve yatay kesit verileri birimler arası farklılığı dikkate almadığı için sapmalı sonuçlar verme riski taşır.
- Modele dâhil edilmeyen değişkenlerin etkisini kontrol etmeye imkân sağlar. Bir modelde bağımsız değişkenlerle ilişkili olduğu için modele dâhil edilmeyen değişkenler sebebiyle doğru sonuçlara ulaşılamayabilir. Panel veri analizi zaman dinamiklerine ve bireylere ait bilgiler içerdiğinden gözlenmeyen yada eksik değişkenlerin etkisini kontrole olanak sağlamaktadır.
- Değişkenler arasında daha az çoklu doğrusal bağlantı sorunu oluşmaktadır.
- Sadece yatay kesit veya sadece zaman serisi analizinde ortaya konulamayan etkilerin ölçülmesi ve tanımlanmasına olanak vermektedir.

Panel veri analiz yönteminin yukarıda belirtilen avantajlarının yanı sıra bazı kısıtlamaları da bulunmaktadır. Bu kısıtları ise şu şekilde sıralayabiliriz:¹¹

- Panel veri analizinin en büyük dezavantajlarından birisi tasarım, veri toplama ve verilerin yönetilmesi sürecinde ortaya çıkan sorunlardır.
- Bir diğer kısıtlaması kısa zaman serisi boyutudur.Tipik mikro paneller herbir birim için kısa zaman süresini kapsayan yıllık verileri içermektedir. Bu da asimtotik argümanların büyük ölçüde sonsuza giden birim sayısına dayandığı anlamına gelmektedir.Panel verinin zaman boyutunu arttırmak maliyetlidir.

¹¹ Baltagi,op.cit,pp.8-10.

- Bir diğ er kısıtlama da yatay kesit bağımlılığıdır.  lkeler arasındaki bağımlılığı hesaba almayan, ülkeler ve bölgeleri uzun zaman serisi olarak ele alan makro paneller yanlış çıkarımlar yapılmasına sebep olmaktadır.

3.3.2. Araştırmanın Temel Hipotezi ve Model Tahmini

Finans teorisi ve konuya ilişkin ampirik uygulamaları içeren literatürün incelenmesi sonucunda, finansal yapı kararlarının şirket performansı üzerinde istatistiki olarak önemli bir etkisinin olduğu görülmüştür. Bu etki, şirketin içinde bulunduğu ekonominin, sektörün ve şirketin kendine özgü koşullarına göre değişebilmektedir. Türkiye’de son yıllarda özellikle inşaat alanında yaşanan gelişmeler neticesinde taş toprak sektörünün önemi artmaktadır. Bu  alışmada Türkiye’de taş toprak sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal yapı kararlarının şirket performansı üzerindeki istatistiki olarak bir etkisinin olup olmadığı araştırılacaktır.

Çalışmada ROA’nınve ROE’nin bağımlı değişken, Tablo 3.2’de yer alan diğ er değişkenlerin ise bağımsız değişken olarak yer aldığı çeşitli model denemelerinde KLD ile FBO değişkenleri arasında çoklu doğrusal bağlantı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. şirketin finansal kaldıraç oranı toplam kaynaklar içindeki yabancı kaynakların oranını verirken, finansal borçların  zkaynaklar oranı ise özkaynaklara göre şirketin finansal borçlarının göreceli olarak ağırlığını vermektedir. şirketlerin finansman politikası hakkında doğrudan bilgi veren bu iki orandan birisinin modelden çıkarılması yerine, her iki değişkenin ayrı ayrı diğ er bağımsız değişkenlerle birlikte yer aldığı farklı modeller kurulmuştur. Çalışmada ROA ve ROE’nin bağımlı değişken oldukları 4 model aşağıdaki gibidir.

$$ROA_{it} = \beta_{10} + \beta_{11}FB\ddot{O}_{it} + \beta_{12}CSD_{it} + \beta_{13}AKT_{it} + \beta_{14}CRO_{it} + \beta_{15}B\ddot{U}Y_{it} + u_{1it} \quad Model\ 1$$

$$ROA_{it} = \beta_{10} + \beta_{11}KLD_{it} + \beta_{12}CSD_{it} + \beta_{13}AKT_{it} + \beta_{14}CRO_{it} + \beta_{15}B\ddot{U}Y_{it} + u_{1it} \quad Model\ 2$$

$$ROE_{it} = \beta_{10} + \beta_{11}FB\ddot{O}_{it} + \beta_{12}CSD_{it} + \beta_{13}AKT_{it} + \beta_{14}CRO_{it} + \beta_{15}B\ddot{U}Y_{it} + u_{1it} \quad Model\ 3$$

$$ROE_{it} = \beta_{10} + \beta_{11}KLD_{it} + \beta_{12}CSD_{it} + \beta_{13}AKT_{it} + \beta_{14}CRO_{it} + \beta_{15}B\ddot{U}Y_{it} + u_{1it} \quad Model\ 4$$

Çalışmada kullanılan veri setine uygun panel veri modeline karar verebilmek için öncelikle her bir bağımlı değişken için kurulacak modellerde birim ve / veya zaman etkisinin varlığına karar vermek amacıyla çeşitli testler yapılmıştır. Modeller arasında seçim yapılırken kullanılan LR testleri ve sonuçları Tablo 3.4’ te verilmiştir.

Tablo 3.4: Modeller Arasında Seçim Yapılırken Kullanılan Testler ve Sonuçları

Segment A: LR Testi: Birim ve Zaman Etkisinin Birlikte Sınanması			
Bağımlı Değişken	Models	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
ROA	Model 1	174.15	0.000
	Model 2	159.96	0.001
ROE	Model 3	130.31	0.000
	Model 4	120.32	0.000
Segment B: LR Testi: Birim Etkinin Varlığının Sınanması			
Bağımlı Değişken	Models	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
ROA	Model 1	127.17	0.000
	Model 2	112.3	0.001
ROE	Model 3	91.99	0.000

	Model 4	82.17	0.000
Segment C: LR Testi: Zaman Etkisinin Sınanması			
Bağımlı Değişken	Models	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
ROA	Model 1	12.59	0.000
	Model 2	20.36	0.000
ROE	Model 3	14.95	0.000
	Model 4	21.09	0.000

Kurulacak modellerde birim ve zaman etkisinin birlikte varlığı LR testi ile yapılmış ve test sonuçları Tablo 3.4 , A segmentin de verilmiştir. LR testi sonuçlarına göre % 95 güven düzeyinde birim ve zaman etkilerinin standart hatalarının en az birisinin sıfıra eşit olduğunu söyleyen temel hipotez $(H_0:\sigma_{\mu_i}=\sigma_{\lambda_t}=0)$ tüm modellerde reddedilmektedir. Bu sonuca göre kurulacak modellerde birim ve/veya zaman etkisinden en az birisi bulunmaktadır. Bu aşamada birim ve zaman etkisinin varlığının tek tek sınanması gerekmektedir. Birim etkinin varlığı LR testi ile yapılmış ve test sonuçları Tablo 3.4 , B segmentinde verilmiştir. LR testi sonuçlarına göre % 95 güven düzeyinde birim etkilerin standart hatalarının sıfıra eşit olduğunu söyleyen temel hipotez $(H_0:\sigma_{\mu_i}=0)$ tüm modellerde reddedilmiştir. Bu sonuca göre kurulacak olan tüm modellerde birim etkinin olması gerektiği ve klasik modelin uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Zaman etkisinin varlığı LR testi ile test edilmiş ve bu testin sonucu Tablo 3.4 C segmentin de verilmiştir. LR testi sonuçlarına göre % 95 güven düzeyinde zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğunu söyleyen temel hipotez $(H_0:\sigma_{\lambda_t}=0)$

bütün modeller için reddedilmiştir. Bir başka ifade ile kurulacak tüm modellerde zaman etkisi bulunmaktadır.

Yapılan testler sonucunda birim ve zaman etkisinin birlikte yer aldığı çift yönlü modellerin kurulması gerektiği sonucuna varılmıştır. Tüm modellerde birim ve zaman etkinin varlığının tespit edilmesinden sonra bu etkilerin sabit mi yoksa tesadüfi mi olduğuna karar verebilmek için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman testi'nin sonuçları Tablo 3.5'te yer almaktadır.

Tablo 3.5:Hausman Testi

Bağımlı Değişken	Modeller	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
ROA	Model 1	12.54	0.0281
	Model 2	30.29	0.0000
ROE	Model 3	17.10	0.0043
	Model 4	9.42	0.0433

Hausman testinde temel hipotez tesadüfi etkiler modeli etkindir şeklinde kurulurken alternatif hipotez sabit etkiler modeli tutarlıdır şeklinde kurulmaktadır. Tablo 3.4'te yer alan test sonuçlarına göre % 95 güven düzeyinde temel hipotez tüm modeller için reddedilmektedir. Test sonucuna göre temel hipotez reddedildiğinden, tesadüfi etkiler tahmincisinin tutarsız olduğuna ve sabit etkiler tahmincisinin geçerli olduğuna karar verilmiştir. Bir başka ifade ile ROA ve ROE'nin bağımlı değişken olduğu tüm modeller için çift yönlü sabit etkiler modelinin kurulması gerektiğine karar verilmiştir.

Panel veri modellerinde hata terimlerinin birim içerisinde ve birimlere göre eşit varyanslı (homoskedastik), otokorelasyonsuz ve birimler arası korelasyonsuz olduğu

varsayımı yapılmaktadır. Varsayımlarla ilgili problemlerin dikkate alınmadan tahminlerin yapılması standart hataların sapmalı olmasına sebep olacağı için etkinliği engellemekte ve böylece t istatistikleri ile güven aralıkları geçerliliğini yitirmektedir. (Ferda s.199) Bu nedenle kurulacak modellerde öncelikle otokorelasyon, birimlere göre heteroskedasite ve birimler arası korelasyon varsayımından sapmaların testleri yapılmalı ve sapmaların bulunması durumunda uygun yöntemlerle tahmin yapılmalıdır. Çalışmada varsayımlardan sapmaların sınanması Tablo 3.6’da yer alan testlerle yapılmıştır.

Tablo 3.6:Varsayımlardan Sapmaların Test Edilmesinde Kullanılan Testler

	ROA				ROE			
	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
Testler	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Değiştirilmiş Wald Testi	317,64	0,000	351.69	0,000	522,56	0,000	602,29	0,000
Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın DW Testi	1,2241		1,1927		1,3307		1,3095	
Baltagi-Wu’nun Yerel En İyi Değişmez Testi	1,3631		1,2897		1,4931		1,4252	
Frees Testi	0,800		0,775		0,643		0,697	

Tablo 3.6 incelendiğinde ROA ve ROE'nin bağımlı değişken olduğu tüm modellerde birimlere göre heteroskedasitenin testi Değiştirilmiş Wald Testi ile yapılmıştır. Bu test sonucuna göre % 99 güven düzeyinde heteroskedasite yoktur şeklinde kurulan temel hipotez bütün modellerde reddedilmiştir. Bir başka ifade ile varyansın birimlere göre değiştiği anlaşılmakta ve birimlere göre heteroskedasite olduğu sonucuna varılmaktadır.

Modellerde otokorelasyonun varlığı Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın tarafından önerilen Durbin Watson Testi ve Baltagi-Wu tarafından önerilen Yerel En İyi Değişmez Testi ile sınanmıştır. Testlerin her ikisinde de otokorelasyon katsayısının sıfıra eşit olduğu temel hipotezi test edilmektedir. Her iki test içinde test istatistikleri kritik değer 2'den küçüktür. Bir başka ifade ile çalışmada kurulan tüm modellerde otokorelasyon probleminin olduğu görülmektedir. Çalışmada birimler arası korelasyonun varlığını sınamak için Frees Testi kullanılmıştır. Bu testin temel hipotezi birimler arası korelasyon yoktur şeklinde kurulmaktadır. Frees testinde hesaplanan test istatistiği, hangi güven düzeyinde çalışılıyorsa o kritik değerle karşılaştırılmalı ve kritik değerden büyükse, temel hipotez reddedilmelidir. Frees'in Q dağılımından elde edilen kritik değerler % 90 güven düzeyinde 0,2136; % 95 güven düzeyinde 0,2838 ve % 99 güven düzeyinde 0,4252'dir. Tabloda verilen test sonuçlarına göre % 99 güven düzeyinde temel hipotez tüm modellerde reddedilmiştir. Bir başka ifade ile tüm modellerde, birimler arası korelasyonun olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Panel veri analizi yönteminde sabit etkiler modelinde varsayımlardan sapmaların test edilmesinde kullanılan yukarıdaki testlerin sonucunda, kurulacak 4 modelde de heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemi bulunmaktadır. Modellerde varlığı saptanan bu problemler parametre sapmasızlığını etkilememekte ancak etkinliğin kaybolmasına neden olmaktadır. Bu nedenle çalışmada ROA ve ROE'nin bağımlı değişken olduğu tüm modellerde Driscoll ve Kraay standart hataları kullanılarak nihai modellere ulaşılmıştır.

Türkiye 'de taş toprak sektöründe faaliyet gösteren ve 2004-2015 yılları arasında pay senedi kesintisiz olarak BIST de işlem gören 22 şirkete ilişkin varsayımlardan sapmaların düzeltilmiş olduğu nihai modellerin sonuçları tablo 3.7’ de yer almaktadır.

Tablo 3.7:Driscroll-Kraay Standard Hatalar ile yapılan regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	ROA				ROE			
Bağımsız Değişkenler	Model 1		Model 2		Model3		Model4	
	Katsayı	Olasılık Değeri	Katsayı	Olasılık Değeri	Katsayı	Olasılık Değeri	Katsayı	Olasılık Değeri
FBÖ	-0.073	0.000***	-	-	-0.080	0.019**	-	-
KLD	-	-	-0.111	0.012**	-	-	-0.073	0.033**
CSD	0.047	0.000***	0.055	0.000***	0.073	0.000***	0.083	0.000***
AKT	-0.267	0.006***	-0.323	0.000***	-0.367	0.015**	-0.433	0.002***
CRO	0.009	0.021**	0.007	0.067**	0.006	0.241	0.006	0.291
BÜY	0.193	0.012**	0.153	0.062**	0.220	0.066*	0.167	0.017**
2005	0.033	0.000***	0.039	0.000***	0.045	0.000***	0.052	0.000***
2006	0.031	0.034**	0.039	0.019**	0.040	0.081*	0.048	0.053*
2007	0.012	0.517	0.021	0.305	0.025	0.388	0.034	0.267
2008	-0.058	0.005***	-0.050	0.023**	-0.083	0.010***	-0.074	0.027**
2009	-0.050	0.004***	-0.043	0.023**	-0.063	0.019**	-0.055	0.052*
2010	-0.055	0.009***	-0.045	0.046**	-0.065	0.049**	-0.053	0.123
2011	-0.061	0.020**	-0.051	0.070*	-0.062	0.122	-0.050	0.230
2012	-0.086	0.002***	-0.074	0.014**	-0.104	0.016**	-0.090	0.044**
2013	-0.077	0.015**	-0.062	0.067*	-0.088	0.071*	-0.071	0.160
2014	-0.045	0.196	-0.026	0.491	-0.036	0.512	-0.015	0.797
2015	-0.071	0.056*	-0.052	0.202	-0.066	0.255	-0.045	0.458
Sabit Terim	- 0.274	0.157	- 0.148	0.171	- 0.280	0.245	-0.140	0.255

F Testi	141,97	0.000***	157,64	0.000***	141,00	0.000***	140,75	0.000***
R2	0.4941		0.4761		0.4222		0.4069	

*, ** ve *** sırasıyla % 10, %5 ve % 1 güven düzeyinde anlamlı olduklarını göstermektedir.

3.3.3 Araştırma Bulguları

Model 1

Tablo 3.7’de yer alan nihai sonuçlara göre ROA’ nın bağımlı değişken olarak yer aldığı model 1 de, modelin genel anlamlılığını veren F testi sonucuna göre bağımsız değişkenler beraberce ROA’yı açıklamakta %99 güven düzeyinde anlamlıdır.

Bağımsız değişkenler ROA’daki değişimin yaklaşık % 49,41’ini açıklamaktadır. ROA üzerinde model 1 de yer alan bağımsız değişkenlerin tamamı % 95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Çalışmada bağımsız değişken olarak yer alan değişkenlerden finansal borçların özsermayeye oranı ve dönen varlıkların duran varlıklara oranındaki artış ROA’yı azaltırken, çalışma sermayesi devir hızı oranı, cari oran ve net satışlardaki artış ise ROA’yı artırmaktadır. FBÖ % 1 arttığında ROA yaklaşık olarak % 0,073 azalmaktadır. AKT % 1’lik artış ROA % 0,267 azalmaktadır. CSD % 1 arttığında ROA yaklaşık % 0,047 artmaktadır. CRO’daki % 1 arttığında ROA yaklaşık % 0,009 artmaktadır. BÜY % 1 arttığında ROA yaklaşık % 0,193 artmaktadır.

Çalışma kapsamında yer alan ilgili yılların şirket performansı üzerindeki etkisini ifade etmek amacıyla kullanılan değişkenler, ROA üzerinde belirli yıllarda istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahiptir. 2005, 2008, 2009, 2010 ve 2012yılları ROA üzerinde % 99 güven düzeyinde anlamlıdır. 2006, 2011 ve 2013 yılları ise ROA üzerinde % 95 güven düzeyinde anlamlıdır. 2005 ve 2006 yılları ROA üzerinde olumlu bir etkiye sahipken, 2008-2013 yılları arasındaki dönemlerin ise ROA üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Model 2

ROA'nın bağımlı değişken olarak yer aldığı Model 2'nin nihai sonuçları Tablo 3.7'de yer almaktadır. Modelin genel anlamlılığını veren F testi sonucuna göre bağımsız değişkenler beraberce ROA'yı açıklamakta % 99 güven düzeyinde anlamlıdır.

bağımsız değişkenler ROA'daki değişimin yaklaşık % 47,61 'ini açıklamaktadır. ROA üzerinde model 2 de yer alan bağımsız değişkenlerin tamamı % 95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Çalışmada bağımsız değişken olarak yer alan değişkenlerden KLD ve AKT' deki artış ROA'yı azaltırken, ÇSD, CRO ve BÜY değişkenlerindeki artış ise ROA'yı artırmaktadır. KLD % 1 arttığında ROA yaklaşık olarak % 0,111 azalmaktadır. AKT'deki % 1'lik artış ROA'yı yaklaşık % 0,323 azalmaktadır. CSD % 1 arttığında ROA yaklaşık % 0,055 artmaktadır. CRO'daki % 1'lik artış ROA'yı yaklaşık % 0,007 artmaktadır. BÜY % 1 arttığında ROA yaklaşık % 0,153 artmaktadır.

Şirket performansı üzerindeki ilgili yılların etkisini göstermek amacıyla çalışmada kullanılan değişkenlerden 2005 ve 2006 yılları ROA üzerinde sırasıyla % 99 ve % 95 güven düzeyinde anlamlı ve olumlu bir etkiye sahip iken, 2008, 2009, 2010 ve 2012 yılları ise ROA üzerinde % 95 güven düzeyinde olumsuz bir etkiye sahip olmaktadır.

Model 3

Tablo 3.7'de yer alan nihai sonuçlara göre ROE' nın bağımlı değişken olarak yer aldığı model 3 de, modelin genel anlamlılığını veren F testi sonucuna göre bağımsız değişkenler beraberce ROA'yı açıklamakta %99 güven düzeyinde anlamlıdır.

Bağımsız değişkenler ROE'daki değişimin yaklaşık %42,22'sini açıklamaktadır. ROE üzerinde model 3 de yer alan bağımsız değişkenlerden CSD % 99 güven düzeyinde, FBÖ ve AKT % 90 güven düzeyinde, BÜY ise % 90 güven düzeyinde anlamlıdır. CRO değişkeninin ise ROE üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Çalışmada bağımsız değişken olarak yer alan değişkenlerden FBÖ ve AKT'deki artış ROE'yi azaltırken, CSD ve BÜY değişkenlerindeki artış ise ROE'yi artırmaktadır. FBÖ % 1 arttığında ROE yaklaşık olarak % 0,080 azalmaktadır. AKT 'de meydana gelen% 1'lik artış ROE'yi yaklaşık% 0,367 azalmaktadır. CSD % 1 arttığında, ROE yaklaşık % 0,073 artmaktadır. BÜY % 1 arttığında ROE yaklaşık % 0,220 artmaktadır.

Çalışma kapsamındaki dönemlerin şirket performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla çalışmada kullanılan değişkenlerden 2005 ROE üzerinde % 99 güven düzeyinde anlamlı ve olumlu bir etkiye sahip iken, 2008 yılı ise % 99 güven düzeyinde anlamlı ve olumsuz bir etkiye sahiptir. 2009, 2010 ve 2012 yılları ise ROE üzerinde % 95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı ve olumsuz bir etkiye sahiptir.

Model 4

ROE'nın bağımlı değişken olarak yer aldığı Model 4' ün nihai sonuçları Tablo 3.7'de verilmiştir. Modelin genel anlamlılığını veren F testi sonucuna göre bağımsız değişkenler beraberce ROE'yi açıklamakta % 99 güven düzeyinde anlamlıdır. Bağımsız değişkenler ROE' daki değişimin yaklaşık % 40,69'unu açıklamaktadır. ROE üzerinde model 4 de yer alan bağımsız değişkenlerden CSD ve AKT % 99 güven düzeyinde, KLD ve BÜY değişkenleri ise % 95 güven düzeyinde anlamlıdır. CRO değişkeninin ise ROE üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Çalışmada bağımsız değişken olarak yer alan değişkenlerden KLD ve AKT'deki artış ROE'yi azaltırken, CSD ve BÜY değişkenlerindeki artış ise ROE'yi artırmaktadır.

KLD % 1 arttığında ROE yaklaşık olarak % 0,073 azalmaktadır. AKT de meydana gelen% 1'lik artış ROE'yi yaklaşık % 0,433 azalmaktadır. CSD % 1 arttığında, ROE yaklaşık % 0,083 artmaktadır. BÜY % 1 arttığında, ROE yaklaşık % 0,167 artmaktadır.

Şirket performansı üzerindeki ilgili yılların etkisini göstermek amacıyla çalışmada kullanılan değişkenlerden 2005 yılı ROE üzerinde % 99 güven düzeyinde anlamlı ve olumlu bir etkiye sahip iken, 2008 ve 2012 yılları ise ROE üzerinde % 95 güven düzeyinde olumsuz bir etkiye sahiptir.

3.4.Ekonometrik Bulgulara İlişkin Genel Değerlendirme

Sermaye yapısı kararlarının şirket performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla yapılan çalışmada, ROA ve ROE'nin bağımlı değişken olarak yer aldığı kurulan tüm modellerde, modelin genel anlamlılığını veren F testi sonucuna göre % 99 güven düzeyinde tüm modeller anlamlıdır. Bağımsız değişkenler model 1 ve model 2 de ROA'daki değişimin sırasıyla % 49,41 ve % 47,61'ini açıklarken, model 3 ve model 4 ROE'deki değişimin ise sırasıyla % 42,22 ve % 40,69'unu açıklamaktadır.

Çalışmada şirket performansı üzerinde etkili olması öngörülen bağımsız değişkenler içinde yer alan ve şirketin sermaye yapısı kararlarını temsilen kullanılan finansal yapı oranları finansal borçların özsermayeye oranı (FBÖ) ve kaldıraç oranı(KLD)'dir. Her iki oran da şirketin sermaye yapısı kararlarına ilişkin doğrudan bilgi vermekte ve bu iki bağımsız değişkenin birlikte aynı modelde kullanılması durumunda aralarında çoklu doğrusal bağlantı problemi olmaktadır. Çalışmada bu nedenle söz konusu iki oran aynı modelde yer almamaktadır.

Çalışmada finansal borçların özsermaye oranı (FBÖ)'nin bağımsız değişken olarak yer aldığı model 1 ve model 3'ün sonuçlarına göre FBÖ her iki modelde de % 95 güven düzeyinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. Bir başka ifade ile çalışmada yer alan şirketler 2004-2015 döneminde FBÖ oranını % 1 arttırdığında, ROA ve ROE sırasıyla % 0,073 ve % 0,080 azaltmaktadır. Finansal borçlar şirketinin kredi kurumlarından almış olduğu kısa ve uzun vadeli borçları ile borçlanma amacıyla ihraç ettiği kısa ve uzun vadeli menkul değerleri kapsamaktadır. Finansal borçlar temin edildiğinde işletmeye faiz yükü getiren borçlardır. Şirkette finansal borçların göreceli olarak artması şirkete bir taraftan faiz yükü getirirken, diğer taraftan ise bu şekilde sağlanan bir finansmanla, şirket faaliyetlerini sürdürmekte ve (veya) genişletmektedir. Finansal borçların özsermayeye oranının yükselmesinin olumlu ve olumsuz etkisi şirkette finansal borçlanmanın maliyeti (*FBÖ oranı arttıkça borçların marjinal ve ortalama maliyeti yükselecektir) ile borçla temin edilen fonların kullanılması sonucunda sağlayacağı getiriye göre değişecektir. Tablo 3.1' de yer alan bilgilere göre çalışma

kapsamındaki şirketlerin, 2004-2015 dönemleri arasında finansal borçlarının özkaynaklara oranı ortalama % 20 seviyesindedir. Bir başka ifade ile şirketlerde özkaynaklar kısa ve uzun vadeli toplam finansal borçlarının 5 katı büyüklüğündedir. Şirketlerde finansal borçların göreceli olarak düşük olmasının nedeni, Türk sermaye piyasasının koşullarından dolayı şirketlerin uzun vadeli borçlanma aracı olan tahvil ihracı sınırlıdır. Türkiye ekonomisinin dışa açıldığı ve serbest piyasa ekonomisine geçtiği 1980’den sonraki dönemden 2016 yılına kadar geline süreçte, özellikle enflasyonla mücadele her hükümetin öncelikli konuları içinde yer almış ancak bu konuda halen hedeflenen seviyelere ulaşamamıştır. Fiyat istikrarının sağlanamadığı bir piyasada, özellikle faiz oranları ve döviz kurlarındaki oynaklıklar, sermaye piyasasının gelişmesi önünde önemli bir engel olacaktır. Türkiye’de faiz oranları ve kurlardaki oynaklıkların göreceli olarak fazla olması tahvil piyasasının gelişmesini engellemiş ve şirketlerin finansal tablolarında uzun vadeli finansal borçların göreceli olarak düşük olmasına neden olmuştur. Bir başka ifade ile şirketlerin finansal borçları daha ziyade kısa vadeli banka kredilerinden oluşmakta, bu şekilde temin edilen finansmanla şirketler günlük faaliyetlerini yürüttükleri çalışma sermayesini finanse etmektedir. Şirketlerin çalışma sermayesini ticari borçlar ve alınan avanslar gibi maliyeti göreceli olarak düşük olan finansman kaynakları ile değil de kısa vadeli banka kredileri ile finanse etmesi karlılığını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle FBÖ oranı arttığında hem ROA hem de ROE azalmaktadır. Uzun vadeli finansal borçları bulunan şirketlerin de bu tür borçları tahvil ihracından ziyade uzun vadeli banka kredilerinden oluşmaktadır. Şirketlerin uzun vadeli yatırımları olan sabit varlık yatırımlarının finansmanında Türk sermaye piyasasının kendine özgü yapısı nedeniyle tahvil ile borçlanma imkânının sınırlı olması, şirketlerin sermaye maliyetini azaltacak politikalarını kısıtlamakta ve şirket performansını olumsuz etkilemektedir.

Çalışmada kısa ve uzun vadeli toplam borçların toplam varlıklara oranı (KLD)’nın bağımsız değişken olarak yer aldığı model 2 ve model 4’ün sonuçlarına göre KLD oranı her iki modelde de % 95 güven düzeyinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. Bir başka ifade ile çalışmada yer alan şirketler 2004-2015 döneminde KLD

oranını % 1 arttırdığında, ROA ve ROE sırasıyla % 0,111 ve % 0,073 azaltmaktadır. Tablo 3.3'te yer alan verilere göre çalışma kapsamındaki şirketlerin, 2004-2015 dönemleri arasında KLD oranı ortalama olarak yaklaşık % 30 seviyesindedir. Bir başka ifade ile şirketler toplam varlıklarının % 30'unu borçlanma yolu ile finanse ederken, %70'ini özkaynakları ile finanse etmektedir. Şirketlerin finansmanda kaldıraçtan faydalanmadığı ve varlıklarının finansmanını özkaynaklar yolu ile finanse ettiği görülmektedir. Bu durumun nedeni şirketlerin tercihlerinden çok yukarıda da açıklandığı üzere sermaye piyasasının kendine özgü koşullarından kaynaklanmaktadır. Şirketlerin uzun vadeli olarak sermaye piyasalarından fon temin edememesi, kaldıraçtan yararlanmasına engel olmaktadır.

Çalışmada net satışların ortalama dönen varlıklara oranlanması ile hesaplanan çalışma sermayesinin devir hızı oranı(CSD)'nin, bağımsız değişken olarak yer aldığı 4 modelde de CSD oranı % 99 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir.Şirketler CSD oranını % 1 arttırdığında, model 1 ve model 2 de ROA ortalama olarak sırasıyla % 0,047 ve % 0,055 artarken, model 3 ve model 4 de ROE sırasıyla ortalama % 0,073 ve % 0,083 artmaktadır. Tablo 3.3'te yer alan verilere göre çalışma kapsamındaki şirketlerin, 2004-2015 dönemleri arasında CSD oranı yaklaşık olarak ortalama 1,8 seviyesindedir. Şirketlerin çalışma sermayesi devir hızı oranının artması, çalışma sermayesi kalemlerinin hızlı devretmesi sonucunda olacaktır. Bir başka ifade ile şirketlerin stoklarının, ticari alacaklarının ve nakitlerinin hızlı devretmesi sonucunda,şirketlerin faaliyet döngüsü hızlanarak esas faaliyetlerinden hem karlılığı hem de sağlayacak olduğu likiditeyi olumlu etkilenecektir. Stokların satış süresinin kısılması, ticari alacakların zamanında tahsil edilebilmesi ve nakitlerin hızlı bir şekilde işletme faaliyetine döndürülmesi şirketin karlılığını ve dolayısı ile performansını olumlu etkileyecektir. CSD oranının artması şirketlerin esas faaliyetlerinden etkinliği açısından son derece önemli bir göstergedir. Çalışmada yer alan tüm modellerde CSD oranının ROA ve ROE'yi% 99 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif yönde etkilemesi bu durumun bir sonucudur.

Şirket performansı üzerinde, şirketlerin aktif yapısının bir etkisi olabileceği öngörüsü ile çalışmada yer verilen ve dönen varlıkların duran varlıklara oranlanması ile hesaplanan AKT bağımsız değişkeni, yer aldığı 4 modelde de oranı % 95 güven düzeyinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. Şirketler AKT oranını % 1 arttırdığında, model 1 ve model 2 de ROA ortalama olarak sırasıyla % 0,267 ve % 0,323 azalırken, model 3 ve model 4 de ROE sırasıyla ortalama % 0,367 ve % 0,433 azalmaktadır. Tablo 3.3'te yer alan verilere göre çalışma kapsamındaki şirketlerin, 2004-2015 dönemleri arasında AKT oranı yaklaşık olarak ortalama % 57 seviyesindedir. Dönen varlık yatırımları kısa vadeli çalışma sermayesi yatırımlarıdır. Dönen varlık yatırımlarının vadesi ve riski duran varlık yatırımlarına göre daha düşüktür. Bir başka ifade ile uzun vadeli yatırımlar olan duran varlık yatırımlarının riski göreceli olarak daha yüksek olmakta ve bu nedenle duran varlık yatırımlarından beklenen karlılık da göreceli olarak daha yüksek olmaktadır. Şirketler finansman kaynaklarını belirli bir seviyeye kadar dönen varlık yatırımlarından duran varlık yatırımlarına çevirebilirlerse (özellikle şirketlerin kapasite arttırmasına ihtiyaç varsa) şirket performansını arttırabileceklerdir.

Şirketlerin kısa vadeli borçlarını dönen varlıkları ile ödeyebilme gücünü ölçen ve çalışmada bağımsız değişken olarak yer alan cari oran (CRO), şirketlerin aktif karlılığı üzerinde % 95 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir. Şirketler CRO oranını % 1 arttırdığında, model 1 ve model 2 de ROA ortalama olarak sırasıyla % 0,009 ve % 0,007 artmaktadır. Tablo 3.3'te yer alan verilere göre çalışma kapsamındaki şirketlerin, 2004-2015 dönemleri arasında CRO değişkeni ortalama 2,76 seviyesindedir. Model 3 ve model 4 de yer alan sonuçlara göre CRO bağımsız değişkeninin ROE üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır.

Şirket performansı üzerinde, şirket büyüklüğünün belirleyici bir etkisi olup olmadığını inceleyebilmek amacıyla çalışmada net satışların doğal logaritması olarak hesaplanan BÜY değişkeni ROA üzerinde % 95 güven düzeyinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Şirketlerde BÜY bağımsız değişkeni % 1 arttırdığında, model 1 ve model 2 de ROA ortalama olarak sırasıyla % 0,193 ve % 0,153 artmaktadır. Model 3 ve model

4 de ise BÜY bağımsız değişkeni ROE üzerinde istatistiki olarak sırasıyla % 90 ve % 95 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir. BÜY değişkeni % 1 arttığında, model 3 ve model 4 ROE sırasıyla yaklaşık olarak ortalama % 0,220 ve % 0,167 oranında artmaktadır. Şirketlerde satışların artması esas faaliyetlerden elde edilen karı artırmakta ve şirket performansını olumlu etkilemektedir. Şirketlerin faaliyet hacmi genişledikçe ölçek ekonomisinden faydalanarak birim başına ortalama maliyetleri belirli bir noktaya kadar düşmektedir. Bu şekilde şirketler sadece satışların karlılık oranlarını (Brüt karlılık oranı ve Faaliyet karlılık oranı) değil, aynı zamanda satış hacminin genişlemesi ile birlikte stok devir hızını da artıracaktır. Her iki durum da şirketlerin karlılığını olumlu etkileyecektir.

Çalışmada zaman etkisinin finansal performans üzerindeki etkisini görebilmek amacıyla yer alan zaman değişkeni yıllar olarak verilmiştir. Tablo 3.7' de yer alan sonuçlara göre, 2005 yılı ROA ve ROE üzerinde % 99 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir. 2006 yılının ise ROA üzerinde % 95 güven düzeyinde, ROE üzerinde ise % 90 güven düzeyinde pozitif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. 2005 ve 2006 yılları Türkiye'de makroekonomik değişkenlerde göreceli olarak olumlu gelişmelerin yaşandığı yıllardır. Bu yılların şirket performansı üzerindeki olumlu etkisi, şirketin faaliyetlerini yürüttüğü genel ekonomik koşullarının şirketlerin faaliyetlerine olumlu katkısının olduğu şeklinde yorumlanabilir. 2008, 2009 ve 2012 yıllarının ise ROA ve ROE üzerinde % 95 güven düzeyinde istatistiki olarak negatif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. 2008 ve 2009 yılları dünyada farklı ülkelerde çok ciddi ekonomik krizlerin yaşandığı ve dünya ekonomisi açısından küresel anlamda göreceli olarak krizle mücadelelerin yapıldığı dönemler olmuştur. Bu dönemlerde Türkiye ekonomisi de dünya da yaşanan bu süreçten olumsuz etkilenmiştir. Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin, ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerden etkilenmesi sonucunda söz konusu yıllarda şirket performansının düştüğü şeklinde yorumlanabilir.

SONUÇ

Şirketlerin faaliyetlerine başlayabilmesi ve mevcut faaliyetlerini yürütebilmesi için yatırımlarının olması gerekmektedir. Şirketin yatırımları dönen ve duran varlıklar toplamından oluşurken, yatırımların finansmanı ise özkaynak ve yabancı kaynaklar olmak üzere temel de iki farklı şekilde yapılabilmektedir. Şirket yönetiminin finansmanda ne tür finansman kaynağını tercih edeceği ise içinde bulunduğu ekonominin, sektörün ve şirketlerin kendine özgü koşullarına göre değişebilmektedir.

Şirket faaliyetlerinin finansmanında kullanılan yabancı kaynaklar ve özkaynaklar bileşimi sermaye yapısı kavramının temelini oluşturmaktadır. Şirketlerin varlıklarını sağlıklı bir şekilde finanse edebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde oluşturabilmeleri açısından, sermaye yapısı kararları ayrı bir önem arz etmektedir. Sermaye yapısı kararları şirketin finansman maliyetini doğrudan etkilemektedir. Şirketler açısından ortalama sermaye maliyeti varlıkların finansmanında kullanılan her türlü kaynağın ağırlıklı ortalamasıdır. Özkaynakların işletmeye direkt bir maliyeti bulunmamakta ve bu nedenle ancak belirli varsayımlar altında alternatif maliyet cinsinden hesaplanmaktadır. Teorik açıdan özkaynak maliyeti, hissedarların şirketten (yatırımlarından) sağlaması beklenen beklenen minimum getiri oranıdır. Borçla finansmanın ise şirkete fiilen iki tür maliyeti bulunmaktadır. Borçlanmanın birinci çeşit maliyeti firmaya kredi verenlerin vermiş olduğu fonlar karşılığında talep ettiği faiz oranı iken, ikinci çeşit maliyeti ise finansman kaynakları içinde yabancı kaynakların ağırlığı arttıkça özkaynaklardan beklenen getiri oranını da (ya da özkaynak maliyetini) artırmasıdır. Borçla finansmanın maliyeti, özkaynak maliyetine göre teorik açıdan daha düşük olması nedeniyle şirketlerde borçlar belirli bir seviyeye kadar arttığında, şirketlerin ortalama sermaye maliyeti azalmakta ve şirket performansını olumlu etkilemektedir. Ancak finansal yapıda borçların ağırlığı özellikle belirli bir seviyenin üzerine çıkması durumunda ise şirketin artan finansal riski ile toplam riski artmakta; bu

durum ise şirketin ortalama sermaye maliyetini artırarak şirket performansını olumsuz etkileyebilmektedir.

Yatırımcı açısından finansal performans ölçüleri muhasebe verilerine dayalı karlılık oranları üzerinden belirlenebileceği gibi, pay senetleri menkul kıymetler borsasında işlem gören halka açık şirketlerde şirket değerindeki değişim üzerinden (pay senetlerinin fiyatları üzerinden) de belirli bir dönem için hesaplanabilmektedir. Finansal performansı açısından sermaye yapısı kararları ise şirketin hem karlılığını hem de şirket değerini etkilemektedir. Finans biliminde şirketlerin sermaye yapısı kararlarının şirket değeri üzerindeki etkisini açıklamaya yönelik Net Gelir Teorisi, Net Faaliyet Geliri Teorisi, Modigliani-Miller Teorisi, Geleneksel Teorive daha sonra ortaya çıkan güncel yaklaşımlar bulunmaktadır. Güncel teoriler olarak Denge Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Vekâlet TeorisiveSinyal Teorisi ön plana çıkmaktadır.

Sermaye yapısı kararları şirketlerin finansal performansını etkileyen önemli kararlardandır. Şirketlerin finansal performansı sadece şirketin değil, şirket yöneticilerinin de başarılı olup olmadığının değerlendirilmesi açısından önemli bir göstergedir. Şirket yöneticileri açısından finansal performans ölçüsü olarak karlılık oranları, şirket pay senetlerinin menkul kıymet borsasındaki fiyat hareketlerine göre daha bir önceliklidir. Bunun nedeni, şirket hisse senetlerinin borsa fiyatının ülke ekonomisine ilişkin makro ekonomik göstergelerden anında etkilenebilmesidir. Şirket yöneticileri alacakları kararlar ile makro ekonomik göstergeleri etkileyebilme gücüne sahip değillerdir.

İşletme finansının üç temel ilkesi, yatırım, finansman ve temettü ilkeleridir. Finansman kararları şirketlerin sermaye yapısına ilişkin olarak vermiş olduğu kararlardır ve bu kararlarının şirket performansı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bu çalışmanın amacı, sermaye yapısı kararlarının şirket performansı üzerindeki etkisini belirlemektir. Çalışma Türkiye’de imalat sanayinin alt sektörlerinden birini oluşturan taş toprak sektöründe faaliyet gösteren ve 2004-2015 yılları arasında pay senedi BIST de kesintisiz olarak işlem gören şirketleri kapsamaktadır. Çalışma döneminin 2004 yılından

başlamasının en önemli nedeni, Türkiye’de muhasebe standartları ile ilgili 2003 yılından itibaren yaşanan gelişmelerle, finansal tabloların daha bir karşılaştırılabilir olma niteliğine sahip olmasıdır. Çalışmada 22 şirkete ilişkin 2004 - 2015 dönemlerine ait 12 dönemi kapsayan dengeli panel veri seti oluşturulmuş ve panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Her bir dönemin uzunluğu 1 yıldır. Şirketlere ilişkin finansal veriler, şirketlerin yıllık konsolide olmayan finansal tablolarında yer alan bilgilerden hesaplanmıştır.

Çalışmada aktif kârlılık oranı (ROA) ve özsermaye kârlılık oranı (ROE) şirketlerin finansal performans ölçüsü olarak yer almaktadır. Çalışmada kurulan modellerde bağımlı değişken olarak yer alan ROA ve ROE, net karın sırasıyla ortalama aktif toplama ve ortalama özkaynaklara oranlanması ile hesaplanmıştır. Şirket performansı üzerinde etkisi olduğu öngörülen bağımsız değişkenler ise Finansal Kaldıraç Oranı (KLD), Finansal Borçların Özkaynaklara Oranı (FBÖ), Cari Oran, Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı, Dönen Varlıkların Duran Varlıklara Oranı ve Şirket Büyüklüğü’dür. Çalışmada kurulan farklı model denemelerinde, bağımsız değişkenler içinde yer alan ve şirketin finansal yapı kararlarını temsilen kullanılan KLD ile FBÖ oranları arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi yaşanması nedeniyle bu iki değişken aynı modelde kullanılmamıştır.

Çalışmada kullanılan veri setine uygun panel veri modeline karar verebilmek amacıyla öncelikle her bir bağımlı değişken için kurulacak modellerde birim ve / veya zaman etkisinin varlığına LR Testi ile karar verilmiştir. Bu test sonucunda birim ve zaman etkisinin birlikte yer aldığı çift yönlü modellerin kurulması gerektiği sonucuna varılmıştır. Hausman Testi sonucunda sabit etkiler modelinin kurulması gerektiğine karar verilirken, Değiştirilmiş Wald Testi ile heteroskedastinin; Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın DW Testi ve Baltagi-Wu’nun Yerel En İyi Değişmez Testleri ile otokorelasyonun; Frees Testi ile de birimler arası korelasyonun varlığı test edilmiştir. Bu testler sonucunda, kurulacak 4 modelde de heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon probleminin var olduğu görülmüştür. Bu medemle ROA ve ROE’nin

bağımlı değişken olduğu tüm modellerde Driscoll ve Kraay standart hataları kullanılarak nihai modellere ulaşılmıştır. Nihai modellerin sonucu Tablo 3.7’de yer almaktadır.

Çalışmada sermaye yapısı kararlarını temsilen kullanılan bağımsız değişkenlerden FBÖ, yer aldığı iki modelde de (Model 1 ve Model 3) şirket performansındaki değişimi açıklamakta % 95 güven düzeyinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. FBÖ oranı % 1 arttığında, ROA ve ROE sırasıyla % 0,073 ve % 0,080 azalmaktadır. Çalışmada sermaye yapısı kararlarını temsilen kullanılan bir diğer bağımsız değişken olan KLD oranı da, yer aldığı her iki modelde (Model 2 ve Model 4) de şirket performansındaki değişimi açıklamakta % 95 güven düzeyinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. KLD oranı % 1 arttığında, ROA ve ROE sırasıyla % 0,111 ve % 0,073 azalmaktadır.

Çalışmada şirket performansı üzerinde etkili olması öngörülen bağımsız değişkenlerden CSD oranı, çalışmada kurulan tüm modellerde % 95 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahipken, AKT oranı ise yer aldığı tüm modellerde % 95 güven düzeyinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. CRO oranının ROA üzerinde % 95 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunurken, ROE üzerinde ise istatistiki olarak bir etkisi bulunmamaktadır. ROA ve ROE üzerinde şirket büyüklüğünün ise % 95 güven düzeyinde pozitif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır.

Çalışmada zaman etkisinin finansal performans üzerindeki etkisini görebilmek amacıyla kullanılan değişkenler incelendiğinde; 2005 yılının ROA ve ROE üzerinde % 99 güven düzeyinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğuna ulaşılmıştır. 2006 yılının ise ROA üzerinde % 95 güven düzeyinde, ROE üzerinde ise % 90 güven düzeyinde pozitif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. 2008, 2009 ve 2012 yıllarının ise ROA ve ROE üzerinde % 95 güven düzeyinde istatistiki olarak negatif ve anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. 2005 ve 2006 yılları Türkiye’de makroekonomik değişkenlerde göreceli olarak olumlu gelişmelerin yaşandığı yıllardır. Bu yıllarda şirketlerin faaliyetlerini yürüttüğü ekonominin genel koşulları, şirket faaliyetlerini ve dolayısıyla finansal performansını olumlu etkilemektedir. 2008 ve 2009 yılları ise dünyada küresel

anlamda çok ciddi ekonomik krizlerin yaşandığı dönemlerdir. İlgili yıllarda Türkiye ekonomisi debu süreçten olumsuz etkilenmiştir. Çalışmada ulaşılan sonuçlardan bu yıllarda Türkiye’de taş toprak sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerden etkilendiğini ve bu nedenle şirket performansı üzerinde bu yılların olumsuz bir etkisinin olduğunu göstermektedir.

Çalışmada kurulan tüm modellerde, sermaye yapısı kararlarını temsilen kullanılan bağımsız değişkenlerden FBÖve KLD oranlarının şirket performansı üzerinde negatif bir etkisi bulunmaktadır. Bir başka ifade ile şirketler finansal kaldıraçtan yararlanarak şirket karlılığını artıramamaktadırlar. Bu durumun en önemli nedeninin, Türkiye’de sermaye piyasasının kendine özgü yapısından kaynaklandığı söylenebilir. Türkiye’de şirketlerin toplam finansman kaynakları içinde finansal borçları göreceli olarak oldukça düşüktür ve bu borçlar genellikle kısa vadeli finansal borçlardan oluşmaktadır. Çalışma kapsamında yer alan şirketlerde 2004-2015 dönemleri arasında finansal borçlarının özkaynaklara oranı ortalama sadece % 20 seviyesindedir. Bir başka ifade ile şirketlerde özkaynaklar, kısa ve uzun vadeli toplam finansal borçların yaklaşık 5 katı büyüklüğündedir. Şirketlerde finansal borçların göreceli olarak bu seviyelerde düşük olmasının nedeni, Türkiye’de sermaye piyasasının koşullarından kaynaklanmaktadır. Türkiye’de şirketlerin uzun vadeli borçlanma araçlarını ihraç edebilme koşulları son derece sınırlıdır. Fiyat istikrarının istenilen ölçülerde sağlanamadığı bir piyasada, özellikle faiz oranları ve döviz kurlarındaki oynaklıklar, sermaye piyasasının gelişmesi önünde önemli bir engel olmaktadır. Türkiye’de faiz oranları ve kurlardaki oynaklıkların göreceli olarak fazla olması tahvil piyasasının gelişmesini engellemekte ve şirketlerin finansal tablolarında uzun vadeli finansal borçların göreceli olarak düşük olmasına neden olmaktadır. Şirketlerin finansal borçları daha ziyade kısa vadeli banka kredilerinden oluşmakta, bu şekilde temin edilen finansmanla şirketler uzun vadeli yeni yatırımlara gitmektense günlük faaliyetlerini yürütmekte kullandıkları çalışma sermayesini finanse etmektedir. Şirketlerin çalışma sermayesini ticari borçlar ve alınan avanslar gibi maliyeti göreceli olarak düşük olan finansman kaynakları ile değil de kısa vadeli banka kredileri ile finanse etmesi, şirket karlılığını olumsuz etkilemektedir.

Türkiye’de gelecek yıllarda finansal istikrarın göreceli olarak daha iyi olması durumunda, sermaye piyasası bu durumdan doğrudan etkilenecektir. Ekonomideki gelişmeler doğrultusunda Türkiye’de sermaye piyasasının geliştikçe, şirketlerin uzun vadeli borçlanma araçlarıyla yatırımlarını finanse etme olanakları artacaktır. Finansal istikrarını göreceli olarak sağlamış, büyüyen bir ekonomide, sermaye piyasası geliştikçe şirketler uzun vadeli yatırımlarının önemli bir kısmını özkaynaklara göre maliyeti göreceli olarak daha düşük olan tahvil ihracı yoluyla finanse edecekler ve bu şekilde bir finansmanla kaldıraç etkisinden faydalanarak şirket performansını artıracaklardır.

KAYNAKÇA

- Aksoy, Ahmet : İşletme Sermayesi Yönetimi, Ankara, Gazi Büro Kitabevi, 1993.
- Aksoy, Ahmet, Yalçiner, Kürşat : İşletme Sermayesi Yönetimi, 4. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008.
- Al Mamun, Abdullah Abu Mansor, Shazali: “EVA As Superior Performance Measurement Tool”, Modern Economy, 3(3), S.310-317.
- Allman, Keith A.: Corporate Valuation Modeling: A Step-By-Step Guide, Wiley Finance, New Jersey, 2010.
- Arnold, Glen: Corporate Financial Management, Second Edition, USA, Prentice Hall, Pearson Education, 2002 .
- Ata, H. Ali, A Ğ., Yusuf: “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”. Istanbul University Econometrics & Statistics E-Journal, 11(1).2010.
- Aydın Nurhan, Şen, Mehmet Berk, Niyazi: Finansal Yönetim-I, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577, 2012.
- Aydın , Nurhan: Sermaye Piyasaları Ve Finansal Kurumlar, Nadir Kitap, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2010.
- Aydın, Nurhan, Başak, Mehmet, Çoşkun, Metin, Ceylan, Ali Başar, Mehmet Bakır: Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 779.
- Aydın, Nurhan, Başak, Mehmet, Çoşkun, Metin: Finansal Yönetim, Birinci Baskı, Eskişehir, Aktüel Tanıtım & Ofset Hizmetleri, 2006.

- Baynal Kasım, Karasakal, Oya: “İşletmelerde Performans Ölçümlerinin Balanced Scorecard İle Değerlendirilmesi Ve Bir Uygulama”, Yöneylem Araştırması Ve Endüstri Mühendisliği 28. Ulusal Kongresi, S.1.
- Berk, Niyazi: Finansal Yönetim, 4. Baskı.İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1999.
- Bradley, Michael, Jarrell, Gregg A, Kim, E. Han : “On The Existence Of An Optimal Capital Structure”, Journal Of Finance, Vol. 39, No. 3, 1984, S.857-878.
- Brealey, Richard A. Myers, Stewart C. Allen, Franklin: Principles Of Corporate Finance,13th Edition, 2011,S.712.
- Ceylan, Ali, Korkmaz, Turhan: İşletmelerde Finansal Yönetim, Bursa, Ekin Basım Yayın, 2012.
- Damodaran, Aswath : Applied Corporate Finance, 3rd Edition,John Wiley & Sons, United Sates Of America, 2011.
- Damodaran, Aswath: Corporate Finance Theory And Practice, Second Edition, John Wiley And Sons, NewYork, 2001.
- Damodaran, Aswath: Finding The Right Financing Mix: The Capital Structure Decision. Stern School Of Business, Ch.9.
- Demirhan, Dilek: “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: IMKB Hizmet Firmalari Üzerine Bir Uygulama”, Ege Academic Review,9(2), 2009,S.677-697 .
- Donaldson, Gordon: “Financial Goals And Strategic Consequences”, Harvard Business Review, May1985.

- Durand, David: "Costs Of Debt And Equity Funds For Business: Trends And Problems Of Measurement", Conference On Research In Business Finance, NBER, and 1952.
- E Pinches, George: Essentials Of Financial Management, Fourth Edition, Harpercollin Publisher, Newyork, 1992.
- Ercan, Metin Kamil, Ban, Ünsal : Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim, Ankara: Gazi Kitabevi, 2005.
- Erdil, Oya, Kalkan, Adnan: "Kobilere Sağlanan Desteklerin Kobilerin Performanslarına etkisi", İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl:4 Sayı:7, 2005, S.105.
- Erol, Cengiz , Sariaslan, Halil: Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler, Ankara, Siyasal Kitab Evi, 2008.
- Gülşen, Ahmet Zafer Ülkütaş, Özge: "Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi Ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama", ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:8, Sayı 15, 2012, S. 49-59.
- Gürsoy, Cudi Tuncer: Finansal Yönetim İlkeleri, Doğu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1, 2007.
- Horne, James C. Van, Wachowicz, John M.: Fundamentals Of Financial Management, Thirteenth Edition, Pretice Hall, Pearson Education, 2008.
- Horne, James C. Van: Financial Management And Policy, Second Ed., New Jersey, Englewood Cliffs Prentice-Hall, 1971.
- Jensen, Michael C. Meckling, William H.: "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Capital Structure", Journal Of Financial Economics, 3.4, 1976, S.305- 365.

- Karaman, Rıfat: “İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi VeModern Bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard”, Selçuk Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Sosyal VeEkonomik Araştırmalar Dergisi, 9.16, 2009, S.413.
- Karan, Mehmet Baha: Yatırım Analizi VePortföy Yönetimi, 2.Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2011.
- Lund, Margaret: Cooperative Equity And Ownership, University Of Wisconsin Center For Cooperatives, 2013.
- Meckling, William H.: “Values And The Choice Of The Model Of The Individual In The Social Sciences”, Swiss Journal Of Economics And Statistics, Vol. 112, No. 4, 1976, S.545-560.
- Modigliani, Franco Miller, Merton H.: “The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment” ,The American Economic Review, Cilt:3, 1958, S.261-297.
- Modigliani, Franco Miller, Merton H.: "Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction" ,The American Economic Review, 1963, S. 433-443.
- Myers, Stewart C., Majluf, Nicholas S.: “Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, Journal Of Financial Economics, 13(2) 1984. S.187-221.
- Myers, Stewart C.: “The Capital Structure Puzzle”, The Journal Of Finance, Volume: 39, Issue: 3, 1984, S. 575-592.
- Nunes, Paulo J.Maçãs Serrasqueiro, Zélia M.: Capital structure of Portuguese service industries:A panel data analysis. The Service Industries Journal, 27, s.549–562

- Okka, Osman: İşletme Finansman, 4 Baskı, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım, 2010.
- Okuyan, H. Aydın, Taşcı, , H. Mehmet : “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye’deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama”, BDDK Bankacılık VeFinansal Piyasalar Dergisi, Cilt 4, Sayı 1, 2010, S. 105-120.
- Öztin, Akgüç : Finansal Yönetim, 9. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, , 2011.
- Paramasivan, C., Subranmanian, T.: Financial Management, New Age International Publishers, 2008.
- Parker, Charles: “Performance Measurement”, Work Study, Vol.49, No: 2, 2000, S.63.
- Parrino, Robert , Kidwell, David: Fundamentals Of Corporate Finance, 1st Edition, United Sates Of America, John Wiley & Sons, 2009 .
- Pierre Vernimmen, Quiry Pascal, Dallochio Maurizio, Le Fur Yann, Salvi Antonio, : Corporate Finance: Theory And Practice, John Wiley & Sons, 2005, Inc. S.348-349.
- Pike, Richard, Neale, Bill: Corporate Finance And Investment Decision Strategies, 4th Edition, Harlow, England, Prentice Hall, 2003.
- Christopher Murinde, Victor: “Company Financing, Capital Structure, And Ownership: A Survey, And Implications For Developing Economies”, 2001, S.6.
- Ross, Stephen A. Westerfield, Randolph W.Jaffe, Jeffrey F.: Corporate Finance, 6th Edition, Mcgraw Hill Company, 2002, S. 433.

- Ross, Stephen A.: “The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach”, The Bell Journal Of Economics,8 (1), 1977, S.23-40.
- Taner, Berna, G.Cenk, Akkaya : “Finansal Danışmanlık: İşletme Düzeyindeki Sorunların Çözümüne Doğru Bütüncül Bir Yaklaşım Muhasebe VeFinansman Dergisi, Sayı:25, 2005, S.30-40.
- Tecer, Meral: “İşletmelerde Sermaye Maliyeti", Türkiye Ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları No: 188, Ankara, 1980.
- Villamil, Anne P.: "The Modigliani-Miller Theorem" ,The New Palgrave Dictionary Of Economics, Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf And Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.
- Yıldız, Sebahattin: “İşletme Performansının Ölçümü Üzerine Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma.” Erciyes Üniversitesi İktisadi Veİdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (36),2010, S.179-193.
- Yılğör, Ayşe, Yücel, Emel : “Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama”,Muhasebe Finansman Dergisi, Sayı: 35, 2007,S.111-124. Corporate Finance Compendium, Ventus Publishing Aps, 2008.