

İŞLETMELERİN FİNANSMAN KARARLARI VE YABANCI KAYNAK KULLANIMINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER: TÜRKİYE'DE BİR UYGULAMA

*Yrd.Doç.Dr. Mehmet ERKAN**
*Yrd.Doç.Dr. Oğuzhan AYDEMİR***

ÖZET

İşletmelerin finansman kararları ve işletme borçlanmalarının belirleyicileri finans literatüründe uzun yıllar tartışma konusu olmuştur. İşletmelerin sermaye yapıları ve finansman kararları dengeleme teorisi ve hiyerarşi teorisi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın amacı işletmelerin finansman tercihlerini ortaya koymak ve yabancı kaynak kullanımında etkili olan faktörleri belirlemektir. Çalışmada Türkiye'nin 38 değişik ilinde faaliyette bulunan 438 işletmeye yönelik anket çalışması gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonucunda işletmelerin sırasıyla işletme kaynaklarını ve yabancı kaynak kullanımını tercih ettikleri tespit edilmiştir. Hisse senedi çıkarımı ise son seçenek olarak belirtilmiştir. Bu sonuç hiyerarşi teorisi ile uyum göstermektedir.

Anahtar kelimeler: Hiyerarşi teorisi, dengeleme teorisi, sermaye yapısı, yabancı kaynak

ABSTRACT

Financial decisions of firms and determinants of corporate borrowings have been under discussion in the finance literature for a long time. Capital structure and financial decisions of firms have been tried to be explained by trade-off theory and pecking order theory. The aim of this study is to display the financial preferences of firms and to determine the factors effecting debt

* Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F., Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı

** Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F., Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı

usage. It depends on a questionnaire applied to 438 firms operating in 38 different cities in Turkey. In the result of the study, it is found that the capital choice decisions of Turkish firms seem to follow a pecking order theory-first, retained profit, then debt, and lastly equity issues.

Key words: Pecking order theory, trade-off theory, capital structure, corporate borrowings

GİRİŞ

Sermaye yapısı, kurumsal finansmanın en önemli konulardan biri olarak uzun yıllar araştırma konusu olmuş ve bu konu ile ilgili olarak Amerika'da bir çok ampirik çalışma gerçekleştirilmiştir. Fakat diğer ülkelerde bu tür çalışmaların sayısı oldukça azdır¹. Optimal sermaye yapısının belirlenmesi uzun yıllar finans literatüründe ihtilafli konulardan biri olmuştur. Son 40 yıldır finansal literatürün çoğu sermaye yapısını belirleyen etmenlerin neler olduğunu açıklamaya çalışan farklı teoriler etrafında yoğunlaşmaktadır². Finans literatürü finansman kararlarında dengeleme teorisi (trade-off) ve hiyerarşi teorisi (pecking order) olmak üzere iki teori sunmaktadır.

Dengeleme teorisinde, firmalar ilave bir dolarlık borcun maliyetlerini ve faydalarını karşılaştırarak optimal kaldıraç oranlarını belirlemektedirler. Borcun faydaları olarak faiz ödemelerinin vergi matrahını düşürücü etkisi ve nakit akışı problemlerini azaltması sayılabilir. Borcun maliyetleri ise potansiyel iflas maliyetlerini ve hissedarlar ile borç verenler arasındaki temsilci çatışmalarını içermektedir. Optimal kaldıraç oranında ise son kullanılan borcun faydası maliyeti dengelemektedir³. Dengeleme Teorisine göre bir firmanın optimal borçlanma oranı genellikle borçlanmanın faydaları ve maliyetleri göz önünde bulundurularak belirlenir. Firma faiz ödemelerinin sağladığı vergi avantajı ile çeşitli iflas maliyetleri arasında denge kurmaya çalışacaktır. İflas maliyetlerinin önemli olduğu durumda faiz ödemelerinden

¹ HIROTA, S., "Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol:13, 1999, s.201-229

² RYEN, G. T., G. M. VASCONCELLOS, and R. J. KISH, "Capital Structure Decisions: What Have We Learned?", *Business Horizons*/September-October, 1997, s.41

³ FAMA, E. F. and K. R. FRENCH, "Testing Trade-Off and Pecking Predictions About Dividends and Debt", *The Review of Financial Studies*, Vol:15, No. 1, 2002, s.1-33

elde edilecek vergi avantajının değeri tartışmalı bir durum haline gelmektedir. Firma değeri maksimum oluncaya kadar borçlanma sermaye ile veya sermaye borçlanma ile yer değiştirecektir. Fakat düzeltme maliyetinin yüksek olması durumunda, firmalar hemen denge durumuna gelemeyecekler ve optimal orandan uzak bir durum sergileyeceklerdir⁴.

Hiyerarşi Teorisi ise firmaların kaldıraç yapılarının belirlenmesinde borçlanmanın maliyet ve faydalarını göz önünde bulunduran dengeleme teorisi yerine firmaların net nakit akışlarının etkin rol oynadığını ileri sürmektedir⁵. Buna göre işletmeler finansman tercihlerinde optimal sermaye yapısına ulaşmayı değil, belli bir hiyerarşiyi takip etmektedirler. Finansman ihtiyacı durumunda ilk olarak işletme kazançları tercih edilmekte, işletme kazançlarının yetersizliği durumunda ise yabancı kaynak kullanımı ön plana çıkmaktadır. Firma hisse senedi sunumunu ise son çare olarak kullanmaktadır.

I. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Wiwattanakantang borsaya kayıtlı Taylandlı firmaların sermaye yapı kararlarını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Çalışmada 1996 yılında borsaya kayıtlı 270 firmanın verileri kullanılmıştır. Gelişmekte olan bir çok ülke gibi geleneksel Taylandlı firmaların sahipleri bireyler ve aileler olup bunlar tarafından yönetilip kontrol edilmektedir. Yapılan ampirik çalışma vergilerin, iflas maliyetlerinin, temsilci maliyetlerinin ve bilgi maliyetlerinin Taylandlı firmaların finansman kararlarında önemli faktörler olduğunu ortaya koymuştur. Karlılık borç/sermaye oranı üzerinde negatif etkiye sahip olmuştur. Sonuçlar vergi tabanlı model ve hiyerarşi teorisi ile uyum göstermektedir. Aynı zamanda Taylandlı firmaların kaldıraç oranı ile firmaların büyüklüğü ve maddi duran varlıklar arasında pozitif ilişki söz konudur. Bulgulardan bir diğeri, hissedarların firma yönetiminde yer aldığı tek aile sahipliği altındaki işletmelerin daha yüksek oranda borçlanma oranına sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bu tür işletmelerin daha fazla

⁴ MYERS, S.C., "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol:XXXIX, No: 3, 1984, s.577

⁵ FAMA, E. F. and K. R. FRENCH, "Testing Trade-Off and Pecking Predictions About Dividends and Debt", *The Review of Financial Studies*, Vol:15, No. 1, 2002, s.1-33

borçlanmasının altında yatan etmen olarak işletme sahiplerinin firmadaki oy güçlerini koruma isteği olarak gösterilmiştir⁶.

Graham ve Harvey (2001) 4440 firmaya yönelik anket çalışması gerçekleştirmiş ve 392 işletme ankete cevap vermiştir. Anket Amerikan üst düzey finans yöneticilerine yönelik olup, firmaların sermaye maliyetleri, sermaye bütçelemesi ve sermaye yapısını araştırmayı hedeflemiştir. Araştırma firmaların borç senetleri çıkarırken finansal esneklik ve kredi derecelendirmesini, hisse senedi çıkarımında ise hisse başına kardaki sulanma ve son zamanlardaki hisse senedi fiyat artışını dikkate aldıklarını ortaya koymuştur⁷.

Graham ve Harvey (2001) tarafından Amerikan üst yöneticilerine yönelik yapılan araştırmanın bir benzeri Bancel ve Mittoo⁸ tarafından Avrupa ülkelerine yönelik gerçekleştirilmiştir. Her iki çalışma ile de yöneticilerin sermaye yapı kararlarını etkileyen faktörler belirlenmeye çalışılmıştır. Bancel ve Mittoo (2004) firmaların sermaye yapılarını etkileyen etmenleri belirlemek amacıyla 16 Avrupa ülkesinde araştırma gerçekleştirmişlerdir. Araştırma kapsamında firma yöneticilerine borçlanma, sermaye, hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetler ve yurt dışı finansman politikalarının belirleyicileri hakkında sorular yöneltilmiştir. Araştırma sonucuna göre bir ülkenin sahip olduğu yasal ortam işletmelerin borçlanma politikalarının önemli bir belirleyicisi olmasına rağmen, hisse senedi politikası üzerinde çok küçük rol oynamaktadır. Firmaların finansman politikaları hem sahip oldukları kurumsal çevre hem de uluslararası faaliyetleri tarafından etkilenmektedir. Firmalar optimal sermaye yapılarını dengeleme maliyetleri ve finansman maliyetlerine göre belirlemektedirler⁹.

Chen (2004) borsada işlem gören Çinli firmaların sermaye yapılarının belirleyicilerini araştırmak için 77 firmanın 1995-2000 yılları arasındaki yıllık raporlarını ele almıştır. Finansal sektörde yer alan firmaların

⁶ WIWATTANAKANTANG, Y., "An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol:7, 1999, s.371-403

⁷ GRAHAM, J. R. and C. R. HARVEY, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics*, Vol:60, 2001, s.187-191

⁸ BANCEL, F. and U. R. MITTOO, "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A survey of European Firms", *Financial Management*, Vol:33 (Winter), 2004.

⁹ BANCEL, F. and U. R. MITTOO, "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A survey of European Firms", *Financial Management*, Vol:33 (Winter), 2004, s.103

bilançoları diğer firma bilançolarından belirgin bir şekilde farklı olduğu için çalışmaya dahil edilmemiştir. Araştırma sonucunda karlılık ve borç arasında negatif, büyüme fırsatları ve borç arasında pozitif, firma büyüklüğü ve uzun vadeli borç arasında negatif ve maddi duran varlıklar ve borç arasında pozitif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Çinli firmaların daha az uzun vadeli borca sahip olmaları ve kısa vadeli finansmanı tercih etmeleri Çinli firmalar ile gelişmiş ülkelerdeki firmaların sermaye tercihleri arasındaki çarpıcı bir farklılık olarak gözükmemektedir. Sermaye yapısı ile ilgili teorilerin gelişmiş ülke firmalarının sermaye tercihlerini açıklaması nedeniyle, Çin'deki açıklayıcı gücü sınırlı olmaktadır. Finansal yapı ile ilgili kararlarda Çinli firmalar Batılı modellerden farklılık göstermektedir. Çinli firmaların finansman tercihleri sırasıyla işletme kazançları, sermaye ve son olarak da borçlanma olarak tespit edilmiştir¹⁰.

Hirota (1999) benzer bir çalışmayı Japon firmaları için gerçekleştirmiştir. Bu amaçla 500 firmanın 1977, 1982, 1987 ve 1992 (mali yıllar) yıllarına ait kaldıraç oranlarını ele almıştır. Yapılan çalışma ile Japon firmaları ile Amerikan firmalarının sermaye yapı kararlarında farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma sonucu, Japon firmalarının sermaye yapılarının belli dereceye kadar sermaye yapısı teorileri ile açıklanabileceğini ortaya koymuştur. Önemli bulgulardan bir diğeri ise Japon firmalarının sermaye yapılarının esasen Japon sermaye piyasalarının kurumsal ve düzenleyici özelliklerinden etkilendiğini ortaya koymuştur¹¹.

DeAngelo ve Masulis (1980) sermaye yapısının belirlenmesine yönelik yeni bir bakış açısı getirmiştir. Buna göre amortismanlar, tükenme payları ve yatırım indirimleri gibi borçlanmanın yerine geçebilecek kurumsal vergi kalkanlarının mevcudiyeti nedeniyle her bir firma kendine ait optimal kaldıraç kararına sahiptir¹².

Miguel ve Pindado (2001) farklı açıklayıcı teorilere göre sermaye yapısını belirleyen firma özelliklerini ve kurumsal özelliklerin sermaye yapısını nasıl etkilediğini analiz etmiştir. Bu amaçla finansal olmayan ve

¹⁰ CHEN, J. J., "Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies", *Journal of Business Research*, Vol:57, 2004, s.1341-1351

¹¹ HIROTA, S., "Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol:13, 1999, s.201-229

¹² DeANGELO, H. and R. W. MASULIS, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, Vol:8, 1980, s.3-29

borsaya kayıtlı İspanyol firmaları ele alınmıştır. Araştırma sonuçları firmaların borçlanma seviyelerini ayarlamaya karar verdiklerinde, işlem maliyetleri ile karşı karşıya kaldıklarını göstermiştir. Özel borçların (private debt) daha yoğun olarak kullanılması nedeniyle, işlem maliyetleri Amerikan firmalarına göre daha düşük olmuştur. Bununla birlikte borç ile borç dışı vergi kalkınları arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. İspanyol firmalarının daha fazla borç dışı vergi kalkınlarına sahip olmaları nedeniyle bu ilişki Amerikan firmalarına göre İspanyol firmaları için daha fazla önem arz etmektedir. Ayrıca finansal sıkıntı maliyetleri ile borçlanma arasında ters ilişki ve yatırım ile borçlanma arasında ise direkt ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır. Nakit akışı ile borç arasında negatif ilişkinin bulunması ise, finansman kaynağı olarak nakit akışının borç kullanımına tercih edildiğini göstermektedir ve bu durum hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir¹³.

Haan ve Hinloopen (2003) Hollanda'da borsaya kayıtlı 150 finansal olmayan işletmenin 1984-1997 yılları arasındaki verilerini kullanarak finansman seçiminin belirleyicilerini analiz etmiştir. Analiz sonuçları işletmelerin öncelikli olarak kendi kaynaklarını kullandıklarını göstermektedir. Diğer finansman kaynakları, banka kredileri, hisse senedi ve tahviller olarak sıralanmaktadır. Araştırma sonuçlarının hiyerarşi teorisinden ayrılan tek tarafı tahvillerin hisse senedinden sonra tercih edilmesidir. Bunun sebebi olarak da Hollandalı kurumsal tahvil piyasasının düşük düzeydeki gelişimi gösterilmektedir¹⁴.

Sermaye yapılarına yönelik yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu borsaya kayıtlı büyük firmalara yönelik olarak gerçekleştirilmiş olup küçük firmalara yönelik yapılan araştırmalar fazla ilgi görmemiştir¹⁵. Fakat büyük firmaları küçük firmalardan ayırt eden bir çok özellik mevcuttur. Bunlar sahiplik ve kontrol fonksiyonlarının açık bir şekilde ayrı olması ve uzmanlaşma, sahipliğin büyük bir hissedar grubuna dağılmış olması, bir finansman kaynağı olarak hisse senedi ve tahvil piyasalarının kullanımı ve

¹³ MÍGUEL, A. and J. PINDADO, "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data", *Journal of Corporate Finance*, Vol:7, 2001, s.77-99

¹⁴ HAAN, L. and J. HINLOOPEN, "Preference Hierarchies for Internal Finance, Bank Loans, Bond, and Share Issues: Evidence for Dutch Firms", *Journal of Empirical Finance*, Vol:10, 2003, s.661-681

¹⁵ CASSAR, G. and S. HOLMES, "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol:43, 2003, s. 123-147

sermaye piyasasının değerlendirme ve kontrol mekanizması olarak rolü sayılabilir¹⁶.

Cassar ve Holmes (2003) Avustralyalı küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman kaynaklarını ve sermaye yapılarının belirleyicilerini araştırmıştır. Bu amaçla büyüklük, varlık yapısı, karlılık, büyüme ve risk gibi firma özelliklerini ele almıştır. Çalışma sonuçları varlık yapısı, karlılık ve büyümenin kullanılan finansmanın ve sermaye yapısının belirlenmesinde önemli faktörler olduğunu ortaya koymuştur. Elde edilen veriler genellikle dengeleme ve hiyerarşi teorilerini destekler nitelikte olmuştur¹⁷.

Borçlanma ve Firma Performansı: Asgharian (2003) firmanın borçlanma yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla İsveç'te yer alan 151 işletmeye ait veriler kullanılmıştır. Veriler durgunluk döneminin mevcut olduğu 1990-1992 yılları arasında kapsamaktadır. Bunun nedeni ise borçlanmanın yarattığı finansal stresin maliyet ve faydalarının düşüş döneminde daha belirgin olması olarak gösterilmiştir. Çalışma sonucu, sıkıntılı endüstrilerde (durgunluktan etkilenen) yer alan ve oldukça yüksek kaldıraç oranına sahip olan firmaların satışta daha düşük ve karlılıkta daha yüksek büyüme oranına sahip olduğunu göstermiştir. Normal performansa sahip endüstrilerde yer alan işletmelerde ise kaldıraç derecesi ile bu değişkenler arasında bir ilişki bulunmamıştır. Aynı zamanda her iki endüstride yer alan işletmeler için kaldıraç ile hisse getirisi arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Sıkıntılı endüstrilerde yer alan yüksek kaldıraç oranına sahip işletmelerin, daha düşük satışa karşın daha yüksek karlılığa sahip olmasının nedeni olarak durgunluk dönemlerinde düşük karlılığa sahip kısımlarda faaliyetlerin azaltılmasına yönelik yöneticilerin tercihleri gösterilmiştir¹⁸.

Aydemir (2005) Türkiye'de yer alan iki teknokent (ODTÜ-Teknokent ve Ankara Cyberpark) içerisinde yer alan 55 adet ileri teknoloji işletmesine yönelik anket çalışması gerçekleştirmiştir. İşletmelerin yaklaşık %96'sı KOBİ'lerden oluşmaktadır. İşletmelerden finansman kaynaklarının önem

¹⁶ CARDONE-RIPORTELLA, C. and L. CAZORLA-PAPIS, "New Approaches to the Analysis of the Capital Structure of SME's: Empirical Evidence from Spanish Firms", Working Paper 01-10, *Business Economics Series 03*, 2001.

¹⁷ CASSAR, G. and S. HOLMES, "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol:43, 2003, s.123-147

¹⁸ ASGHARIAN, H., "Are Highly Leveraged Firms More Sensitive to an Economic Downturn?", *The European Journal of Finance*, Vol:9, 2003, s.219-241

derecelerine göre sıralanması istenmiştir. 53 işletmeden alınan cevap neticesinde 46 işletme “işletme kazançları”nı birincil kaynak olarak belirtmişlerdir. İkincil kaynak olarak ise 13 işletme ile banka kredileri birincil sırada yer almıştır. Bu sonuç Hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir¹⁹.

Bu çalışmada Türkiye’de yer alan işletmelerin sermaye yapıları ve sermaye yapıları ile ilgili kararlarında etkili olan faktörlerin belirlenmesine çalışılmaktadır. Ayrıca çalışmada KOBİ’ler ile büyük işletmeler arasında sermaye yapı kararlarında farklılığın olup olmadığı da ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

II. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Araştırma Türkiye’nin çeşitli illerinde yer alan işletme yöneticilerine yönelik anket çalışmasını kapsamaktadır. Graham ve Harvey²⁰ (2001) ve Bancel ve Mittoo²¹ (2004) tarafından kullanılan anket formu, çalışmada kullanılan anket formunun hazırlanması aşamasında yol gösterici olmuştur. Anket uygulaması kolayda örnekleme yoluyla yapılmıştır. Oluşturulan anket formu Afyon Kocatepe Üniversitesi öğrencileri kullanılarak işletme yöneticilerine uygulanmış ve 38 değişik ilde faaliyet gösteren 438 işletmeden kullanılabilir veri elde edilmiştir. Elde edilen anket formlarında dolduran işletmelerin kaşeleri yer almaktadır. Veriler 2005 Ekim-Kasım döneminde toplanmış ve bilgisayar ortamında SPSS programı ile test edilmiştir.

¹⁹ AYDEMİR, O., Teknoparklar ve Risk Sermaysi Finansman: ODTÜ-Teknokent ve Ankara Cyberpark İşletmelerinde Bir Uygulama, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005, Doktora Tezi, s.139

²⁰ GRAHAM, J. R. and C. R. HARVEY, “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, *Journal of Financial Economics*, Vol:60, 2001, pp.187-243

²¹ BANCEL, F. and U. R. MITTOO, “Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A survey of European Firms”, *Financial Management*, Vol:33 (Winter), 2004.

A) BETİMLEYİCİ VERİLER

Çalışma kapsamında ele alınan işletmelerin %66.7'si* aile işletmesidir. İşletmelerin %81.6'si küçük ve orta ölçekli işletmelerden** (KOBİ) oluşmaktadır. İşletme yaşları dikkate alındığında %59.5'inin 11 yaşın üzeri, %21.1'inin 6-10 yaş arası, %16.8'inin 2-5 yaş arası ve %2.6'sının 1 ve daha düşük yaşa sahip olduğu görünmektedir. İşletmelerin sektörel dağılımında ise ilk üç sırayı %38.4 ile imalat, %20.6 ile perakende ve toptancılık ve %9.6 ile madencilik ve inşaat almaktadır. İşletmelerin %94.9'unu özel sektörde yer alan, yerli işletmeleri temsil etmektedir.

İşletme satış gelirlerine göre yapılan ayırımında ise, işletmelerin %12.3'ü 50 milyar TL'nin altında, %13.6'sı 51-100 milyar TL arası, %12.9'u 101-250 milyar TL arası, %16.1'i 251-999 milyar TL arası ve %45.1'i ise 1 trilyon TL'nin üzerinde satış gelirine sahiptir. İşletmelerin %46.6'sı ihracat yapmaktadır. Bununla birlikte yurt dışı satış yapan işletmelerin yurt dışı satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı işletmelerin %21.2'si için %1-%24 arası, %7.5'u için %25-%49 arası ve %17.9'u için %50'nin üzerinde gerçekleşmektedir.

B) İŞLETMELERİN FİNANSMAN TERCİHLERİ

İşletmelerin yabancı kaynak, işletme kaynakları ve hisse senedi arasında finansman tercihleri sorulmuş ve bu tercihleri önem derecelerine göre sıralamaları istenmiştir. Bu bağlamda toplamda 360 işletme işletme kaynaklarını, 282 işletme yabancı kaynakları ve 244 işletme hisse senedini işletmenin finansman tercihleri arasında göstermiştir (Tablo 1).

* Bu bölümde verilen yüzdeler ilgili soruya cevap verenler arasındaki geçerli yüzdeyi ifade etmektedir.

** AB kriterleri baz alınarak personel sayısı 250'ye kadar olan işletmeler KOBİ olarak değerlendirilmiştir.

	X	SS	1. kaynak	2. kaynak	3. kaynak	Toplam
İşletme kaynakları	1.16	0.390	305	52	3	360
Yabancı kaynak	2.01	0.726	72	134	76	282
Hisse senedi	2.47	0.663	23	83	138	244

* X= Ortalama, SS= Standart sapma

Tablo 1: İşletmelerin Finansman Tercihleri

Birincil kaynak olarak ise 305 işletme işletme kaynaklarını, 72 işletme yabancı kaynakları ve 23 işletme hisse senedi sunumunu belirtmiştir. Bununla birlikte 134 işletme yabancı kaynağı, 83 işletme hisse senedini ve 52 işletme ise işletme kaynaklarını ikincil kaynak olarak belirtmişlerdir. Üçüncül kaynak olarak ise 138 işletme ile hisse senedi ilk sırada yer almaktadır. Bu sonuç hiyerarşi teorisi ile uyum göstermektedir. Kısacası, işletmelerin finansman tercihleri; işletme kaynakları, yabancı kaynak ve hisse senedi olarak sıralanmaktadır.

C) YABANCI KAYNAK KULLANIMINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Yabancı kaynak kullanımında etkili olan faktörler literatür taraması ile belirlenmiş ve işletmelerin bu faktörlere verdiği önem 5'li likert ölçeğine göre (1=hiç önemli değil, 2= önemli değil, 3=kararsızım, 4= önemli, 5= çok önemli) test edilmiştir. 10 soruluk ölçekte güvenilirlik katsayısı $\alpha=0.7340$ olarak bulunmuştur. Bu ölçeğin oldukça güvenilir olduğunu göstermektedir²².

Analiz sonucuna göre işletme kazançlarının ve nakit akışlarının değişkenliği 3.88 ortalama ile en önemli faktör olarak gösterilmiştir (Tablo 2). Bunu sırasıyla finansal esneklik (3.68), üst yönetimin etkin çalışmasını sağlamak (3.48), iflas riski (3.42), işletmenin müşterilerin/tedarikçilerin işletmenin finansal istikrarı hakkında endişelenmelerini önlemek amacıyla

²² ÖZDAMAR, K., *Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi*, Kaan Kitabevi, Eskişehir, 2004, s.633

yabancı kaynak kullanımını sınırlandırması (3.42), ödenen faiz giderleri nedeniyle sağlanan vergi avantajı (3.32), kredi kuruluşları ve potansiyel yatırımcılar karşısında kredi değerliliğinin artırılması nedeniyle daha düşük borçlanma (3.25) takip etmektedir. Endüstrideki diğer firmaların borçlanma oranları (2.78), borçlanma senetlerinin çıkarımı için katlanılan işlem maliyetleri (2.55) ve yüksek borçlanma oranının çalışanlar karşısında işletmeye pazarlık fırsatı sağlaması (2.54) ise daha az öneme sahip faktörler olarak belirtilmiştir. Bununla birlikte işletme kazançlarının faaliyetler için yetersiz oluşunun ve faiz oranlarındaki düşüşün işletmelerin yabancı kaynak kullanımını artırdığı tespit edilmiştir.

	X	SS	1	2	3	4	5
			%	%	%	%	%
Ödenen faiz giderlerinin vergi matrahını düşürmesi	3.32	1.559	21.9	9.4	19	14.4	35.3
İflas riski	3.42	1.503	18.8	9.2	18.5	18.5	35.1
Endüstrideki diğer firmaların borçlanma oranları	2.78	1.410	26.7	15.4	27.5	13.5	16.8
Kredi kuruluşları ve potansiyel yatırımcılar karşısında kredi değerliliğinin artırılması için az borçlanma	3.25	1.521	20.2	13.8	18	16.6	31.5
Borçlanma senetlerinin çıkarımı için katlanılan işlem maliyetleri	2.55	1.414	35.3	14.5	23.1	14.7	12.4
Finansal esneklik	3.68	1.223	6.9	8.9	27.8	22.5	33.9
Müşterilerin/tedarikçilerin endişelenmemesi için borçlanmayı sınırlandırma	3.42	1.347	10.2	16.1	26.1	16.1	31.4
Yüksek borçlanma oranı çalışanlar karşısında işletmeye pazarlık fırsatı sağlar	2.54	1.365	31.2	20.4	24.2	11.7	12.5
Üst yönetimin etkin çalışmasını sağlamak	3.48	1.445	15.5	11.1	17.7	21.6	34.1
Kazançların ve nakit akışlarının değişkenliği	3.88	1.211	5.8	7.7	21.8	21.8	43

* X= Ortalama; SS= Standart Sapma

Tablo 2: Yabancı Kaynak Kullanımında Etkili Olan Faktörler

Yabancı kaynak kullanımında etkili olan faktörler ile işletme yaşı ve büyüklüğü arasında ilişkinin varlığı test edilmiştir. Analiz sonuçları işletme yaşı ile anlamlı bir ilişkinin olmadığını ($p>0.05$) göstermiştir. Buna karşın yabancı kaynak kullanımında etkili olan faktörler ile işletme büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir ($p<0.05$). Faktörler ile büyüklük arasında yapılan çapraz tablolar neticesinde farklılığa sebep olan faktörün iflas riski olduğu tespit edilmiştir ($p<0.05$). KOBİ'lerin %58.3'ü iflas riskini önemli ve çok önemli olarak değerlendirirken, büyük ölçekli işletmelerde bu oran %33.3 olarak gerçekleşmiştir. Diğer faktörler ile büyüklük arasında ise anlamlı bir farklılığın olmadığı tespit edilmiştir.

D) FİNANSMAN KARARLARINDA ETKİLİ OLAN ÇIKAR GRUPLARI

Çıkar grupları olarak hissedarlar, tahvil sahipleri, çalışanlar, hükümet ve yerel yönetimlerin işletmenin finansman kararlarında etki düzeyleri 5'li likert ölçeği (1=hiç önemi yok, 5= çok önemli) kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucu işletmelerin finansman kararlarında hissedarların 4.03 ortalama ile en fazla etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bunu 3.46 ortalama ile hükümet takip etmektedir. Diğer çıkar gruplarının etkisi 3.00 ortalamanın altına kalmıştır (çalışanlar 2.84, yerel yönetimler 2.77, tahvil sahipleri 1.98).

SONUÇ

Çalışmada işletmelerin finansman kararlarını ve bu kararlarda etkili olan faktörleri belirlemek amacıyla bir anket uygulaması gerçekleştirilmiştir. İşletme üst yöneticilerine uygulanmış olan anket çalışması ile 38 farklı ilde faaliyet gösteren 438 işletmeye ulaşılmıştır. Anket uygulamasında KOBİ ve büyük ölçekli işletmeler örnekleme dahil edilmiştir.

Analiz sonuçları işletmelerin finansman tercihlerinin sırasıyla işletme kaynakları, yabancı kaynak ve hisse senedi sunumu olduğunu göstermiştir. Bu sonuç hiyerarşi teorisinin kabullerine uygun bir durumu yansıtmaktadır.

İşletmelerin yabancı kaynak kullanımını etkileyen faktörler içerisinde işletme kazançlarının ve nakit akışlarının değişkenliği en önemli faktör

olarak tespit edilmiştir. Bunu sırasıyla finansal esneklik, üst yönetimin etkin çalışmasını sağlamak, iflas riski, işletmenin müşterilerin/tedarikçilerin işletmenin finansal istikrarı hakkında endişelenmelerini önlemek amacıyla yabancı kaynak kullanımını sınırlandırması, ödenen faiz giderleri nedeniyle sağlanan vergi avantajı, kredi kuruluşları ve potansiyel yatırımcılar karşısında kredi değerliliğinin artırılması nedeniyle daha düşük borçlanma takip etmektedir.

Bununla birlikte yabancı kaynak kullanımında etkili olan faktörler ile işletme büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Özellikle KOBİ'ler için iflas riski önemli olarak algılanırken, büyük ölçekli işletmeler için daha düşük öneme sahip olmuştur.

Son olarak, çıkar grupları içerisinde hissedarların işletmelerin finansman kararlarında çok etkin oldukları ortaya çıkmıştır.

KAYNAKÇA

- ASGHARIAN, H., "Are Highly Leveraged Firms More Sensitive to an Economic Downturn?", *The European Journal of Finance*, Vol:9, 2003, s.219-241
- AYDEMİR, O., *Teknoparklar ve Risk Sermaysi Finansmanı: ODTÜ-Teknokent ve Ankara Cyberpark İşletmelerinde Bir Uygulama*, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2005, Doktora Tezi
- BANCEL, F. and U. R. MITTOO, "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A survey of European Firms", *Financial Management*, Vol:33 (Winter), 2004.
- CARDONE-RİPORTELLA, C. and L. CAZORLA-PAPİS, "New Approaches to the Analysis of the Capital Structure of SME's: Empirical Evidence from Spanish Firms", Working Paper 01-10, *Business Economics Series 03*, 2001.
- CASSAR, G. and S. HOLMES, "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol:43, 2003, s.123-147
- CHEN, J. J., "Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies", *Journal of Business Research*, Vol:57, 2004, s.1341-1351
- DeANGELO, H. and R. W. MASULİS, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, Vol:8, 1980, s.3-29
- FAMA, E. F. and K. R. FRENCH, "Testing Trade-Off and Pecking Predictions About Dividends and Debt", *The Review of Financial Studies*, Vol:15, No. 1, 2002, s.1-33

- GRAHAM, J. R. and C. R. HARVEY, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", *Journal of Financial Economics*, Vol:60, 2001, s.187-243
- HAAN, L. and J. HINLOOPEN, "Preference Hierarchies for Internal Finance, Bank Loans, Bond, and Share Issues: Evidence for Dutch Firms", *Journal of Empirical Finance*, Vol:10, 2003, s.661-681
- HIROTA, S., "Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol:13, 1999, s.201-229
- MIGUEL, A. and J. PINDADO, "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data", *Journal of Corporate Finance*, Vol:7, 2001, s.77-99
- MYERS, S.C., "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol:XXXIX, No: 3, 1984
- ÖZDAMAR, K., *Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi*, Kaan Kitabevi, Eskişehir, 2004
- RYEN, G. T., G. M. VASCONCELLOS, and R. J. KISH, "Capital Structure Decisions: What Have We Learned?", *Business Horizons*/September-October, 1997
- WIWATTANAKANTANG, Y., "An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol:7, 1999, s.371-403