



Doç. Dr. Ayşe Gül Yılıgör

Emel Yücel

Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama

Doç. Dr. Ayşe Gül YILGÖR

Mersin Üniversitesi, İ.İ.B.F

Emel YÜCEL

Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Özet

Sermaye yapısı kararları, firmaların sermaye bileşimlerini değiştirerek sermaye maliyetini ve firma değerini etkileyip etkilemeyeceği büyük önem taşımaktadır. Böyle bir etki mevcut ise sermaye maliyetini minimum, firma değerini maksimum düzeye çıkaracak sermaye bileşiminin nasıl oluşturulacağı verilmesi gereken en önemli kararlardan birisidir. Bu çalışmada, firmaların sermaye yapısı kararlarını nasıl aldıkları ve bu kararlarda etkili olan faktörler incelenmiştir. Daha sonra, firmaların gerçek dünyada sergiledikleri davranışların sermaye yapısı kararlarında yeni yaklaşımlar olarak bilinen finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisine uyumu araştırılmıştır. Bu amaca uygun olarak Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmaları üzerinde yapılan anket çalışmasından elde edilen veriler esas alınarak değerlendirme yapılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Sermaye yapısı, Finansal hiyerarşi teorisi, Denge teorisi, Hedef borçlanma oranı, Temsil maliyeti.

Abstract (The Capital Structure Decisions of Firms: An Application on Manufacturing Firms in Mersin and Adana)

Capital structure decisions are vital concept in terms of if there is an effect on cost of capital and firm value by changing the capital components. If the effect exists, how to find the capital structure which will minimise the cost of capital and maximise the firm value is one of the most important decisions. In this study, the theoretical approaches about capital structure decisions of the firms have been composed, how firms determine capital structure decisions are analyzed, and the firm attitude in real world is evaluated. This study is based on survey results from the firms in the manufacturing industry, located in Mersin and Adana.

Key Words: Capital structure, Pecking order theory, Trade off theory, Target debt ratio, Agency cost.

1. Giriş

Firmaların sermaye yapısına ilişkin teorik tartışmalar oldukça uzun bir süredir yapılmasına karşın, uygulamada nasıl şekillendiği ülkemizde yeterince incelenmemiştir. Firmaların devamlılığı ve büyüyebilmelerinde sermaye yapısı kararları önemli yer tutmasına rağmen, yöneticilerin bu konuyu nasıl algıladıkları, ne derece bilgili oldukları, nasıl davrandıkları ve borç-özsermaye

kullanımı konusundaki tercihlerini hangi faktörlere göre yaptıkları yeterince bilinmemektedir. Bu eksikliklerin giderilmesi amacıyla firmaların sermaye yapısı kararlarının değerlendirilmesi ve tutumlarının tespit edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca, literatürde yeni olan finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisinin önerdiği sermaye yapısı kararları ile firmaların gerçek dünyada gösterdiği davranışlar karşılaştırılarak,

belirlenen örneklemin hangi teoriye daha yakın bir tutum sergilediği anlaşılmalı çalışılmıştır.

2. Sermaye Yapısı

Firmaların sermaye yapısı kararları finans literatürünün en tartışmalı konularından biri olup, üzerinde çok sayıda teorik ve ampirik çalışma yapılmıştır. Firmanın sermaye yapısını değiştirerek optimal sermaye yapısına ulaşmış ulaşamayacağı, bu şekilde ortalama sermaye maliyeti ve firma değerini değiştirip değiştiremeyeceği konusundaki tartışmalar iki farklı yaklaşımda odaklanmaktadır. Yaklaşımlardan birincisi, firmalarda borç kullanma derecesinin, firma riskini, beklenen kazançları, ortalama sermaye maliyetini ve buna bağlı olarak da firma değerini etkilediğidir. İkincisi ise, sermaye yapısına ilişkin kararların, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden ve işletme değerinden bağımsız olduğudur.

Firmaların sermaye yapısı kararlarına ilişkin teorik çerçeveyi, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım, Modigliani&Miller (M&M) yaklaşımı ve M&M yaklaşımın kurumlar ve gelir vergileri dikkate alınarak düzeltilmiş şekli oluşturmaktadır. Bu yaklaşımlar esas alınarak geliştirilen finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory) ve denge teorisi (trade off theory) sermaye yapısı kararları ile firma değeri ilişkisini açıklamakta yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlardan net gelir yaklaşımı, firmaların sermaye yapılarında borç kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilecekleri (Akgüç, 1998, s.487). Net faaliyet geliri yaklaşımında, firmanın borçlanma düzeyindeki artış özsermaye maliyetini artıracığı, buna bağlı olarak sermaye yapısında borç kullanılmasıyla ortalama sermaye maliyetini düşürebilme ve firma değerini artırabilme olanağının olmadığı savunulmaktadır (Ceylan, 2001, s.183). Geleneksel yaklaşım, net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımı arasında bir görüş olup, firmaların optimal ölçüde

borçlanarak firma değerini artıracabileceklerini savunmaktadır. Modigliani & Miller yaklaşımında ise, sermaye yapısı kararları ile firma değeri ve ortalama sermaye maliyeti arasında bir ilişki olmadığı görüşü arbitraj işlemine dayandırılarak açıklanmaktadır. Modigliani & Miller'e göre, kurumlar vergisi işleme dahil edildiğinde, borç kullanan firmanın vergi sonrası beklenen getirisi tamamen özsermaye kullanan firmanınkinden daha yüksek olmaktadır (Modigliani ve Miller, 1963, s.237). Kurumlar vergisi ile birlikte gelir vergilerinin de etkisinin işleme dahil edilmesi, borçlanmanın firma değeri üzerindeki olumlu etkiyi azaltmaktadır (Benninga ve Oded, 1997, s.255)

Sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin firma değerine olan etkisi, M&M'in çalışmalarına yapılan eleştiriler ve piyasa etkinliği konusundaki tartışmalarla farklı bir boyut kazanmıştır. Finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, asimetric bilgi ve temsil maliyeti gibi piyasa aksaklıklarının dikkate alınması, denge teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi olarak adlandırılan iki yeni teorinin geliştirilmesine neden olmuştur. Denge teorisi, firmanın sermaye yapısı kararlarını verirken faizin vergi tasarrufu ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurularak hedef borçlanma oranının belirlenmesini önermektedir (Ross, Weskerfield, Jaffe, 2002, s.443). Finansal hiyerarşi teorisi ise firmaların sermaye yapısını oluştururken, öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda tahvil ve melez menkul kıymetler gibi borçlanma araçlarını, en son olarak da hisse senedi ihracını tercih edeceklerini savunmaktadır (Myers, Nicholas, 1984, s.187)

Firmaların sermaye yapısı kararlarına yönelik tutumlarının araştırıldığı çalışmalardan Graham ve Harvey (2001) tarafından yapılanda, firmaların finansal hiyerarşi teorisine uyumlu faaliyet gösterdikleri anlaşılmış, denge teorisi ise yeterli destek bulamamıştır.

Allen(1991) çalışmasında sermaye yapısı kararlarında belirleyici faktörleri araştırmış ve borç kullanımının sağladığı vergi avantajının firmaların borçlanma politikalarında etkisi olduğu, firmaların hedef borçlanma oranına sahip oldukları, boş borç kapasitesi bulduklarını, aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanma eğiliminde oldukları ve firmaların bulduklarını endüstrinin ortalama borçlanma oranı uyum göstermediği sonuçlarına ulaşmış ve firmaların finansal hiyerarşi teorisine benzer davranış gösterdiklerini belirtmiştir.

Pinegar ve Wilbricht (1989), firmaların sermaye yapısı kararlarına yönelik tutumlarını araştırmış ve firmaların fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarını tercih ettiklerini, finansal esnekliğin sağlanması ve borç kullanımının kurumlar vergisi avantajının borçlanma politikalarında önemli faktörler olduğunu belirtmiştir.

Bu çalışmada ise, Adana ve Mersin illerinde bulunan sınai işletmelerin sermaye yapısı kararlarına yönelik tutum ve davranışlarının nasıl olduğu ve finansal hiyerarşi teorisi ile denge teorisinden hangisine daha yakın davrandıkları belirlenmeye çalışılmıştır.

3. Mersin ve Adana İllerinde Bulunan Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama

Firmaların sermaye yapısı kararlarını nasıl aldıkları ve bu kararları vermelerinde etkili olan faktörleri belirlemek amacıyla yapılan anket çalışmasında, firmaların genel özelliklerinin belirlenmesinde yardımcı olacak sorular ve sermaye yapısı kararlarını nasıl aldıklarına yönelik sorular yer almıştır.

3.1 Araştırmanın Yöntemi

Alan araştırmasında, veri toplama yöntemi olarak yüzyüze anket yöntemi kullanılmıştır. Anket çalışmasında, Mersin Ticaret ve Sanayi Odasına (M.T.S.O.) ile Adana Sanayi Odasına (A.D.A.S.O) kayıtlı ve kapasite raporuna sahip olan 1870 tane firma anakütleyi

oluşturmuştur. Anakütle üzerinden, örneklem büyüklüğü 319 firma olarak hesaplanmıştır. Anakütle üzerinden toplam 750 firma ile iletişim kurulmuş ancak bu firmaların 382 tanesi ankete yanıt vermiştir. Anket geri dönüş oranı %50 olarak gerçekleşmiştir. Anketin güvenilirlik katsayısı, 0,9173 olarak tespit edilmiştir.

3.2 Hipotezler

Bu çalışmada geliştirilen hipotezler aşağıdaki gibidir;

Hipotez 1, H₁: Firmalardan sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranına sahip olanların oranı, hedef borçlanma oranına sahip olmayanların oranından daha küçüktür.

Hipotez 2, H₁: Küçük ve orta ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranına yönelik tutumları, büyük ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranlarına yönelik tutumlarından farklıdır.

Hipotez 3, H₁: Hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon kaynağı tercihinde, öncelikli olarak iç fon kaynaklarının daima tercih edilme oranı, öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilme oranından daha yüksektir.

Hipotez 4, H₁: Firmalardan ortalama borçlanma oranı bulunduğu endüstrinin ortalamasına eşit olan firmaların oranı, eşit olmayanların oranından daha küçüktür.

Hipotez 5, H₁: Borçlanma maliyetinde değişiklik olmaması halinde daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı, daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranından daha yüksektir.

Hipotez 6, H₁: Boş borç kapasitesi bulduran firmaların oranı, boş borç kapasitesi buldurmeyen firmaların oranından daha yüksektir.

4. Araştırmanın Bulguları

4.1 Firmaların Genel Özellikleri

Ankete katılan firmaların genel özellikleri, faaliyet dalı, hukuki yapıları,

çalışan sayıları, aktif büyüklükleri, satış gelirleri, yönetim yapıları ve ölçek büyüklükleri dikkate alınarak sınıflandırılmıştır. Firmaların faaliyet dallarına göre ayırımında, dokuma, giyim eşyası ve deri sanayi ile gıda, içki ve tütün sanayi sınıfında yer alan firmaların daha fazla yer aldığı görülmüştür.

Firmaların ölçek büyüklüğü, DİE ve DPT'nin çalışan sayısı sınıflamasına göre, değerlendirilmiştir. Ankete katılan firmalardan %82,6'sı Kobi, %17,5'i büyük ölçekli firmalardan oluşmaktadır. Firmalar, hukuki yapılarına göre sınıflandırıldığında, %57,4 oranında limited şirket, %33,5 oranında anonim şirket ve %9 oranında tek kişi şahıs işletmesi olarak faaliyet gösterdikleri anlaşılmıştır. Firmaların aktif büyüklüğünün, %82,3 oranında 200.000 YTL ve üzerinde olarak gerçekleşmiştir. Satış gelirleri ise, %58,5 oranında 800.000 YTL ve üzerinde olduğu tespit edilmiştir.

Firmalarda yönetim fonksiyonu, %93,1 oranında firmanın ortakları tarafından, %6,9 oranında ortakların dışında bir yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilmektedir. Firmaların büyük oranda ortakları tarafından yönetilmesi kurumsal açıdan gelişmemiş olduklarını göstermektedir.

4.2 Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi

Firmaların sermaye yapısı kararları firmaların özelliklerine, buldukları endüstri dalına ve faaliyet gösterilen genel ekonomik yapıya göre değişen pek çok faktörden etkilenmektedir.

4.2.1 Fon Kaynağının Seçimi

Firmalarda, ihtiyaç duyulan fon kaynağının seçiminin kim tarafından yapıldığı, aynı zamanda sermaye yapısı kararlarının kimin tarafından verildiği konusunda fikir vermektedir. Elde edilen veriler Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1-Fon Kaynağının Seçimi

| | Sayı | Yüzde % |
|--|------|---------|
|--|------|---------|

| | | |
|-----------------------------|-----|-------|
| Firmanın Ortakları | 286 | 74,9 |
| Mali müşavir | 1 | ,3 |
| Finansman yöneticisi | 3 | ,8 |
| Yönetim kurulu | 72 | 18,8 |
| Genel müdür | 20 | 5,2 |
| TOPLAM | 382 | 100,0 |

Fon kaynağı seçiminin büyük oranda firma ortakları tarafından yapılması (%74,9) ile yönetim fonksiyonunun büyük oranda ortaklar tarafından gerçekleştirilmesi (%93,1) sonucu arasında tutarlılık olduğu düşünülmektedir. Bu durum sermaye yapısı kararlarının da ortaklar tarafından verildiğini göstermektedir. Yönetim ve finansman görevlerinin aynı grup tarafından gerçekleştirilmesinde, örneklem içerisinde kobilerin çoğunlukta olmasının etkisi olduğu düşünülmektedir. Bu seçimin firma ortakları tarafından yapılmasının, hissedarlar ve borç verenler arasında, yeni yatırımlarda kısıtlamaya gidilmesi veya yeni borçlar yüklenilmesi şeklinde çıkar çatışmalarına neden olabileceği, bir takım temsil maliyetleri yükleyebileceği düşünülebilir. Firma ortaklarının borçlanma konusunda ihtiyatlı davranmaları, iç kaynakların aşırı kullanılması sonucunda alternatif maliyetlere katlanılmasına da neden olabilir.

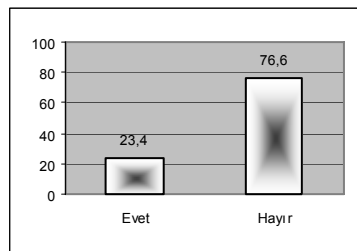
Fon kaynağı seçimi firma ölçeğine göre farklılık göstermektedir. Bu çalışmada, kobilerde fon kaynağı seçimi, %80,4 gibi büyük bir oranda ortaklar, %13,5 oranında yönetim kurulu tarafından yapılmaktadır. Büyük ölçekli firmalarda ise, %48,5 oranında ortaklar tarafından, %43,9 oranında yönetim kurulu tarafından yapılmaktadır. Buna göre, kobilerin uzman personel çalıştırılması konusuna özen göstermedikleri ve firma ortaklarının yönetimi başka bir çalışana devretmek istemedikleri anlaşılmaktadır. Büyük ölçekli firmalarda ise, uzman personel istihdam düzeyinin daha yüksek olduğu ve firma ortaklarının yönetsel ve finansal kararlarda daha az söz sahibi oldukları anlaşılmaktadır.

4.2.2 Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutum

Firmaların hedef borçlanma oranına yönelik tutumları, sermaye yapısı kararlarının nasıl şekillendiği, borçlanma miktarı açısından planlama yapılıp yapılmadığı ve firmaların tutumlarının sermaye yapısı teorilerinden hangisine daha yakın olduğu konularında fikir vermektedir. Denge teorisine göre, firmaların önceden oluşturulmuş borçlanma oranları vardır ve firmalar bunu uygulamaya çalışırlar. Finansal hiyerarşi teorisinde ise, firmaların önceden belirlenmiş bir hedef borçlanma oranları yoktur. Firmalardan elde edilen veriler Şekil 1'de gösterilmektedir.

Firmalardan hedef borçlanma oranına sahip olanların oranı %23,4 iken, hedef borçlanma oranı olmayan firmaların oranı %76,6 olarak belirlenmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 1'in testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi reddedilerek, sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranına sahip olan firmaların oranının, hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların oranından daha küçük olduğu görülmüştür ($p: 0,000$).

Şekil 1. Hedef Borçlanma Oranı



Firmaların büyük çoğunluğunun hedef borçlanma oranının olmaması, optimal sermaye yapısını oluşturmada borç kullanımının fayda ve maliyetlerini dengelemek gibi bir kaygı taşımadıklarını göstermektedir. Literatüründe hedef borç oranına sahip olmak, denge teorisine olan uyumun bir göstergesi olduğu düşünüldüğünde, örnekleme oluşturan

firmalar denge teorisine uyum göstermemektedir. Bunun tersine, hedef borç oranına yönelik planlamanın yapılmaması, finansal hiyerarşi teorisine uygun davranıldığını göstermektedir.

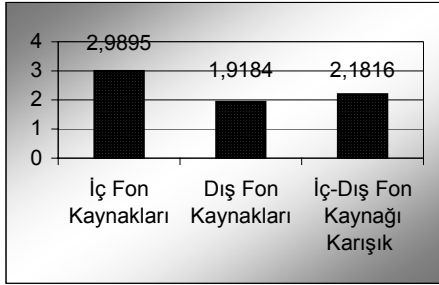
Hedef borçlanma oranına sahip olan firmaların tutumlarının esnek veya katı olup olmadığı sorulduğunda, %18,9 oranında esnek hedef borçlanma oranına ve %4,5 oranında katı şekilde uygulanan hedef borçlanma oranına sahip oldukları anlaşılmıştır. Literatürde, firmaların borçlanma oranına yönelik tutumlarının esnek veya katı olması firma ölçeğine göre farklılık göstermektedir. Graham ve Harvey (2001) çalışmalarında, büyük ölçekli firmaların katı hedef borçlanma oranına sahip olma oranlarının, kobilere oranla yüksek olduğunu belirtmiştir.

Firmaların esnek hedef borçlanma oranına sahip olma düzeyi kobilerde %38,3 iken, büyük ölçekli firmalarda %30,3 olarak tespit edilmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 2'nin testi için, z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Buna göre, kobiler ile büyük ölçekli firmaların esnek hedef borçlanma oranına yönelik tutumlarının farklı olmadığı anlaşılmıştır ($p: 0,4945$).

4.2.3 Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği

Finansal hiyerarşi teorisinde firmaların fon kaynağı ihtiyacı olması halinde, öncelikle iç fon kaynaklarını kullanmasını, iç fon kaynaklarının yetersiz olması halinde tahvil ihracı yoluna gidilmesini, daha sonra hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller gibi melez varlıkların tercih edilmesini ve en son olarak da hisse senedi yoluyla finansman sağlanmasını önererek fon kaynakları arasında sıralama yapılmaktadır. Firmaların fon kaynaklarının tercih önceliği araştırılarak gösterdikleri davranışlarının finansal hiyerarşi teorisine ne derece uyum gösterdiği tespit edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen veriler Şekil 2'de gösterilmektedir.

Şekil 2.
Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği



Firmalar fon kaynağı tercih sıralamasında öncelikli olarak iç fon kaynaklarını daha sonra iç ve dış fon kaynaklarını karışık olarak kullanmaktadır. Dış fon kaynakları ise, en son tercih edilmektedir. Belirtilen bu sıralama finansal hiyerarşi modeli ile uyum göstermektedir. Elde edilen sonuç, Allen (1991) ve Pinegar & Wilbricht (1989) tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ile uyum göstermektedir.

Firmaların fon kaynağı tercih sıralamasında öncelikli olarak iç fon kaynaklarını kullanmaları, aile şirketlerinde veya büyük hissedarlar tarafından yönetilen şirketlerde daha çok görülmektedir. Ayrıca, hisse senedi ihracının zaman alması ve maliyetli olması firmaları iç kaynakları kullanmaya yöneltmektedir. Firmaların borç kullanma konusunda çekingen davranmaları sonucu ise, örneklemin çoğunlukla kobilerden oluşmasından ve bu tür firmaların orta ve uzun vadeli finansman kaynaklarına ulaşmalarının güç ve daha maliyetli olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Firmaların finansal hiyerarşi teorisine gösterdiği uyumu değerlendirmek amacıyla, sermaye yapısında hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların, fon kaynağı ihtiyaçlarını öncelikli olarak daima iç fon kaynaklarından ve daima dış fon kaynaklarından sağlama durumları karşılaştırılmıştır.

Sermaye yapısında hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon

kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarını daima tercih edenlerin oranı %57,9 olarak tespit edilmiştir. Fon kaynağı tercihinde, öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilmesi ise, %26 oranındadır. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 3'ün testi için, iki oran arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen z testi kullanılmıştır. Test sonuçlarına göre, H_0 hipotezi reddedilerek, hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarının daima tercih edilme oranı, öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilme oranından daha yüksek olduğu anlaşılmıştır ($p: 0,000$). Bu durum finansal hiyerarşi teorisine uyumu göstermektedir.

4.2.4 Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar

Firmaların özsermaye kullanımını özellikle tercih ettikleri durumlar Tablo 2'de gösterilmektedir.

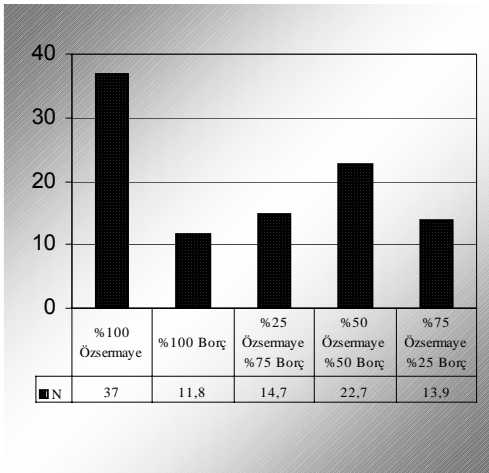
Genişleme politikalarında özsermaye kullanılması seçeneği firmalar tarafından yüksek bir oranda değerlendirilmiştir. Firmaların genişleme durumlarında borçlanma yerine özsermaye kullanımını tercih etmelerinin, olumsuz durumlarda borç yükü altında kalarak finansal sıkıntı yaşamak istememelerinden kaynaklandığı tahmin edilmektedir. Ayrıca, yatırım aşamasında kullanılacak olan borcun vergi avantajı gibi faydalarını dikkate almadıklarının da bir göstergesidir.

Tablo 2. Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar

| | A.O. | S.S. | P.Değ. |
|--|--------|--------|--------|
| Genişleme politikalarında | 3,1277 | 1,2606 | 0,000 |
| Şirket devralmalarında | 0,8963 | 1,2868 | 0,000 |
| Yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yarattığı durumlarda | 1,9973 | 1,6223 | 0,950 |
| Pazar şartları hisse senedi ihracına uygun olduğu durumlarda | 0,5824 | 0,9872 | 0,000 |
| Özsermaye kullanımından kaçınılırız | 0,9227 | 1,3110 | 0,000 |

Fon kaynağı tercihine yönelik tutumlarının, daha geniş zaman diliminde değerlendirilmesi amacıyla son üç yıl içerisinde yatırım yapıp yapmadıkları ve eğer yatırım yapılmış ise bu yatırımın nasıl finanse edildiği sorulmuştur. Firmaların %62,7'sinin yeni yatırım gerçekleştirdiği, %37,3'nün yeni yatırımda bulunmadığı anlaşılmıştır. Elde edilen veriler Şekil 4'te gösterilmektedir.

Şekil 3. Yeni Yatırımların Finansman Kaynakları



Firmaların fon kaynakları tercih sıralamasında, iç fon kaynaklarını ağırlıklı olarak kullanmaları (2,9895), genişleme politikalarında özsermaye kullanımını tercih etmeleri (3,1277) ve son üç yıl içerisinde yaptıkları yatırımlarda %37 oranında %100 özsermaye ile finansmanı tercih etmiş olmaları arasında tutarlılık görülmektedir. Ayrıca, iç ve dış fon kaynaklarının karışık olarak tercih edilmesinin (2,1816) ikinci sırada yer alması ile son üç yıl içerisinde gerçekleştirilen yatırımların %22,7'sinin %50 özsermaye ve %50 borçla finanse edilmesi durumu ile de uyumludur.

4.2.5 Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler

Firmaların borç kullanma politikasını etkileyen faktörleri önem derecelerine

göre değerlendirmeleri istenmiştir. Firmalardan alınan yanıtlara göre, borçlanmanın iç kaynakların yetersiz olduğunda başvurulabilecek bir kaynak olarak değerlendirildiği, borçlanma ile piyasa itibarı arasında kuvvetli bir ilişki kurulduğu ve finansal esnekliğin sağlanmasının önemsendiği görülmektedir. Firmalardan elde edilen veriler Tablo 3'de gösterilmektedir.

Finansal esnekliğin sağlanması ile firma bir süre için de olsa atıl kalacak fon tutarını en düşük düzeye indirerek kaynak maliyetini ve firmanın karlılığını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Ayrıca firmaların uzun dönem faaliyetlerini sürdürebilmeleri açısından önemlidir. Örnekleme oluşturan firmaların finansal esnekliğin sağlanması seçeneğini önemli olarak değerlendirmeleri bu konuya olan duyarlılıklarını göstermektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmalar, dış fon kaynağını ancak iç kaynaklarının yetersiz olması durumunda ve finansal esnekliği sağlanması amacıyla tercih ederler. Sermaye yapılarında daima öncelikli olarak dış fon kaynağını tercih eden firmalar dikkate alınarak, bu tercihlerinin nedeni araştırılmıştır. İç kaynakların yetersiz olması ve finansal esnekliğin sağlanması faktörlerinin, öncelikli olarak dış fon kaynaklarının tercih edilmesinde açıklayıcı değişkenler oldukları düşünülmüştür. Bu amaçla yapılan regresyon analizinde bağımsız değişkenler, firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması ve finansal esnekliğin sağlanması olarak belirlenmiştir. Bağımlı değişken ise, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak dış fon kaynağının daima tercih edilmesidir. Analiz sonucunda, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişki %21,3 ($R^2: 0,213$) hesaplanmıştır ($p:0,000$). Buna göre, firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması ve finansal esnekliğin sağlanması değişkenlerinin fon kaynağı seçiminde daima dış fon kaynaklarının tercihinin açıklama gücü %21,3'tür. Bu durum, firmaların finansal hiyerarşi teorisine uyumlu davrandıklarını göstermektedir.

Tablo 3. Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörler

| | A.O | S.S | P Değeri |
|---|--------|--------|----------|
| Firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması. | 2,3740 | 1,5179 | 0,000 |
| Firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanmak istemesi. | 1,1489 | 1,3081 | 0,000 |
| Firmanın yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağının olması. | 1,9654 | 1,5007 | 1,300 |
| Borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanış şekli. | 1,0957 | 1,2947 | 0,000 |
| Finansal sıkıntı ve iflas riski. | 1,7074 | 1,5036 | 0,000 |
| Sektörde bulunan firmaların genel borçlanma seviyeleri. | 1,1170 | 1,2805 | 0,000 |
| Borç edinmenin getirdiği işlem maliyeti ve harçların etkisi. | 1,0984 | 1,2975 | 0,000 |
| Finansal esnekliğin sağlanması. | 2,0106 | 1,5371 | 1,796 |
| Firmanın piyasadaki itibarının korunması. | 2,0931 | 1,6360 | 0,542 |
| Piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olması. | 2,0133 | 1,5991 | 1,744 |
| Şirket yönetiminin paylaşılmasının etkisi. | 0,9200 | 1,3036 | 0,000 |
| Müşteriler, hammadde ve kredi sağlayanların firma hakkındaki izlenimi. | 1,6622 | 1,6396 | 0,000 |
| Firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği. | 1,6313 | 1,6565 | 0,000 |
| Hissedarların gelirleri için ödedikleri gelir vergisi oranının seviyesi. | 0,4814 | 0,9265 | 0,000 |

Ölçek Değerleri: 0=Hiç Önemli Değil, 1=Önemli Değil, 2=Kararsız, 3=Önemli, 4=Çok Önemli

Borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, firmaların satışları ve nakit akımlarındaki düzenlilik ve borç edinmenin getirdiği işlem maliyetlerinin düzeyi denge teorisini açıklayan faktörlerdendir. Bu çalışmada, fon kaynağı tercihi öncelikli olarak dış fon kaynaklarının daima tercih edilmesi ile borç kullanma politikasını etkileyen faktörlerden denge teorisini açıklayanlar arasında ilişki olup olmadığı regresyon analizi aracılığıyla ölçülmüştür. Bağımsız değişkenler, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, borç edinmenin getirdiği işlem maliyetlerinin düzeyi, firmaların satışları ve nakit akımlarındaki düzenlilik olarak belirlenmiştir. Bağımlı değişken ise, dış fon kaynaklarının daima öncelikli olarak tercih edilmesi olarak belirlenmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, belirtilen bağımsız değişkenlerin öncelikli olarak dış fon kaynağının daima tercih edilmesini açıklama gücü %15,1'dir.

Satışların ve nakit akımlarının düzenliliği ankete katılan firmalar tarafından borçlanma politikalarında önemli bir faktör olarak görülmemiştir. Bu sonuç, Graham & Harvey'in (2001) çalışmalarında belirtilen firmaların satışları ve nakit akımlarındaki değişkenliğin borçlanma miktarı üzerinde etkili olduğu (2,32) sonucundan farklılık

göstermektedir. Firmaların finansal sıkıntı ve iflas riskini önemli bir faktör olarak görmemeleri, fon gereksinimlerini yüksek oranda iç kaynaklardan sağlamaları ve borçla finansmana ağırlıklı olarak yer vermemelerinden kaynaklanabilir. Literatürde, sermaye yapısı kararlarının borçlanmanın sağlayacağı vergi avantajından önemli derecede etkilendiğini gösteren çalışmalar olmasına karşın bu çalışmada, vergi etkisi önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir. Firmaların borçlanmanın sağladığı vergi avantajının farkında olmamaları, hedef borçlanma oranlarının olmamasının nedenlerinden birini oluşturmakta ve denge teorisinin firmaların vergi avantajından yararlanmak isterler şeklindeki yaklaşımını desteklememektedir.

Firmalar, para ve sermaye piyasalarını yakından takip ederek, piyasada faiz oranlarının seviyesinin düşük olduğu zamanlarda, eski borçlarını yenileyerek finansal esnekliği sağlayabilmektedirler. Ankete katılan firmaların, borç kullanma politikasını etkileyen faktörlerden, piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olmasını önemli olarak değerlendirmeleri, finansal esnekliğe verdikleri önemi göstermektedir. Dinamik bir sermaye yapısı öneren finansal hiyerarşi teorisinin, finansal esnekliğin sağlanmasına verdiği önem dikkate alındığında, ankete katılan firmaların bu açıdan finansal hiyerarşi teorisine uygun davranış sergiledikleri görülmektedir.

Borçlanma politikasını etkileyen faktörler, firma ölçeğine göre farklılık göstermektedir. Büyük ölçekli firmalar yüksek oranda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanaklarının olmasını (2,4769), kobilere oranla (1,8795) daha önemli olarak değerlendirmişlerdir. Bu faktörün kobiler ve büyük ölçekli firmalar tarafından farklı önem derecelerine sahip olması, büyük ölçekli firmaların sahip oldukları maddi duran varlıkların borç verenler açısından teminat niteliği taşıması ve buna bağlı olarak büyük ölçekli firmaların piyasadan yüksek miktarda ve düşük maliyetli borç edinebilme olanağına sahip olmaları ile açıklanabilir. Kobilerin istedikleri miktarda ve uygun maliyetli borçlanma olanaklarına sahip olmamalarının bu faktörü önemli görmemelerine yol açtığı düşünülebilir.

Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerden piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması faktörünü, büyük ölçekli firmaların (2,200), kobilere oranla (1,9902) daha önemli gördükleri anlaşılmıştır. Bu sonuç, Graham&Harvey (2001) çalışmasını destekler niteliktedir.

Firmanın piyasadaki itibarının korunması konusuna kobilerin, büyük ölçekli firmalara oranla daha çok önem verdikleri anlaşılmıştır. Buna göre, kobilerin, borçlanma miktarı ile piyasa itibarı arasında ilişki kurdukları ve piyasada borçlu bir firma olarak görünmekten kaçındıkları anlaşılmaktadır.

Büyük ölçekli firmalarda, satışların ve nakit akımlarının değişkenliği borçlanma politikası üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmiştir. Bu durum büyük ölçekli firmaların denge teorisine yakın davrandıklarını göstermektedir.

4.2.6. Fon Kaynaklarının Vadesine Yönelik Tercih

Fon kaynaklarının vadesine yönelik tutumlar, faiz oranlarındaki dalgalanmalara olan duyarlılığı anlamak açısından önemlidir. Bu soruyla firmaların varlıklar ile kaynakların zaman. uyumunu sağlayacak politika izleyip

izlenmedikleri anlaşılmaya çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 4'de gösterilmektedir.

Tablo 4. Fon Kaynaklarının Vade Yapısı Tercihi

| | A.O | S.S. | P Değ. |
|--|--------|--------|--------|
| KSB kullanımı (<1yıl) | 2,4027 | 1,5973 | 0,000 |
| OSB kullanımı (1-3yıl) | 1,5749 | 1,4640 | 0,000 |
| USB kullanımı (3-5>) | 1,1176 | 1,4131 | 0,000 |
| Varlıklar ile kaynaklarının zaman uyumunu sağlayan politika izlenmesi. | 1,9385 | 1,7510 | 0,994 |
| Kısa-Orta-Uzun süreli olarak politika izlenmesi. | 1,7139 | 1,6096 | 0,002 |
| Fon kaynağının vadesi önemli değildir. | 0,9198 | 1,4696 | 0,000 |

Ölçek değerleri: 0= Hiçbir zaman, 1= Çok az, 2= Orta, 3= Genellikle, 4= Daima

Firmaların verdikleri yanıtlara göre, kısa süreli borç (KSB) kullanımı (2,4027) en çok tercih edilen seçenek olarak ortaya çıkmıştır. Firmaların çoğunlukla kısa vadeli borçlanma yoluna gitmeleri, firmaların piyasa faiz oranlarındaki değişkenlikten kaynaklanan riski üstlenmek istemedikleri şeklinde yorumlanabilir. Diğer yandan ağırlığını Kobilerin oluşturduğu firmaların, düşük kredi değerliliği, teminat yetersizliği ve sermaye piyasası araçlarından yararlanma olanaklarının sınırlılığı nedenleriyle sadece KSB ile finansman sağlayabildikleri şeklinde de değerlendirilebilir. Firma ölçeği dikkate alınarak KSB ve USB kullanım tercihlerinin incelendiğinde, kobilerin (2,4641), büyük ölçekli firmalardan (2,1515) daha yüksek oranla KSB kullandıkları anlaşılmaktadır. Firmaların varlıkları ile kaynaklarının zaman uyumunu sağlayacak politika izleme durumları ise, büyük ölçekli firmalarda (2,1846) önem verilen bir durum olarak ortaya çıkarken, kobilerin (1,8856) bu konuya dikkat etmedikleri anlaşılmıştır.

Ayrıca büyük ölçekli firmalar, kısa-orta-uzun vadeli dengeli finansman yöntemini (2,3231) kullandıklarını belirtmişlerdir. Bu durum, varlıklara uygun kaynak oluşturma ve finansman kaynakları arasında çeşitlendirme yapma hedefinin firma ölçeği büyüdükçe arttığını göstermektedir. Graham&Harvey (2001) çalışmalarında, varlıklar ile kaynakların zaman uyumunu sağlayacak politikanın izlenmesini önemli bulmuş (2,60) ve küçük ölçekli firmaların bu konuya daha çok dikkat ettiklerini (2,69) belirtmiştir. Bu çalışmada ise, Graham& Harvey'in çalışmasından farklı olarak, varlıklar ile kaynakların zaman uyumunu sağlayacak politika izlenmesi konusunu büyük ölçekli firmaların daha önemli buldukları saptanmıştır.

Fon kaynağının vadesinin belirlenmesinde etkili olan faktörlere ilişkin elde edilen veriler Tablo 5'de gösterilmektedir.

Tablo 5. KSB ve USB Tercihini Etkileyen Faktörler

Fon kaynağının vadesinin belirlenmesinde etkili olan faktörler, firmaların piyasa faiz oranlarına duyarlılıklarını ve olası kötü durum senaryolarına verdikleri önemi göstermektedir. Araştırma konusu firmalar, KSB'nin faiz oranlarının, USB'nin faiz oranlarından düşük olduğu zaman KSB kullanma seçeneğini önemserken, piyasa faiz oranlarının düşme beklentisini daha az önemli bulmuşlardır. Yeniden borç sağlama riskini azaltmak için USB kullanılması ve asgari finansman dengesinin sağlanmasını ise önemli bulmamışlardır. Bu sonuçlar, piyasa faiz oranlarının sermaye yapısı kararlarında etkili olduğunu göstermektedir.

Firmaların USB kullanma nedenlerinden birisi de kötü zamanlarda yeniden finansman durumunda kalmamaktır. Böyle bir tercih gelecek dönemlerde etkin nakit yönetimi gereksinimini azaltmaktadır. Ankete katılan firmaların USB kullanımına

yönelik tutumlarının çok düşük olması, etkin nakit yönetimi yapmalarının bir gereksinim olduğunu ortaya çıkartmaktadır.

4.2.7 Firmanın Borçlanma Oranı ve Endüstrinin Ortalama Borçlanma Oranı İlişkisi

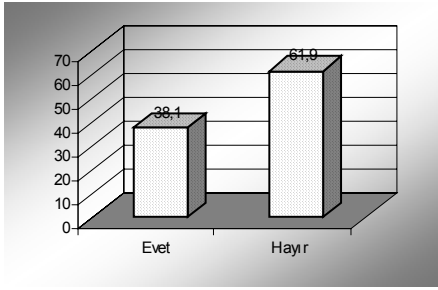
Aynı endüstride bulunan firmaların, varlık yapısı, üretim şekli ve nakit akımlarının birbirine yakın olması nedeniyle borçlanma oranları benzerlik göstermektedir. Firmaların borçlanma oranlarının, buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranına uyum gösterip göstermediği, kredi veren kuruluşlar açısından önemlidir. Endüstri ortalamasından yüksek oranda borçlanma oranına sahip olan firmalar, açısından daha riskli olarak nitelendirilmektedir. Firmalardan elde edilen veriler Şekil 4'de gösterilmiştir.

Borçlanma oranı endüstrinin ortalama borçlanma oranı ile aynı olanların oranı %38,1 iken, farklı olanların oranı %61,9 olarak belirlenmiştir. Bu iki oran

| | A.O | S.S | P Değ. |
|---|--------|--------|--------|
| KSB'nin faiz oranı, USB'nin faiz oranından düşük olduğu zaman KSB alınması. | 2,2764 | 1,6334 | 0,002 |
| Piyasa faiz oranlarının düşmesi beklendiği durumlarda KSB alınması. | 1,2337 | 1,4103 | 0,000 |
| Yeniden borç sağlama riskini azaltmak için USB kullanılması. | 0,9457 | 1,3091 | 0,000 |
| Dönen varlıkları KSB ile Duran varlıkları USB ile finansmanı | 0,9429 | 1,3809 | 0,000 |

arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 4'ün testi için z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi reddedilerek, ortalama borçlanma oranı bulunduğu endüstrinin ortalamasına eşit olan firmaların oranı, eşit olmayanların oranından daha küçüktür hipotezi kabul edilmiştir ($p: 0,000$). Bu sonuç, Allen'nın (1991) çalışmasını desteklememektedir.

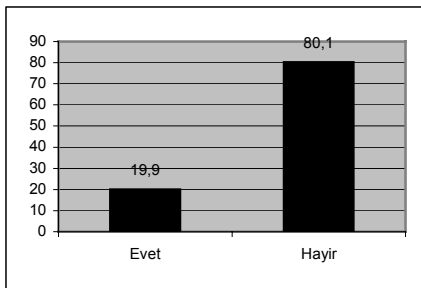
Şekil 4. Firmaların Borçlanma Seviyesi ve Endüstrinin Ortalama Borçlanma Seviyesi



4.2.8 Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği

Finansal hiyerarşi teorisine göre, kar eden firmaların dış fon kaynağına ihtiyacı olmayacaktır. Bu nedenle zorunlu kalmadıkça yani, iç kaynaklar yetersiz olmadıkça dış fon kaynağı kullanmayacaklardır. Dolayısıyla ankete katılan firmaların borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak istememeleri finansal hiyerarşi teorisine olan uyumu gösterecektir. Firmalardan elde edilen yanıtlar Şekil 5'de gösterilmiştir.

Şekil 5. Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği



Borçlanma maliyetinin etkilenmemesi koşuluyla daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı %80,1 iken, daha fazla borçlanmak isteyenlerin oranı %19,9 olarak elde edilmiştir. Bu iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 5'in testi için z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi reddedilerek, borçlanma maliyetinde değişiklik olmaması halinde daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı, daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranından yüksek olduğu anlaşılmıştır ($p: 0,000$). Bu sonuçlar Allen'nın (1991) aynı faiz oranı

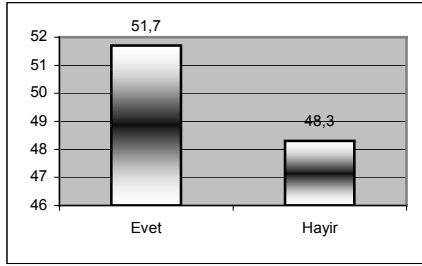
üzerinden daha fazla borçlanma talebinde bulunan firmaların oranını %78 olarak bulması ile uyum göstermemektedir. Bu sonuç, örnekleme oluşturan firmaların finansal hiyerarşi teorisine olan uyumunu göstermektedir.

Aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istenmemesi, borç kullanım miktarında aşırıya kaçılmak istenmemesinden kaynaklanmaktadır. Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerden firmanın piyasadaki itibarının korunması konusuna verilen önem (2,0931) ile firmaların aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istememeleri arasında bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Firmalar, borçlanma oranları yüksek olması halinde piyasa itibarlarının zedeleneceğini düşünmektedirler. Ayrıca, genel ekonomik yapıda olabilecek dalgalanmalarda, sıkıntı yaşamamak ve ele geçirme hedefi olmamak için daha fazla borçlanmak istemedikleri düşünülmektedir.

4.2.8 İhtiyat Amacıyla Boş Borç Kapasitesi Bulundurma

İhtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurma isteği, gelecek dönemlerde finansal esnekliğin sağlanmasına verilen önemi göstermektedir. Bu durum, firmaların geleceği düşünen, ihtiyatlı firmalar olmalarından kaynaklanmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmaların boş borç kapasitelerinin bulunması kredi değerliliğini arttırmakta ve piyasadaki menkul kıymetlerin satışını kolaylaştırmaktadır. Buna göre, firmaların boş borç kapasitesi bulundurmamak istemeleri finansal hiyerarşi teorisine olan uyumu göstermektedir. Firmalardan elde edilen veriler Şekil 6'da gösterilmektedir.

Şekil 6. İhtiyat Amacıyla Boş Borç Kapasitesi Bulundurma



Elde edilen iki oran arasındaki farkın karşılaştırılması amacıyla geliştirilen Hipotez 6'nın testi için z testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre, H_0 hipotezi kabul edilerek, boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranı ile boş borç kapasitesi bulundurmayan firmaların oranı arasında fark yoktur sonucu kabul edilmiştir ($p:0,2543$). Bu sonuç, finansal hiyerarşi teorisinin desteklenmediği

şeklinde yorumlanabilir. Bu sonuç, Allen (1991) çalışmasını destekler niteliktedir.

5. Teoriler ile Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

Finansal hiyerarşi teorisi ile denge teorisinin sermaye yapısı kararlarına ilişkin farklı öngörülleri vardır. Mersin ve Adana illerinde yer alan sanayi işletmelerin davranışlarının her iki yaklaşımda belirtilen faktörlere uyum düzeyi belirlenmeye çalışılmıştır. Firma davranışlarından söz konusu öngörüllere uyumlu olanlar (+) işareti ile uyumlu olmayanlar (-) işareti ile belirtilmiştir. Denge teorisine ilişkin sonuçlar Tablo 6'da, finansal hiyerarşi teorisine ilişkin sonuçlar Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 6. Denge Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

| Denge Teorisi (Trade off Theory) | Anket Çalışmasının Sonuçları |
|--|--|
| Firmaların önceden belirlenmiş hedef borçlanma oranları vardır. Hedef borçlanma oranları, büyük ölçekli firmalarda, kobilere oranla daha katı olarak uygulanmaktadır. | -Firmalardan %76,6'sının hedef borçlanma oranlarını olmadığı anlaşılmıştır. -Firmaların hedef borçlanma oranlarına yönelik tutumlarının esnek veya katı olması yönünden, kobiler ile büyük ölçekli firmalar arasında fark olmadığı anlaşılmıştır. |
| Firmaların ortalama borçlanma oranı, buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranı ile uyum gösterir. | -Firmalardan %61,9'unun ortalama borçlanma oranları ile endüstri ortalaması uyum göstermemektedir. |
| Piyasa faiz oranlarının seviyesi borçlanma politikaları üzerinde önemli bir faktördür. | +Piyasa faiz oranlarının düşük olması borçlanma üzerinde önemli bir faktördür. |
| Borç kullanımının vergi avantajı, borç kullanma politikasını etkileyen önemli faktörlerden birisidir. Hissedarların ödedikleri gelir vergileri, borçlanma üzerinde önemli bir faktördür. | -Borçlanmanın sağladığı vergi avantajı, borçlanma politikası üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmemiştir. Hissedarların ödedikleri gelir vergileri, borçlanma üzerinde önemli bir faktör değildir (0,4814). |
| Finansal sıkıntı ve iflas riski, borçlanma politikasında önemli bir faktördür. | -Finansal sıkıntı ve iflas riski borçlanma üzerinde önemli bir faktör değildir (1,7074). |
| Firmanın satışları ve nakit akımlarındaki düzenlilik borçlanma politikasında önemli bir faktördür. | -Satışlar ve nakit akımlarındaki düzenlilik borçlanma üzerinde önemli bir faktör değildir. |
| Borç edinmenin getirdiği işlem maliyeti borçlanma politikasında etkili bir faktördür. | -İşlem maliyetleri borçlanma politikalarında önemli olarak değerlendirilmemiştir. |

Tablo 7. Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

| Finansal Hiyerarşi Teorisi(Pecking Order Theory) | Anket Çalışmasının Sonuçları |
|--|------------------------------|
|--|------------------------------|

| | |
|--|--|
| Firmalar, fon kaynakları arasından seçim yaparken, iç kaynakları, daha sonra tahvil ve melez borçlanma araçlarını ve en son olarak hisse senedi şeklindeki finansal hiyerarşiyi takip ederler. | +Firmaların fon kaynakları arasından yaptıkları tercih sıralaması, iç fon kaynakları, iç ve dış fon kaynaklarının karışık kullanılması, dış fon kaynakları olarak şekillenmiştir. |
| Firmalar iç kaynakları yetersiz olması halinde dış fon kaynağını kullanırlar. Küçük ölçekli firmalar iç kaynaklarının yetersiz olması halinde büyük firmalara oranla daha fazla borç kullanırlar. | +İç kaynakların yetersiz olması borçlanma politikalarında önemli (2,3740) bir faktör olarak değerlendirilmiştir. +Küçük ölçekli firmalar borçlanma politikalarında iç kaynakların yetersiz olmasını önemli olarak belirtirken, büyük ölçekli firmalar normal olarak değerlendirmişlerdir. |
| Firmalar, finansal esnekliği sağlamak amacıyla dış fon kaynaklarına yönelirler. | +Finansal esnekliğin sağlanması borçlanmayı etkileyen önemli bir faktör olarak değerlendirilmiştir |
| Firmalar, finansal esnekliği sağlamak amacıyla boş borç kapasitesi bulundurulurlar. | -Firmaların %51,7'si boş borç kapasitesi bulundurmaktadırlar. |
| Firmaların belirlenmiş bir hedef borçlanma oranları yoktur. | +Firmalardan %76,6'sının hedef borçlanma oranlarını olmadığı anlaşılmıştır. |
| Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması borçlanma politikası üzerinde önemli bir faktördür. | +Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması borçlanma üzerinde önemli bir faktör olarak görülmüştür. |
| Firmalar aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istemezler. | +Ankete katılan firmaların %80,1'i daha fazla borçlanmak istemediklerini belirtmişlerdir. |
| Firmalar, büyük genişleme yatırımlarında öncelikli olarak iç kaynakları kullanılmakta bunun yetersiz olması halinde dış fon kaynağı kullanılmaktadır. | +Firmaların son üç yıl içerisinde yaptıkları yatırımlar, öncelikle Özsermaye daha sonra borç ve özsermaye bileşimi şeklinde finanse edilmiştir. |

6.Sonuç

Sermaye yapısı kararları firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve gelişmeleri açısından önemle üzerinde durulması gereken bir konudur. Son yıllarda yaşanan ekonomik, sosyal ve teknolojik gelişmeler, firma değeri maksimizasyonu amacının tüm işletmeler tarafından benimsenmesiyle birleştirildiğinde, sermaye yapısı kararlarının stratejik önemi artmıştır. Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren sınai işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin uygulamada nasıl şekillendiği açıklamak ve firmaların bu konuda sergiledikleri davranışların uyumlu olduğu teoriyi belirlemek amacıyla yapılan anket çalışmasının sonuçları aşağıda özetlenmiştir:

1. Firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmadığı, fon kaynağı seçiminde çoğunlukla iç fon kaynaklarının tercih edildiği anlaşılmıştır.

2. Borçlanma politikasında, iç kaynakların yetersiz olması, finansal esnekliğin sağlanması, firmanın piyasadaki itibarının korunması ve piyasa faiz oranlarının düşük olması önemli faktörler olarak değerlendirilmiştir.

3. Çoğunlukla kısa vadeli borçlanma araçlarını tercih edilmekte, orta ve uzun vadeli borçlanma araçları daha az kullanılmaktadır.

4. Firmaların borçlanma oranlarının buldukları endüstrinin ortalama borçlanma oranından farklı olduğu ve borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmasa bile daha fazla borçlanmak istemedikleri anlaşılmıştır.

5. Firmalar, genel ekonomik durumda borçlanmayı avantajlı hale getirecek değişimlerin olması durumunda bile daha fazla borçlanmak istememektedirler. Bu durum, firmaların borçlanmanın yararları hakkında bilgi sahibi olmadıklarını düşündürmekte, zorunlu kaldıkları durumlarda borçlanma yoluna gittiklerini göstermektedir.

Örnekleme oluşturan firmaların büyük çoğunluğunun kobilerden oluşmasının sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir. Başlangıçta kişisel sermayeleri ile kurulan bu tür firmaların uzun süreli borçlanma konusunda sıkıntı yaşamaları ve sermaye piyasasından yararlanma olanaklarının sınırlılığı, finansman ihtiyaçlarını iç kaynaklarla karşılamalarına neden olmaktadır. Büyük ölçekli firmalar, fon

kaynakları arasındaki tercihleri, daha fazla borçlanma konusundaki isteksizlikleri ve hedef borçlanma oranına sahip olmamaları konularında kobilerle benzer davranışlar göstermektedirler. Ancak, büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarından yararlanma olanaklarının daha fazla olmasına karşın, hisse senedi ile finansman yoluna gitmemeleri dikkat çekici bir durumdur.

Elde edilen bulgulara göre, Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarının büyük oranda finansal hiyerarşi teorisine uyum gösterdikleri anlaşılmıştır. Sermaye yapısı oluşturulurken öncelikli olarak iç kaynakların tercih edilmesi, hedef borçlanma oranlarının olmaması, finansal esnekliğin önemsenmesi ve borçla finansman konusunda ihtiyatlı davranılması, örneklemi oluşturan firmaların davranışlarını finansal hiyerarşi teorisine yaklaştırmaktadır.

Denge teorisi ise, piyasa faiz oranlarının düşük olmasının borçlanma politikaları üzerinde önemli bir faktör olarak değerlendirilmesi dışında destek bulamamıştır. Özellikle firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmamaları, borçlanmanın sağladığı vergi avantajının, finansal sıkıntı ve iflas riskinin satışların ve nakit akımlarının düzenliliğinin finansman politikalarında önemli bir faktör olarak değerlendirilmemesi denge teorisinden önemli sapmalardır. Firmaların genel olarak borçla finansman konusundaki isteksizlikleri, borçlanmanın faydaları ile finansal sıkıntı ve iflas riskinin dengelenmesini temel alan denge teorisinden farklılaşan tutumları açıklayıcı niteliktedir.

Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri, gelişmeleri ve uluslararası piyasalarda rekabet avantajı elde edebilmeleri için, sermaye yapısı kararlarının stratejik öneminin fark edilmesi ve buna uygun davranılması

gerekmektedir. Tüm finansman seçeneklerinin avantaj ve dezavantajlarının değerlendirilerek optimal sermaye yapısı hedefinin oluşturulması ve bu kararlar verilirken bilimsel yöntem ve tekniklerin uzman personel tarafından yürütülmesi, işletmeler açısından belirlenen diğer gerekliliklerdir. Bunun yanı sıra, makro ölçekli düzenlemeler yapılarak, tüm firmaların özellikle de kobilerin para ve sermaye piyasalarından etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlayacak koşulların oluşturulmasının da gerekli olduğu sonucuna varılabilir.

Kaynakça

- Akgüç, Öztin (1998); *"Finansal Yönetim"*, Avcıol Basım, 7. Baskı, İstanbul.
- Allen, D.E. (1991); "The Determinants of The Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective", *Australian Journal of Management*, 16, 2, December, pages 103-127.
- Benninga Z. Simon; H.Sarıg, Oded (1997); *"Corporate Finance: A ValutioApproach"*, McGraw-Hil Companies, USA.
- Ceylan, Ali (2001); *"İşletmelerde Finansal Yönetim"*, Ekin Kitabevi Yayınları, 7.Baskı, Bursa.
- Graham, John R.; Campbell R., Harvey (2001); "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From The Field", *Journal of Financial Economics*, 60, Pages 187-243.
- Modigliani, Franco; Merton, Miller (1963); "The Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.", *The American Economic Review*, 53-3, June, Çeviren: Cengiz Erol; *"Finans Teorisinin Temel Makaleleri"*, SPK Yayınları, Yay. no:124, 1. Baskı, Ankara.
- Myers, Stewart C.; Nicholas S., Majluf (1984); "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, Pages 187-221
- Pinegar, J. Michael; Lisa, Wilbricht (1989); "What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey", *Financial Management*, Winter.
- Ross, A Stephen; W.Randolph, Weskerfield; Jeffrey, Jaffe (2002); *"Corporate Finance"*, McGraw Hill Company, 6th. Edition.

Çin'in Yükselişi - 4

Yabancı sermaye girişi son yirmi yılda altmış kat artarak yılda 63 milyar dolara ulaştı. 600.000 adet yabancı sermayeli şirket var. İhracatın yarısını bunlar gerçekleştiriyor. Toplam sermayeleri 692 milyon dolar, ödedikleri vergi 101,9 milyar dolar. Bu tutar, Çin'in yıllık vergi gelirinin % 21,1'i. Çin'in diğer ülkelerdeki toplam yatırımı 11,3 milyar dolar (2005). Çin'in döviz rezervi 1 trilyon doların üzerinde tahmin ediliyor. Yeni teknoloji ve ar-ge giderleri son beş yılda 10 milyar dolardan 25 milyar dolara yükseldi.

2008 Yılı Kasım ayında Pekin 48 Afrika ülkesi liderinin zirvesine ev sahipliği yaptı. Başkan Hu Jintao 2007 Şubat ayında üçüncü Afrika turunu tamamladı. Çin, doğal kaynaklarına önem verdiği Afrika'ya 5,5 milyon dolar yardım taahhüt ederken, ABD ve Fransa'dan sonra üçüncü sırada yer aldı.

(Radikal gazetesi, 7 Nisan 2007)