

ASİMETRİK BİLGİ ORTAMINDA YABANCI KAYNAKLARIN VADE YAPISI VE ÇEŞİTLİ FİNANSAL DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Yard.Doç.Dr. Mehmet ŞEN*

Akdeniz Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

ABSTRACT

This study aimed to investigate whether there is a relation between the firms' varied financial ratios, and their long and short term bank loan usages. To investigate this relation these ISE traded firms were divided into three groups; firms preferring long term loans, firms preferring short term loans, and firms preferring no loans. Through the analysis between these groups it is concluded that firms use these preferences as a tool to indicate their future expectations to the market.

Key Words: Asymmetric information, signaling models, banks loan, financial ratios, ISE, Turkey

ÖZET

Çalışmada işletmelerin farklı finansal oranları ile kısa ve uzun vadeli banka kredi kullanımları arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla İMKB'de işlem gören işletmeler uzun vadeli banka kredilerini tercih edenler, kısa vadeli banka kredilerini tercih edenler ve kredi kullanmayanlar olarak üç gruba ayrılmıştır. Üç grup arasında yapılan analizler sonucunda işletmelerin borç vade tercihlerini, gelecekle ilgili beklentilerini piyasaya aktarma aracı olarak kullandıkları belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Asimetrik bilgi, sinyal modelleri, banka kredileri, finansal oranlar, İMKB, Türkiye.

* Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F.

GİRİŞ

İşletme finansmanına ilişkin yapılan çalışmalar içerisinde önemli bir yere sahip olmakla birlikte, üzerinde kesin bir uzlaşmanın sağlanamadığı çalışma konularından birisi sermaye yapısı kararlarıdır. Sermaye yapısının oluşturulmasına ilişkin kararların, işletmenin piyasa değerine etkisinin ele alındığı çalışmalarda geleneksel olarak iki farklı yaklaşım söz konusudur. Bu yaklaşımlardan birisi Modigliani- Miller'in "ilintisizlik" yaklaşımıdır. Modigliani-Miller, etkin sermaye piyasası koşullarında ve vergisiz bir dünyada, bir işletmenin sermaye yapısına ilişkin tercihlerinin söz konusu işletmenin piyasa değerini etkilemeyeceğini öne sürmektedirler. Diğer yaklaşım ise ağırlıklı olarak varsayımlarını, "Modigliani-Miller dünyasını" ve bu dünyaya ilişkin temel varsayımları "gerçek dünyaya" yaklaştırmayı amaçlayan çalışmalar niteliğindedir. Çağdaş finans literatüründe yer alan bu çalışmalarda, vergi, iflas maliyetleri, temsil maliyetleri ve bilgi farklılıkları gibi nedenler ile işletmeler açısından bir optimal sermaye yapısının var olduğu ve sermaye yapısının oluşumuna ilişkin tercihlerin işletmenin piyasa değerini etkileyeceği vurgulanmaktadır (Durukan, 1997,76).

Sermaye yapısına ilişkin yapılan çalışmalarda genellikle işletmenin ne oranda borç ve öz kaynaklarla finanse edileceği üzerinde yoğunlaşarak optimal sermaye yapısına ulaşılmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte bir işletmenin kullandığı yabancı kaynakların niteliğinin de söz konusu işletmenin sermaye yapısını dolayısıyla piyasa değerini etkileyebileceği üzerinde çok fazla durulmamıştır. Borçlanılan kaynağa ve borcun vadesine bağlı olarak borçlanma maliyetlerinin farklılaşabilmesinin sermaye yapısı kararları içerisinde dikkate alınması gereken bir özellik olduğu gözden uzak tutulmamalıdır.

Çalışmamızda, ülkemiz koşullarında işletmelerin kullandıkları yabancı kaynakların ağırlıklı olarak bankacılık sisteminin kullandığı kredilerden oluşması nedeniyle, işletmelerin kullandıkları banka kredilerinin vade yapıları ile işletmeye ilişkin çeşitli finansal parametreler arasındaki ilişkinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Kredilendirme kurumu olarak bankaların, kendilerinden kredi talebinde bulunan işletmelerin izlenmesi ve değerlendirilmesi konularında uzmanlaşmış oldukları varsayılmaktadır. Bankaların sıralanan özellikleri dikkate alınarak işletme borçlarının borcun kaynakları itibarıyla ayrılması temelinde gerçekleştirilecek bu çalışma, Johnson(1991)'un çalışması ile uyumludur.

Çalışmada öncelikle işletmelerin kullandıkları yabancı kaynakların vade yapısını etkileyen faktörler üzerinde durulacak, ikinci kısımda çalışmada izlenen yöntem ve kullanılan parametrelere ilişkin açıklamalara yer verilecektir. Üçüncü kısımda ise ulaşılan sonuçlar, benzer konuda yapılmış diğer çalışmaların sonuçları ile karşılaştırılacaktır.

1. YABANCI KAYNAKLARIN VADE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalarda borç fonların vade yapısının yeterince ele alınmamış olmasının temel nedeni olarak, borçlanma vadesine ilişkin tercihlerin işletme değerini nasıl etkilediğinin yeterince açık olmaması ileri sürülebilir. Fakat bu konuda çağdaş finans literatüründe yer alan çalışmaların hareket noktalarının piyasada yatırımcılar ve işletme yöneticileri arasındaki asimetrik bilgi olgusuna dayanıyor olması, bu belirsizliğin temel nedeninin de asimetrik bilgi konusuna yaklaşımdan kaynaklanıyor olduğunun göstergesidir. Piyasa katılımcıları arasında asimetrik bilgi olgusunun söz konusu olmadığı durumda, borçlanma vade yapısına ilişkin tercihlerin işletmenin piyasa değerini etkilemeyeceği öne sürülmektedir ki bu durum Modigliani ve Miller'in ilintisizlik yaklaşımı ile uyumludur. Ancak piyasa katılımcıları arasında asimetrik bilgi olgusunun geçerli olduğu varsayımından hareket eden çalışmaların hemen hepsinde borçlanma vadesine ilişkin tercihlerin işletmenin piyasa değerini etkileyeceği vurgulanmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmalarını bir birinden ayıran nokta, söz konusu etkinin işletmeye özgü koşullardan kaynaklanan vade tercihinden veya işletme yönetiminin işletmenin geleceğine ilişkin sahip olduğu bilgileri piyasaya aktarma aracı olarak borçlanma vade tercihini kullanmasından mı kaynaklandığına ilişkindir.

Borçlanmada vade yapısının belirlenmesine yönelik teorik yaklaşımların iki grupta sınıflandırılması mümkündür (Megginson,1997,180): (1)Kontrat maliyeti modelleri, (2)Sinyal modelleri.

1.1. Kontrat Maliyeti Modelleri

Kontrat maliyeti modelleri, borçlanmaya gidecek olan bir işletmenin borç vadesine ilişkin tercihinde işletme varlıklarının, işletmenin faaliyet alanının ve sahiplik yapısının etkili olacağını öngörür. Bu konuda Myers(1977)'in yapmış olduğu çalışmada, borç vade yapısına ilişkin tercihlerin sermaye yetersizliği sorununu giderebileceği ileri sürülmektedir (Barclay, 1995, 610). Çalışmada sermaye yetersizliği sorunu, bazı kârlı projelerin hissedarlara yeterli bir kazanç vaat etmediği durumlarda hissedarların söz konusu projelerin gerçekleştirilmesi konusunda isteksiz davranmaları olarak ele alınmakta olup, bu soruna yol açan neden olarak da yapılan borçlanmaların vadesinin projeden sağlanacak kazançların elde edilmesinden önce dolması nedeniyle hissedarların projeden elde edebilecekleri kazançların tamamına yakın bir bölümünü borç verenlere ödemek zorunda kalmaları gösterilmektedir. Myers, sorunun çözülmesine yönelik olarak varlık ve yükümlülüklerin vade yapılarının eşleştirilmesini (matching) önermektedir(Megginson,1997,180). İşletme borçlarının vade yapılarına ilişkin Myers'in önermiş olduğu bu çözüm, yalnızca maddi duran varlıkların vade yapılarının dikkate alınmasını değil, maddi olmayan duran varlıkların da bu yapıyı etkileyeceğini de içermektedir.(Barclay, 1995, 611). Sermaye yetersizliği sorununun çözümüne yönelik olarak işletmelerin yüksek güvencelerle borçlanmaya gitmeleri de mümkündür. Yüksek güven-

celerle yeni yatırım projelerinin finanse edilmesi, hissedarlardan mevcut borç sahiplerine servet transferlerini sınırlayacak ve hissedarların bu projelerden vazgeçme eğilimini azaltacaktır. Ancak, yüksek güvenceli borçlar işletmenin yüksek büyüme olanakları, varlıklarının pazarlanabilirliğinin yüksekliği ve iş riski gibi özellikleri ile ilişkilidir (Chen, Jen, Choi, 1999,6).

İşletmenin iflası halinde kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar aynı öncelik hakkına sahip olsalar bile iflas harici durumlarda kısa vadeli borçlar daha yüksek önceliğe sahip olacaklar, çünkü, daha önce ödeneceklerdir. Bu nedenle, yeni yatırım projelerinin finansmanı için kısa vadeli borçlanmaya gitmek sermaye yetersizliği sorununu çözmeye yönelik olarak güvenceli borç ihraç etmeye benzer bir şekilde potansiyel kazançlar sağlayacaktır. Küçük işletmeler genellikle kısa vadeli banka borçlanmalarına yönelirken, büyük işletmeler kolaylıkla uzun vadeli borçlanma araçları çıkarabilmektedirler.

1.2. Sinyal Modelleri

Finansal piyasalarda asimetrik bilginin varlığı kabul edilen bir olgudur. Bunun nedeni ise, finansal piyasalara borç fon bulmak üzere çıkan bir işletmenin durumuna ilişkin en doğru bilgilerin, kreditorler tarafından değil krediyi kullanacak işletme yöneticileri tarafından bilindiği gerçeğidir. Böylelikle işletme yöneticilerinin işletmenin durumuna ilişkin işletme dışına yansıttığı bilgilerin, işletmenin gerçek durumunu değil, kreditorlerin işletmeye borç fon kullanırmak için aradıkları bilgileri içermesi mümkündür. Yöneticilerin, işletmenin gerçek durumuna aykırı bu tarz bir bilgi aktarım yöntemi uygulama olasılığının olması, borç verenler açısından ters seçim ve moral aşınması riskini beraberinde getirmektedir (Nisacın, 1992,165).

Ters seçim riski kreditorlerin, borç fon kullanmak üzere finansal piyasalara çıkan işletmelerden durumu gerçekten yabancı kaynak kullanmaya elverişli olan işletme yerine gerçek durumu bilinse borç verilmeyecek olan işletmeye borç fon kullanılarak kaynaklarını riske atmaları ile ilgilidir. Moral aşınması riski ise, kullanılan kaynakların borçlanıcı işletme tarafından aşırı riskli alanlarda ya da toplam riski yükseltecek şekilde kullanılmalardır.

Belirtilen her iki riskten korunmak amacıyla gerek finansal piyasaların bütünü açısından ve gerekse tek tek borç sözleşmeleri itibarıyla düzenleyici ve kısıtlayıcı önlemlerin geliştirilmesi mümkün olsa da, işletme yönetimlerinin asimetrik bilgi olgusunu, aldıkları finansal kararlar yoluyla kullanma eğiliminde olup olmadıklarının belirlenmesi önemlidir. Böylelikle, eğer finansal kararlar bir bilgi aktarım aracı olarak kullanılıyorsa, söz konusu işletmenin durumuna ilişkin piyasaya aktarılan bilgilerin doğruluğu ve piyasa tarafından algılanış şekli, finansal piyasaların işleyişi ile ilgili çalışmalarda göz ardı edilemez.

Finansman kararları çerçevesinde değerlendirilebilecek borç vade yapısına ilişkin kararları etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgili çalışmalardan bir grubu, borçlanıcıların kredi değerlilikleri hakkında daha fazla bilgiye sa-



hip olmaları halini ele alan çalışmalardır. Literatürde çalışmalar, sinyal modelleri veya ters seçim modelleri adı altında açıklanmaktadır.

Modeller borç vade seçiminin, yöneticiler ve işletme dışındaki yatırımcılar arasındaki asimetric bilgi derecesi ile ilişkili olduğunu ileri sürmektedirler. Sinyal modellerine göre, işletmenin geleceğine ilişkin daha fazla bilgiye sahip olan yöneticiler, sahip oldukları bilgileri işletme dışındaki yatırımcılara aktarma aracı olarak borçlanma vade yapısı tercihlerini kullanabileceklerdir.

Bu konu ile ilgili Flannery ve March(1986)'ın çalışmasında, güçlü işletmelerin yöneticilerinin zayıf işletmelerin yöneticilerinin aksine daha çok kısa vadeli borçlanmayı tercih edecekleri ileri sürülmektedir. Güçlü işletmelerin yöneticileri kısa vadeli borçlanmaya giderek işletme hakkında daha fazla bilginin piyasaya ulaşması sonrasında borçların yeniden finanse edilememesi riski ile karşı karşıya kalabileceklerdir. Geleceğe ilişkin beklentileri daha düşük seviyede olan işletme yöneticileri ise bu riski almaya isteksiz olacaklar ve uzun vadeli borçlanmayı tercih edeceklerdir. Flannery ve March, menkul kıymet ihracının maliyetli olması nedeniyle zayıf işletmelerin uzun vadeli borçlanmaya gideceklerini ve daha güçlü işletmelerin ise kısa vadeli borçlanmaya gideceklerini açıklamıştır (Flannery, March, 1986, 36). Asimetric bilginin varlığı durumunda ise hisse senedi fiyatlarının yeni borçlanmaların vadesine göre tepki vermesi beklenir. İşletme hisse senetlerinin piyasa değeri, borçların ortalama vade yapısının kısılması durumunda yükselmelidir. Kısa vadeli borçlar düşük fiyatlamaya daha az duyarlı olduğundan işletmeler, vade yapısı daha kısa olan bir borçlanmaya gittiklerinde yükümlülüklerinin düşük fiyatlandırılmasını tercih ederler. Yapılan çalışmalarda, kısa vadeli borçlanan işletmelerin borçlanma duyurusunu takiben, hisse senetlerinin getirisinde bir artış gözlemlendiği ve kazançlarda beklenmeyen artışlar olduğu tespit edilmiştir (Guedes-Opler, 1996, 1815).

Vade yapısının tercihine ilişkin geliştirilen sinyal modellerinden birisi de Diamond modelidir. Diamond(1991)'in çalışmasında da Flannery'in çalışmasına benzer bir değerlendirme yapılmaktadır. Diamond, borç vade yapısının seçimini, borçlanıcının kısa vadeli borçlanma konusundaki istekliliği ve kısa vadeli borçlanma konusunda ortaya çıkabilecek likidite riski arasında bir ilişki olarak ele almıştır. Çalışmada, gelecekteki kazançlarına ilişkin yeterli bilgi elde edilebilecek işletmelerin kısa vadeli borçlanmayı tercih edecekleri ileri sürülmektedir (Diamond, 1991, 710). Ancak, kısa vadeli borçlanma işletmeleri büyük ölçüde likidite riskiyle karşı karşıya bırakacaktır. Çalışmada likidite riski, borç verenlerin kendilerine olumsuz bir bilginin ulaşması halinde borcu uzatma konusunda isteksiz olmaları durumu olarak ele alınmaktadır. Bu durumda, kredi değerliliği yüksek işletmeler kısa vadeli borçlanmaya gideceklerdir. Çünkü bu işletmeler için yeniden borçlanma riski düşük olacaktır. Kredi değerliliği daha düşük olan işletmeler yeniden borçlanma riskini azaltmak için uzun vadeli borçlanmayı tercih ederler. Bu modelde, yüksek derecelenmiş işletmeler kısa vadeli borçlanmayı tercih edeceklerdir. Diamond'a göre, kısa vadeli borçlanma işletme yönetimi açısından likidite riskini artıracak olup artan likidite riski nedeniyle finansman maliyetlerinin yeni bilgiye duyarlılığı

artacaktır. Güçlü işletmelerin kısa vadeli borçlanmaya gitme nedeni de budur. Model, kısa vadeli borçlanmanın uzun vadeli borca başlangıç olacağını öngörmekte ve uzun vadeli borçlanmanın ilave başlangıç borçlanmasına(kısa vadeli borçlanma) olanak vereceğini öne sürmektedir(Diamond,1993,48).

Guedes ve Opler(1996)'ın çalışmasında da uzun vadeli borçlarla getiri si uzunca bir süreyi alan varlıklar finansle edilerek likidite riskinin azaltılabileceği belirtilmektedir. Böylelikle borçların vade yapısı ile varlıkların vade yapısı denkleştirilmiş (match) olacaktır(Guedes, Opler,1996,1814).

Finansman kararlarının bir işletmenin piyasa değeri ile ilişkisiz olduğu da varsayılabilir. Bu konuda yapılan çalışmaların çoğu, işletme içindekiler ve piyasa katılımcılarının, gerçek yatırım kararlarından elde edilebilecek getirilerin dağılımına ilişkin tüm elde edilebilecek bilgiyi paylaşacaklarını varsayar. Bu durumda, içeridekiler ve dışarıdakiler olası finansal değişmelerin değerine ilişkin olarak aynı fikirdedirler ve menkul kıymetin denge fiyatı, işletmeyi alternatif finansman planları karşısında kayıtsız yapar. Bununla birlikte, piyasanın sahip olduğu bilgi tam bilgi değilse (içeridekilerin bilgisine kıyasla), farklı gerçek değere sahip işletmeleri, dışarıdakiler birbirinden ayırt edemeyeceklerdir.

2. Çalışmada İzlenen Yöntem

İşletme borçlarının vade yapısını etkileyen faktörlerin ele alındığı çalışmalarda bir işletmenin sahip olduğu yabancı kaynakların temelde para ve sermaye piyasalarından elde edilebileceği öngörülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynakların elde edildiği para piyasalarının en önemli kurumu olan bankalardan işletmelerin fonlarının önemli bir kısmını sağladığı varsayılır. İşletmelerin yabancı kaynak gereksinimlerini karşıladıkları diğer bir piyasa ise genellikle uzun vadeli yabancı kaynak teminine yönelik olarak başvuru alan sermaye piyasalarıdır.

Yabancı kaynakların vade yapısını etkileyen faktörlerin belirlenmesine yönelik bir çalışmada esas itibarıyla araştırılan konu, işletmelerin sermaye piyasaları aracılığıyla uzun vadeli borçlanmaya gitmelerini ya da kısa vadeli olarak bankalardan borçlanmaya gitmelerini etkileyen faktörlerin neler olduğunun belirlenmesine ilişkin olmaktadır. Uzun vadeli borçlanma araçları ile sermaye piyasalarından fon temin edilmesi seçeneğine alternatif olarak kısa vadeli fon temin alanı olarak bankacılık sisteminin gösterilmesi, bankaların kendilerinden fon temin eden işletmelerin finansal durumlarını diğer kısa vadeli fon sağlayıcılara oranla daha iyi izleme olanağına sahip olmaları sonucunu çıkarmaktadır. Bu sonuç bankaların kullandırdıkları kredilerin işletmelerden elde edilecek bilgiler ile ilişkilendirilmesi açısından önem kazanmaktadır. Çalışmada bu nedenle borç seçeneği olarak banka kredileri ele alınmıştır.



3.1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Uzun vadeli finansal borçlar ve kısa vadeli finansal borçlar ile işletmenin çeşitli finansal oranları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla şu değişkenler kullanılmıştır;

- (1) Uzun vadeli banka borçlanması ve kısa vadeli banka borçlanması ile faiz ve vergi öncesi karlar arasındaki ilişkiyi belirlemeye dönük olarak FVÖK,
- (2) İşletmenin üretilen mal ve hizmetler üzerinden elde edilen net kar marjı (NKM),
- (3) İşletmenin mevcut borçlarını ve borç faizlerini ödeyebilme yeteneğinin bir göstergesi olarak borç servis oranı (BSO)
- (4) Yatırımcıların işletmenin geleceğine ilişkin beklentilerinin bir göstergesi olarak piyasa değeri/defter değeri oranı(PD/DD),
- (5) Mevcut varlıkların kullanımlarındaki etkinlik seviyesinin bir göstergesi olarak net satışlar/toplam varlıklar oranı (NS/TV),
- (6) İşletmenin yabancı kaynak kullanma seviyesine bağlı olarak farklılaşabilecek toplam varlıkların kârlılığı oranı (AKO),
- (7) İşletme ortaklarının işletmeye tahsis ettikleri öz sermayenin kârlılığı (ÖKO),
- (8) Bir işletmenin mevcut borçlarından kaynaklanan faizlerin kaç katını kazanabildiğinin bir göstergesi olarak faizi karşılama gücü (FKG).

1994-1999 dönemini boyunca her yıl için İMKB'nin elektronik ortamda yayınlamış olduğu bilgilerden hareketle işletmeler; kısa vadeli finansal borcu olmayanlar, uzun vadeli finansal borcu olmayanlar ve hiç finansal borcu olmayanlar şeklinde üç farklı grupta toplanmıştır. Yatırım ortaklıkları ve bankaların ele alınmadığı çalışmada işletmelere ilişkin kullanılan finansal değişkenler, her bir işletmenin İMKB'ye göndermiş olduğu finansal tablolar ve finansal tablo dipnot bilgilerinden alınmıştır. Ele alınan altı yıllık dönem içerisinde yıllar itibarıyla her bir gruba dahil edilen işletme sayısı ve her bir grup için dönemsel olarak toplam işletme sayısı tablo-1'de verilmektedir.

Tablo 1:

UVB	KVB	Finansal borcu			
Yıllar	Olmayanlar	Olmayanlar	Olmayanlar	TOPLAM	
1994	10	1	7	18	
1995	12	2	8	22	
1996	20	3	9	32	
1997	23	4	12	39	
1998	28	3	13	44	
1999	22	2	14	38	

Tablo-1'de görüldüğü gibi 1994-1999 döneminde oluşturulan üç grup içerisinde ağırlıklı olarak kısa vadeli finansal borç kullananlar en çok örnek işletmeyi içermektedir. İşletmelerin finansal borç kullanımı ve bu borçların vade yapısına ilişkin tercihleri ile ele alınan finansal değişkenler arasındaki ilişkiyi daha net görebilmek amacıyla, çalışmaya kısa ve uzun vadeli finansal borç kullanan işletmeler dahil edilmemiştir. Bunun bir sonucu olarak, işletme belirlemesi yapılırken her yıl için bilanço bilgileri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Bu nedenle belirli bir yılda bir gruba dahil edilen bir işletmenin daha sonraki yıllarda, oluşturulan gruplara ilişkin getirilen tanım gereği hiçbir gruba dahil edilmemiş olması ya da daha önceki yıllarda hiçbir gruba dahil edilmeyen bir işletmenin, gruplardan herhangi birine ilişkin getirilen tanımları karşıladığı yıl, söz konusu gruba dahil edilmiş olduğu belirtilmelidir.

3. Sonuç ve Değerlendirmeler

Ele alınan finansal göstergelerin uzun vadeli finansal borçları olmayan, kısa vadeli finansal borcu olmayan ve hiç finansal borcu olmayan işletme grupları için 1994-1999 dönemi ortalama değerleri Tablo-2'de verilmektedir. Tablo-2'de verilen kârlılık ölçümü ile ilgili oranların (FVÖK, AKO, ÖKO ve NKM) kısa vadeli banka kredisi kullanmayan finansal yapısında ağırlıklı olarak uzun vadeli banka kredilerine yer veren işletmeler için en yüksek olduğu görülmektedir. Buna karşılık hiç finansal borcu olmayan işletme grubu kârlılık oranlarının da ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanmaya giden işletme grubundan daha yüksek kârlılık oranlarına sahip olduğu görülmektedir. Bu durum, işletmelerin kârlılık seviyesi arttıkça uzun vadeli borçlanma eğiliminin de arttığının bir göstergesidir. Öte yandan ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanmaya giden işletmelerin borçlanmanın kaldıraç etkisi nedeniyle hiç finansal borcu olmayan işletmelerden daha yüksek kârlılık oranlarına sahip olmaları anlaşılır bir sonuçtur.

Tablo 2:

	A	B	C
AKO	9,128	20,879	18,672
BSO	13,048	1863,765	320,107
FVÖK	0,286	0,337	0,337
NKM	6,011	20,637	14,4774
NS/TV	1,446	1,129	1,847
OKO	16,039	32,352	8,306
PD/DD	4,472	9,459	6,806
SV/TV	0,342	0,485	0,357

- A) Ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanan işletme grubu
B) Ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanan işletme grubu
C) Hiç finansal borcu olmayan işletme grubu

Uzun vadeli borçlanan işletmelerin toplam varlıkları içerisinde sabit varlıklarının payını gösteren SV/TV oranının kısa vadeli borçlanan işletmelere oranla daha büyük olması Diamond'un tezini doğrular niteliktedir. Çünkü, aynı zamanda kârlılık oranları da daha yüksek olan işletmeler, daha çok uzun vadeli borçlanmaya giderek varlık ve yükümlülüklerinin vade yapılarını eşleştirerek sermaye yetersizliği sorununu aşma olanağını elde etmişlerdir. Bu sonuç, İMKB.'de işlem gören işletmeler için borçlanma tercihinde Diamond'un öngördüğü şekilde, sinyal modellerinin geçerli olduğu şeklinde de değerlendirilebilir. Çünkü, daha yüksek kârlılık oranlarına sahip uzun vadeli finansal borçlu işletme grubunun ortalama piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı, ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanan işletme grubundan daha yüksektir. Bu, piyasanın, uzun vadeli borçlanmaya işletmeye ilişkin beklentileri açısından daha olumlu baktıklarının bir göstergesidir. Buna göre, İMKB'de işlem gören işletme yöneticileri uzun vadeli finansal borçlanmayı, işletmeye ilişkin olumlu beklentilerini piyasaya aktarmanın bir aracı olarak kullanabilmektedirler.

Finansal borçların elde edildiği kaynak olarak bankacılık sisteminin ele alınmış olması nedeniyle elde edilen bu sonucun iki anlama geldiği de eklenmelidir. Bunlardan birincisi, ülkedeki bankacılık sisteminin kullandıkları kredilere ilişkin yaptıkları değerlendirmelerde işletmelerin finansal yapıları ve geleceğe ilişkin beklentilerinin değerlendirilmesine ilişkin olarak ulaştıkları performansın yüksekliğidir. İkincisi ise, bankalardan kredi talebinde bulunacak işletme yönetimlerinin bankaların işletmelerini izleme konusundaki gelişmiş uzmanlık seviyelerini göz önüne alarak, finansal borçlanmaya ilişkin vade tercihleri üzerinden piyasaya yarıltıcı bilgi aktarma olanağına sahip olmadıklarıdır.

Kısa vadeli finansal borçlanmaya giden işletmelerde toplam varlık devir hızının (NS/TV) yüksek olması, söz konusu işletmelerin varlıklarını kullanmadaki etkinlik seviyelerinin yüksek olduğunun bir göstergesidir. Bu tür işletmeler satışlarından elde ettikleri gelirlerle kısa vadeli borçlarını daha rahat ödeme kabiliyetinde olacaklarından, düşük seviyede NS/TV değerine sahip işletmelerle oranla kısa vadeli borçlanmadan kaynaklanan likidite riskleri de düşük olacaktır. Öte yandan, işletmenin ödemek zorunda olduğu ana para ve faiz ödemelerini karşılama yeteneğinin bir göstergesi olarak borç servisi oranı (BSO), uzun vadeli finansal borçlanmaya giden işletmelerde daha yüksektir. Bu durum, işletmeye kredi kullandıran bankaların, kullandırdıkları kredilerin vadesini belirlerken işletmenin borçlarını ödeyebilme yeteneğini de dikkate aldıklarının bir işaretidir. Dolayısıyla, finansal yapısında gerektiğinden daha fazla yabancı kaynak bulundurmayan işletmelerin ihtiyaç duymaları halinde uzun vadeli borçlanma yetenekleri de yüksek olacaktır. Yüksek miktarda borcun kaldırıcı etkisinin işletme kârlılığını azaltacak olacağı dikkate alınır, yapılan çalışmada ağırlıklı olarak uzun vadeli finansal borçlanmaya giden işletmelerde hem kârlılık oranlarının ve hem de borç servisi oranının kısa vadeli borçlanmaya giden işletmelere oranla daha yüksek seviyede olması tutarlıdır.

Tablo-3 ele alınan finansal değişkenlerin her bir grup itibarıyla kısa vadeli finansal borçlarını, uzun vadeli finansal borçlar ile aralarındaki korelasyonları ve her bir değişkenin uzun vadeli finansal borçları ve kısa vadeli finansal borçları açıklama gücünü göstermektedir.

Tablo 3:

	A	B	A1	B1
AKO	-0,408	-0,764	0,166	0,001
BSO	-0,223	-0,179	0,05	0,057
FVÖK	0,082	-0,805	0,068	0,032
NKM	-0,254	-0,643	0,064	0,00004
NSTV	-0,164	0,323	0,01	0,00007
ÖKO	-0,264	-0,387	0,069	0,02
PDDD	0,1	0,297	0,01	0,13
SVTV	-0,309	-0,113	0,095	0

(A) Her bir değişkenin kısa vadeli finansal borçlar ile korelasyonu

(A1) Her bir değişkenin kısa vadeli finansal borçları açıklama gücü

(B) Her bir değişkenin uzun vadeli finansal borçlar ile korelasyonu

(B1) Her bir değişkenin uzun vadeli finansal borçları açıklama gücü

Tablo-3'de işletmelerin kârlılık oranları ile finansal borçları arasında her iki grup içinde negatif bir ilişkinin bulunduğu görülmektedir. Bu ilişkinin uzun vadeli finansal borçlar ile kısa vadeli finansal borçlara oranla daha güçlü olduğu görülmektedir. Buna göre, işletmenin kârlılık seviyesi arttıkça kısa vadeli finansal borcu olmayan işletmelerde kısa vadeli finansal borcu olan işletmelere oranla borçlanma eğilimi daha hızlı azalacaktır. Bu sonuç, finansal yapılarında kısa vadeli borçlanmaya ağırlık veren işletmelerin artan kârlılarının bir kısmını mevcut kısa vadeli borçlarını ödemeye tahsis etmeleri nedeniyle ortaya çıkacak finansal ihtiyaçlarını gidermek için yeniden borçlanmaya gittiklerini göstermektedir.

Kısa vadeli borcu olmayan işletme gruplarının daha yüksek bir korelasyon göstermelerinin nedeni, elde edilen kârlar üzerinden kısa vadeli finansal borç ödeme yükümlülüğü bulunmadığından, uzun vadeli borçların vade tarihine kadar bu kârları işletme faaliyetlerinde kullanma olanağına sahip olmaları ve uzun vadeli finansal borçların ödenmesi zamanında ise kısa vadeli finansal borç sahibi işletmelere oranla daha az borçlanma ihtiyacı duymalarıdır. Ayrıca bu gruptaki işletmelerin uzun vadeli yatırımlarını yabancı kaynaklarla finanse etmek yerine öz kaynaklarla finanse edecekleri ve varlık devir hızlarının yüksekliği nedeniyle finansman ihtiyaçlarını kısa vadeli borçlanma ile sağlayabilme güvencesine sahip olduklarını da söylemek mümkündür.

İncelenen kârlılık oranlarının kısa vadeli borçları açıklama gücünün uzun vadeli borçları açıklama gücünden daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu

durum, kârlılık seviyesinin kısa vadeli borçlanma kararları üzerinde daha çok etkili olduğunu göstermektedir. Böyle bir etkinin işletmelerin likidite riskinden korunma arzularından kaynaklandığı ileri sürülebilir.

İşletmelerin anapara ve faiz ödeme güçlerinin bir göstergesi olarak BSO ve finansal borçlar arasında negatif bir korelasyonun olduğu ve ağırlıklı olarak kısa vadeli finansal borçlanmaya giden işletmelerde korelasyon seviyesinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Kısa vadeli borçlanmaya giden işletme grubu için korelasyon seviyesinin yüksek çıkması, söz konusu işletmelerin anapara ve faiz ödeme güçleri arttıkça borçlarını uzun vadeye yayma eğiliminde olacaklarının bir göstergesi olduğu gibi, işletmeye kredi veren bankaların da kısa vadeli krediler için uzun vadeli kredilere oranla BSO'na daha fazla dikkat ettiklerini açıklayıcı niteliktedir.

Varlık devir hızının (NS/TV) kısa vadeli finansal borcu olmayan işletmelerde uzun vadeli borçlarla pozitif bir korelasyon sergilerken, uzun vadeli finansal borcu olmayan işletmelerde kısa vadeli finansal borçlarla negatif bir korelasyon sergilediği görülmektedir. Elde edilen bu sonuç, işletmelerin varlık devir hızı arttıkça kısa vadeli finansal borçları ödeyebilme yeteneğinin artacak olması nedeniyle söz konusu borçları uzun vadeye yayma ya da azaltabilme olanağına sahip olacaklarından beklenen bir sonuçtur. Uzun vadeli finansal borçlar için bulunan pozitif korelasyon da beklenen bir sonuç olup, işletme varlıklarının kullanımındaki etkinlik seviyesinin bir göstergesi olarak varlık devir hızındaki artış, işletmeleri yeni sabit varlık yatırımlarına yöneltecek ve ilave uzun vadeli borçlanmaya gitmelerine yol açacaktır.

Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı, yatırımcıların büyüme beklentilerini yansıtan bir oran olup, işletmenin kazançları ile doğrudan ilişkilidir. Oranın uzun vadeli finansal borçlar ile daha yüksek bir korelasyon sergilemesinin temel nedeni de bu olmaktadır. Teorik olarak söz konusu borçların işletmenin büyümesine dönük yatırımların finanse edilmesinde kullanılmaları beklendiğinden, uzun vadeli borçlardaki bir artışın kısa vadeli finansal borçlardaki bir artışa oranla PD/DD oranını daha çok artırması beklenir. Her iki grup içinde elde edilen pozitif korelasyon, gerek kısa vadeli gerekse uzun vadeli finansal borçlanmanın yatırımcılar tarafından olumlu karşılandığının ve PD/DD oranını artırdığının bir göstergesidir.

SV/TV oranının gerek kısa vadeli finansal borçlar ile ve gerekse uzun vadeli finansal borçlar ile negatif bir korelasyon sergilediği görülmektedir. Bu durum her iki grup işletme içinde sabit varlıkların elde edilmesinde borçlanmaya gitmekten kaçınıldığının göstergesidir. Oranın kısa vadeli finansal borçlarla ilişkisinin uzun vadeli finansal borçlarla ilişkisinden daha yüksek olması, kısa vadeli finansal borç kullanan işletmelerde toplam varlıklar içerisinde sabit varlıkların payı arttığı ölçüde, kullanılan finansal borçlardaki azalışın uzun vadeli finansal borç kullanan işletmelerin kullandıkları uzun vadeli finansal borçlardaki azalıştan daha yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Buna neden olarak, daha önce belirtildiği gibi likidite riskinden kaçınmaya yönelik olarak varlık ve yükümlülüklerin vade yapısının eşleştirilmesi düşüncesi olduğu söylenebilir.

Sonuç

Yapılan çalışmada işletmelere ilişkin çeşitli finansal değişkenler ve finansal borçların vade yapısı arasındaki ilişki ele alınmıştır. Kuşkusuz işletmelerin bankalardan borçlanmalarında kullanacakları kredilere ilişkin vade tercihleri yalnızca kendi finansal göstergelerine bakarak verecekleri bir karar değildir. İçerisinde buldukları sektöre ve genel ekonomik koşullara ilişkin beklentiler de bu tercihlerinde rol oynayacaktır. Ancak incelenen herhangi bir işletmeye ilişkin çeşitli finansal değişkenler ile borçlanma vade tercihleri arasında ilişkinin en azından teorik olarak bulunması gerekir. Çalışmada, işletme kârlılık seviyesinin bir göstergesi olarak kullanılan çeşitli kârlılık oranlarındaki farklılaşmaların işletmenin finansal borç vade tercihini de farklılaştırdığı açıkça görülmektedir. Ayrıca PD/DD, NS/DD ve SV/TV değerleri ve finansal borçların vadesi arasındaki ilişkiler, işletmelerin bankalardan elde ettikleri finansal borçların vade yapısına ilişkin tercihlerini piyasaya, işletmenin geleceğine ilişkin beklentilerinin bir işareti olarak göndermede bir araç olarak kullandıklarını göstermektedir.

Borç servis oranına ilişkin olarak elde edilen ve teorik beklentilere uygun olan, bankaların kredi başvurusunda bulunan işletmeleri değerlemede uzmanlık seviyelerinin etkinliğine ilişkin sonuç, işletme yönetimlerinin finansal borç vade tercihleri üzerinden işletme hakkında piyasayı yanıltıcı bilgi aktarma istemlerinin sınırlı olacağını göstermektedir. Nispeten kısa denilebilecek bir dönem için ulaşılan sonuçlar, İMKB'de işlem gören işletmelerin finansal borçlanmalarında sinyal hipotezine uygun davranma eğiliminde olduklarını göstermektedir.



Kaynakça

- BARCLAY, Michael J.,(1995), Smith,Clifford W. "The Maturity Structure of Corporate Debt",**The Journal of Finance**,Vol.L,No.2.,June.
- CHEN, Sheng-Syan, Jen, Frank C., Choi,Dosoung (1999), "The Determination of the Seniority Structure of Debt: Theory and Evidence", **Review of Quantitative Finance and Accounting**,13 5-28.
- DIAMOND, Douglas W. (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk",**The Quarterly Journal of Economics**, August.
- DIAMOND, Douglas W. (1993), "Seniority and Maturity of Debt Contracts", **Journal of Financial Economics** ,33.
- DURUKAN, Banu (1997), "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İşletmelerin Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995",**İMKB Dergisi**,Yıl 1,Sayı 3, Temmuz/Ağustos/Eylül.
- FLANNERY, Mark J. (1986), "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice",**Journal of Finance**,Vol.XLI, March.
- GUEDES, Jose, Opler,Tim (1996), "The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues",**The Journal of Finance**, Vol.LI, No.1; December.
- JOHNSON, Shane A. (1997),"The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure", **Financial Management**, Vol.26, No.4, Winter.
- MEGGINSON, William L.(1997), **Corporate Finance Theory**, Addison-Wesley Educational Publishers Inc, New York.
- NISACIN, Fredericks S. (1992), **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**.