

150234



T.C.

GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İMKB FİRMALARININ SERMAYE YAPISI
VE BUNA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

150234

Özlem KAYA
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TEZ DANIŞMANI
Doç.Dr.Gökhan ÖZER

GEBZE

2004



Özlem KAYA' nın tez çalışması, G.Y.T.E. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 07/06/2004 tarih ve 2004/15 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından İşletme Anabilim Dalında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

JÜRI

ÜYE : Doç.Dr. Gökhan ÖZER
(Tez Danışmanı)

ÜYE : Doç.Dr. Lütfihak ALPKAN

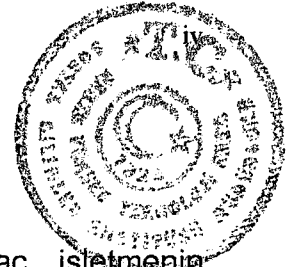
ÜYE : Yrd.Doç.Dr. Salih Zeki İMAMOĞLU

ONAY

G.Y.T.E. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun
..08.07.2004..... tarih ve 2004/18 sayılı kararı.



ÖZET



Sermaye yapısının araştırıldığı bu çalışmada temel amaç, işletmenin sermaye yapısını etkileyen faktörleri belirleyerek, sermaye yapısının hangi durumda ve yönde değiştiğini ortaya koymaktır.

Bu amaçla öncelikle şimdiye kadar yapılan çalışmalar incelenerek konu değerlendirilmiştir. Bizimde çalışmamızda faydalandığımız, sermaye yapısının işletenin değeriyle ilgisini araştırarak belli başlı yaklaşımlardan yola çıkılarak belirlenen değişkenler çerçevesinde analizler yapılmıştır.

Analiz kısmında İMKB’de işlem gören şirketlerin 1992-2001 yılları arasındaki bilanço ve gelir tablolarına ait verileri Excel programında düzenlendikten sonra SPSS istatistik programında 1243 gözleme dayanarak analizler yapılmıştır.

Analizler yapıldıktan sonra sonuçların değerlendirilmesi ile çalışmamız sonuçlandırılmıştır. Elde edilen sonuçlar daha önceki bulguları desteklemektedir. Buna göre şirketler, karlılığı arttıkça borç kullanımını azaltma yoluna gitmektedirler. Sektörde görece daha uzun yıllar faaliyette bulunan firmaların, daha güçlü bir finansal yapıya sahip olmalarından dolayı borç kullanmak yerine öz sermaye kullanımını tercih ettikleri gözlenmiştir.

Çalışma 6 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde konuyla ilgili bir giriş yapıldıktan sonra 2. Bölüm’de konuyla ilgili yapılmış çalışmalar anlatılmıştır. Daha sonra 3. Bölüm’de araştırmanın hipotezleri açıklanmıştır. 4. Bölüm’de analizde kullanılan veri ve değişkenler tanımlanmıştır. Analiz sonuçları 5. Bölüm’de açıklandıktan sonra çalışma sonuçlarının değerlendirildiği 6. Bölüm’de tamamlanmıştır.

SUMMARY



The main purpose of the study which we researched the structure of the capital to determine the factors which affect the structure of the capital so that we can research the capital structure of the company, that is, we can research in which circumstances and in what way has changed.

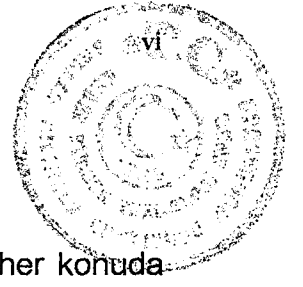
In the light of the previous studies, we worked on the subject. By the help of certain approaches which research the relationship between the structure of the capital and the price of the company, we carried out a detailed analysis of variations which we took advantage of.

In the section of analysis, after the data which are related to the balance-sheet and income tables of the companies operating in İMKB in the years between 1992 and 2001 are arranged in Excel programme, some analyses are done on the basis of 1243 observations in SPSS statistics programme.

After the analyses are done, we have concluded with the evaluation of the results of the analysis. The recent results have supported the previous findings. In other words, the companies prefer not to take a loan as their profit increases. In the market, the companies which have been running for a long time prefer to use their own capital instead of borrowing due to having a powerful financial structure.

The study consists of six sections. In the first section, we start with the introduction of the subject. In the second section, the studies about the subject are mentioned. Later, in the third section, the hypotheses of the research are explained. In the fourth section, the data and variations are defined. After the results of the analysis are explained, the results of the research are evaluated in the last section.

TEŞEKKÜR



Çalışmalarım sırasında bana değerli zamanını ayıran ve her konuda yol gösteren tez danışmanım Doç. Dr. Gökhan Özer'e ve tezimin hazırlanması sırasında bana yardımcı olan Araş.Gör. Rahmi Yücel'e desteklerinden ve yardımlarından dolayı teşekkürü bir borç bilirim.

Tezimin hazırlanması sırasında bana yardımcı olan herkese, özellikle tüm eğitim hayatım boyunca benden desteğini esirgemeyen sevgili aileme teşekkürlerimi sunarım.



İÇİNDEKİLER DİZİNİ



ÖZET	
SUMMARY	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER DİZİNİ	vii
KISALTMALAR DİZİNİ	viii
TABLolar DİZİNİ	ix
1. GİRİŞ	1
2. LİTERATÜR	2
3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZ ve TEST MODELLERİ	10
3.1. Sürekli Sermaye Kullanımı	10
3.2. Kaldıraç Kullanımı	11
3.3. Toplam Borç Kullanımı	13
3.4. Uzun Vadeli Borç Kullanımı	15
3.5. Kısa Vadeli Borç Kullanımı	15
4. VERİ VE DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI	17
4.1. Veri	17
4.2. Değişkenlerin Tanımlanması	17
4.2.1. Bağımsız Değişkenlerin Tanımlanması	18
4.2.2. Bağımlı Değişkenlerin Tanımlanması	20
5. ARAŞTIRMA BULGULARI	22
5.1. Sürekli Sermaye Kullanımı	22
5.2. Kaldıraç Kullanımı	23
5.3. Toplam Borç Kullanımı	25
5.4. Uzun Vadeli Borç Kullanımı	26
5.5. Kısa Vadeli Borç / Öz Sermaye Kullanımı	27
6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	29
KAYNAKLAR	31
ÖZGEÇMİŞ	35



KISALTMALAR DİZİNİ

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

UVB : Uzun Vadeli Borç

HAO : Halka açıklık oranı

MDV : Maddi Duran Varlıklar

TV : Toplam Varlıklar

FK : Faaliyet Karı

EFK : Esas Faaliyet Karı

HBK : Hisse Başına Kar

OSPD : Öz Sermayenin Piyasa Değeri

B : Borç

OS : Öz Sermaye

NDK : Net Dönem Karı

DV : Dönen Varlıklar

VK : Vergi Kalkanı

FY : Firma Yaşı

DK : Dönem Karı

TABLÖLAR DİZİNİ

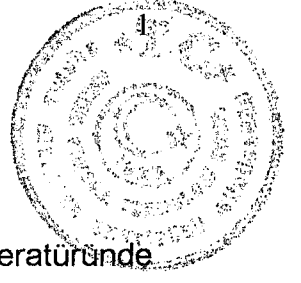


Tablo

Sayfa

2.1. Borç / Öz Sermaye Oranıyla İlgili Temel İlişkiler	5
4.1. Bağımsız Değişkenler	18
4.2. Bağımlı Değişkenler	20
5.1. Sürekli Sermaye Kullanımı İle İlgili Temel İstatistikler	22
5.2. Sürekli Sermaye Kullanımı İle İlgili Analiz Sonuçları	23
5.3. Kaldıraç Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler	23
5.4. Kaldıraç Kullanımıyla İlgili Analiz Sonuçları	24
5.5. Toplam Borç Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler	25
5.6. Toplam Borç Kullanımıyla İlgili Analiz Sonuçları	25
5.7. Uzun Vadeli Borç Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler	26
5.8. Borç / Öz sermaye Oranıyla İlgili Analiz Sonuçları	27
5.9. Kısa Vadeli Borç / Öz Sermaye Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler	27
5.10. Kısa Vadeli Borç / Öz Sermaye Kullanımıyla İlgili Analiz Sonuçları	28

1.GİRİŞ

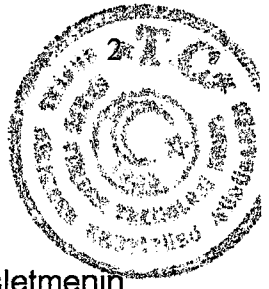


Sermaye yapısının önemi, uzun yıllardan beri finans literatüründe tartışılmaktadır. Sermaye yapısı işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli finansman kararlarını içermesi dolayısıyla uzun yıllardan beri finans literatüründe tartışılmaktadır. Bu amaçla sermaye yapısının ne olması gerektiği, firmaya maliyeti ve kârlılığıyla ilişkisi konusunda yapılmış çok sayıda araştırma bulunmaktadır. Bununla birlikte yapılan çalışmalarda sermaye yapısının deneysel boyutu genellikle gözden kaçırılmıştır. Bu çalışmadaki temel amaç, İMKB firmalarının bilanço ve gelir tablosu verileriyle sermaye yapısına etki eden oranları regresyon analizi yoluyla inceleyerek sermaye yapısı kararlarına ışık tutmaktır.

Sermaye yapısı terimi, firmaların borç ve öz sermaye kullanımı arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Amaç, borç / öz sermaye kullanımının işletmenin değerini ne yönde etkileyeceğini araştırmaktır. Borç-öz sermaye kullanımı açısından kesin bir kural bulunmamakla birlikte İşletmeler borç kullanımını sektörün ve firmanın durumuna veya genel kabul görmüş belli kurallara göre ayarlamaktadırlar. Borç, işletmeler için bir yabancı kaynaktır ve bu niteliğiyle de bir risk taşıdığı söylenebilir. Bu nedenle risk almak istemeyen işletmeler, borçtan ziyade öz sermaye kullanımını tercih etmektedirler. Genelde işletmelerde en uygun borç oranı, risk ile kâr arasında uygun bir denge kuracak şekilde borç kullanımını ifade etmektedir.

Çalışmamızda sermaye yapısı, belirlenen değişkenler kullanılarak araştırılmıştır. Bu değişkenler daha önceki kimi çalışmalarda da kullanılan faaliyet kârı/borç oranı, maddi duran varlıklar oranı, vergi oranı ve halka açıklık oranı olarak sayılabilir.

Sermaye yapısının araştırıldığı bu çalışmada öncelikle konu ile ilgili çalışmalar incelendikten sonra araştırmanın hipotezleri ile modeller belirlenecektir. Daha sonra araştırmada kullanılan değişkenler tanımlandıktan sonra analiz sonuçları ortaya konulacaktır. Çalışma sonuçların değerlendirilmesi ile tamamlanacaktır.



2. LİTERATÜR

Sermaye yapısının araştırıldığı çalışmalarda temel amaç, işletmenin belirlenen amaçlarını gerçekleştirebilmesi için uygun parasal kaynakların en uygun bileşimde nasıl sağlanacağını araştırmaktır. Söz konusu kaynakların ne olması gerektiği ve hangi oranlarda kullanılacağı araştırmalarda ortaya konulmuştur.

Şirketler finansmanı borç ya da öz sermaye olmak üzere iki kaynaktan sağlarlar. Borç işletme için yabancı bir kaynaktır. Borç kullanmanın bir riski vardır. Sermaye yapısı politikası risk ile kâr arasında bir denge kurmayı amaçlar. Brigham (1996)'a göre fazla borç kullanımı nakit akım riskliliğini yükseltir. Fakat daha yüksek bir beklenen kârlılık oranına da yöneltebilir. İşletme için burada önemli olan risk ile kâr arasında uygun bir seçim yapacak şekilde optimum bir borç seviyesi belirlemektir.

Sermaye yapısı ile ilgili kararlar, işletmenin gereksinim duyduğu fonların hangi ölçüde öz sermaye ve hangi ölçüde yabancı sermayeden karşılanacağına ilişkin kararları kapsamaktadır. Finansal yapısı salt öz sermayeden oluşan bir işletme sadece bir varsayımdan ibaret olduğuna göre, tüm işletmelerin belli ölçüde yabancı sermayeden yararlanmaları söz konusu olmaktadır. İşletme yönetimi fon kaynakları konusunda bir seçim yaparken, kendi gereksinimleri ile söz konusu kaynakların özelliklerini, sağlanabilir nitelikte olmalarını ve bu kaynakları kullanmanın yararları ile olası zararlı etkilerini karşılaştırmak zorundadır. Genellikle, her tür varlığın finansmanının hangi kaynaklarla karşılanacağı konusunda belli görüşler bulunmaktadır. Toprakçı (1994) mevsimlik dalgalanmalardan doğan likidite gereksinmesinin kısa vadeli borçlanma ile finansmanın yaygın uygulama olduğunu söylemektedir.

Çağıl'a (2001) göre sermaye yapısı teorisinin aradığı, firmanın finanslama karmasının, yani borç-öz sermaye kompozisyonunu değiştirerek piyasa değerini ve sermaye maliyetini dolayısıyla işletmenin kârlılığını

etkileyip etkilemeyeceğidir. İhtiyaç duyulan fonlar daha ucuz maliyeti olan dış kaynaktan sağlanarak sermaye yapısı borçlar lehine değiştirilse işletmenin öz kaynak sermayesi, kârı ve piyasa değeri yükselir mi? Şayet yükselirse bu artışın nereye kadar, hangi seviyedeki dış kaynak ve öz kaynak sermayesi kompozisyonuna kadar devam edeceği hususları cevaplanması gereken önemli sorulardandır.

Bir firmanın değeri ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi açıklayan çeşitli yaklaşımlar vardır. Bunlardan net gelir yaklaşımına göre, bir firma sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini düşürmek ve piyasa değerini arttırma olanağına sahiptir. Bir diğer görüş, net faaliyet geliri yaklaşımıdır. Bu görüşe göre bir firma sermaye yapısını değiştirerek piyasa değerini yükseltmez. Çünkü sermaye maliyetinin tüm sermaye yapıları için sabit olduğu kabul edilmiştir. Üçüncü görüş Modigliani ve Miller (MM) görüşüdür. Modigliani ve Miller (1958) makalesinde, bir firmanın sermaye yapısı seçimi (sermaye piyasaları kusursuz ve vergilerin olmadığı durumda) firmanın değeriyle ilgisiz olduğunu savunmaktadırlar. Onlara göre bir firmanın değeri, varlıkları tarafından belirlenir. Bu koşullar altında herhangi bir firma için en uygun borç/öz sermaye oranı yoktur. Kurumlar vergisinin olduğu bir çerçevede Modigliani ve Miller (1963), kusursuz bir piyasada %100 borç finansı kullanarak firmanın değerinin maksimum olacağını söylemiştir. Fakat çoğu şirket sermaye piyasası engelleri nedeniyle orta miktarda borç kullanmaktadır. Böylece firmalar borcun vergi avantajlarına karşı iflas maliyetlerini dengede tutmaktadır. Son olarak dördüncü görüş geleneksel yaklaşımdır. Bu görüşe göre, her işletme için en uygun sermaye yapısı vardır ve işletmeler belirli bir noktaya kadar borçlanarak sermaye maliyetini en uygun kılabilir.

Firmalar sermaye yapılarını ayarlarken borcun yararları ve maliyetlerini göz önüne alarak hedef borç oranı belirlemektedirler. Geleneksel şirket finans modelleri firmalara finansal zorluk maliyetlerine karşı borç kullanımının yararlarını belirtmekte ve çeşitli vergiler yoluyla en uygun sermaye yapıları önermektedir. (Hovakimian ve diğerleri, 2001) . Jensen ve Meckling' de (1976) yöneticiler için bir kontrol aleti olarak borç kullanımıyla sonuçlanan belirli bir sermaye yapısı önermektedirler. Optimal sermaye yapısı, risk ile kâr

arasında denge kuran, böylece hisselerin fiyatını maksimize eden, aynı zamanda sermayenin maliyetini minimize eden bir sermaye yapısıdır. Firma ilk önce birkaç faktörü analiz ederek hedef bir sermaye yapısı belirlemektedir. DeAngelo ve Masulis (1980) maliyetlerle ilişkili olmaksızın her firmanın eşsiz bir uygun değer kaldıraç seviyesi olduğunu söylemiştir. Aynı yazarlar bir firmanın en uygun sermaye yapısının endüstriyle ilişkili olmasını, firmanın borç seviyesinde değişiklik yaparak değerini arttırabileceğini söylemiştir. Koşullar değiştikçe bu hedefler de değişebilir fakat belirlenen herhangi bir zamanda firma yönetiminin stratejisinde belirli bir sermaye yapısı vardır ve finansman kararları bu hedef ile uyumlu olmalıdır.

Teorik olarak en uygun sermaye yapısını belirlemek mümkün olmasına rağmen, pratikte bu yapı tam olarak tahmin edilememektedir. Hiçbir firma en uygun sermaye yapısını kesin olarak nasıl belirleyebileceğini ya da firmanın sermaye yapısının değeri veya maliyeti üzerindeki etkisini nasıl ölçeceğini net şekilde bilememektedir. Sermaye yapısının çok geniş bir konu olması dolayısıyla finansal yöneticiler en uygun sermaye yapısını yüzde 45 gibi kesin bir rakam almak yerine genellikle belli bir aralık da örneğin yüzde 40–50 arası borç olarak ele almaktadırlar. (Brigham, E.F., 1996)

Sermaye yapısını çok çeşitli faktörler etkilemektedir. Bunlar kârlılık, maddi duran varlıklar/toplam varlıklar oranı, vergi oranları, hisse başına kâr, firmanın yaşı, halka açıklık oranı, faaliyet kârı / toplam varlıklar oranı olarak belirtilebilir.

Tablo.2.1. Borç / Öz Sermaye Oranıyla İlgili Temel İlişkiler

BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI İLE		
	NEGATİF İLİŞKİLİ	POZİTİF İLİŞKİLİ
KÂRLILIK	Diamond,1991	
BÜYÜKLÜK		Myers, 1977
YÜKSEK VERGİ ORANLARI		Burton,1999
FİRMANIN YAŞI	Scherr,2001	
HİSSE BAŞINA KÂR		Burton,1999
MADDİ DURAN VARLIK/TOPLAM VARLIKLAR ORANI		Hall,2000
FAALİYET KÂRI/TOPLAM VARLIKLAR ORANI	Ghosh,2000	
YÜKSEK HİSSE SENEDİ FİYATI	Burton,1999	
DÜŞÜK HİSSE SENEDİ FİYATI		Burton,1999

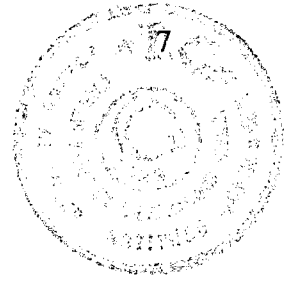
Bir şirketin sermaye yapısı, şirketin istikrarı ve kârlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Firmanın kârlılığı ve öz sermaye oranı arasında pozitif, borç oranıyla negatif bir ilişki vardır. Bir şirket büyürken yüksek borç oranı şirketi oldukça kârlı yapabilir. Fakat şirket büyümesi düşerse tam tersi bir durum gerçekleşebilir. Bir şirketin kârlılığı direk olarak faaliyet riskiyle ilişkilidir. Daha fazla kârlı bir şirket daha az iflasa gitme riskine sahiptir. (Burton, 1999). Myers (1984) ve Myers ve Majluf (1984)'un pecking order teorisine göre daha fazla kârlı şirketler, daha büyük iç kaynakları olması nedeniyle borç taleplerini azaltırlar. Jensen, Solberg ve Zorn (1992) kârlı firmaların ek yatırımlar için daha fazla kazanca sahip olduklarını söylemiştir. Bu yüzden kârlı firmalar borç yerine öz sermayeye eğilimlidirler. Donaldson (1961) firmalar borçtan ziyade yedek akçeleriyle yeni yatırımları gerçekleştirirler ve daha az kârlı firmalar daha fazla kaldıraca sahip olduğunu ifade etmektedir. Hall (2000) küçük ve orta ölçekli işletmelerin sermaye yapısını ölçtüğü çalışmasında daha kârlı firmaların daha az borçlanma eğiliminde olduğu sonucuna ulaşmıştır.



Bir firmanın büyüklük durumu borç vade seçiminde etkilidir. Büyük firmalar uzun dönem aktiflere yatırım yaparken, küçük firmalar daha kısa vadeli yatırımlara yönelmektedir. Yaşlı ve daha büyük firmalar daha uzun vadeli borç kullanmaktadırlar. Bir firmanın küçük diye tanımlanabilmesi için çeşitli ölçütlerin bulunduğu görülmektedir. Scherr ve diğerleri (2001) küçük firmaların borç vade yapısı ile ilgili çalışmalarında küçük firmayı çalışan sayısının 500'den az olduğu firma olarak tanımlamıştır. Çalışmalarında borç vadesinin belirleyicileri olarak temerrüt riski, varlıkların vadesi, sermaye yapısı önemli ölçüde etkiliyken, asimetrik bilgi ve vergiler daha az önemlidir. Firmanın büyüklüğü borç vadesindeki değişimin %20'sini açıklamaktadır. Diamond (1991) borç vadesi ile temerrüt riski arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmasında, yüksek temerrüt riski olan firmaların borç vadesinin düşük olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Vergiler, finans kararı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Firmalar nakitten ziyade vergi yararları nedeniyle borç kullanmaktadır. Çünkü faiz vergi matrahından düşülerek, efektif borç maliyetini azaltmaktadır. Yüksek vergi oranları olan firmalar daha uzun dönemli borç kullanmaktadır. Burton (1999) şirket sermaye yapısı üzerinde bütünleştirilmiş bir vergi sistemi etkisini araştırdığı çalışmasında kâr payı üzerindeki verginin azalmasıyla işletmenin elinde kullanabileceği daha fazla iç kaynak olacağı için borç kullanımının azalacağını söylemiştir. Bu yüzden borç /öz sermaye oranı bütünleştirilmiş bir vergi sisteminden sonra azalmaktadır. Yüksek vergi borcu olan firmalar, faiz masrafının mahsup edilebilirliğinin avantajını elde etmek için daha fazla miktarda borç kullanımına gitmektedir. Miller (1977) vergilerin sermaye yapısını etkilemediğini söylemiştir. DeAngelo ve Masulis (1980) Miller'in varsayımlarını gerçekçi görmemişlerdir. Takas teorisine göre daha yüksek iflas maliyetleri ya da daha düşük vergi avantajları olan firmalar daha az borç kullanır. (Chen ve diğerleri ,1997)

Masulis (1983) mevcut vergi kalkanı seviyesine negatif ilişkili bir optimum borç seviyesi geliştirdi. Buna göre:



A^* =beklenen marjinal vergi etkisi (her zaman pozitif)

B =beklenen marjinal kaldıraç maliyeti

$A^*=B$

Eğer $A^*>B$ ise bir firma borcunu arttırarak değerini arttırabilir.

Eğer $A^*<B$ ise bir firma borcunu azaltarak değerini arttırabilir.

A^* endüstrinin kaldıraç oranı ve B firmanın kaldıraç oranı olarak gösterilmektedir. Çalışmada endüstriyle ilişkili olarak firmanın borç durumuna reaksiyonu test edilmektedir. Eğer $A^*>B$ ise o zaman firma borcunu arttırarak değerini arttırabilir. Çünkü firma endüstri ortalamasına doğru hareket etmektedir. Diğer bir deyişle eğer $A^*<B$ olursa borcu azaltarak firma değerini arttırabilir.

Firma yaşı, şirketin kuruluş yılı dikkate alınarak kaç yıldır faaliyette bulunduğunu göstermektedir. Sektörde görece daha uzun yıllar faaliyette bulunan firmalar öz sermaye ye eğilimlidir (Huisman, 1997). Bunun nedeni, yaşlı firmalar sektörde daha uzun yıllar faaliyette bulundukları için sektörü daha bilirler ve genç firmalara göre daha istikrarlı bir finansal yapıya sahiptirler.

Hisse başına kar bir hisseye düşen dönem karını ifade etmektedir. Hisse başına karda bir artış olduğunda borç kullanımı artmaktadır çünkü finansal kuruluşlar işletmenin karlı olduğunu, borcunu zamanında ödeyeceğini düşünerek daha kolay borç vermektedirler. Bu yüzden hisse başına kar ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki vardır. (Burton,1999)

Harris ve Raviv (1991) aktif yapısını sermaye yapısının en önemli belirleyicisi olarak tanımlamıştır. Borç / öz sermaye oranı ve sabit varlıklarının seviyesi arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Sabit varlıkları fazla olan firmaların borç kapasitesi artarken, maddi olmayan varlıkları fazla olan firmalar daha az borç kullanır. Varlıklarının yapısı borcun vadesini etkilemektedir. Uzun süreli varlıkları olan firmalar daha fazla uzun vadeli borç kullanmaktadır.

Faaliyet karı ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki beklenmektedir çünkü işletme karı arttıkça borç kullanımından ziyade öz kaynaklarına yönelecektir. Böylece borcun maliyet ve riskinden uzaklaşacaktır.

Hisse fiyatları bir firmanın finans seçiminin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bir şirketin borç /öz sermaye oranı ve hisse fiyatları arasında ters bir ilişki vardır. Çünkü yöneticiler ve yatırımcılar firmanın değeri artarken öz sermaye finansını daha fazla kullanmaktadır. (Huglene A. Burton, 1999). Yöneticiler düşük fiyatlı hisse senetlerine en uygun sermaye yapılarına hiçbir şey yapamayacağı için karşıdır. Yüksek hisse fiyatına sahip firmalar düşük hisse fiyatına sahip firmalardan daha fazla öz sermaye ihracı kullanmaktadır. Hisse fiyatındaki artışlar, bir firmanın en uygun borç oranını düşürürken büyüklük fırsatlarını geliştirmekle ilişkilidir. Geçmiş hisse getirileri ile kaldıraç arasında negatif ilişki vardır ve hisse fiyatları düştüğünde kaldıraç artmaktadır. Kaldıraç düşük piyasa/defter değerine sahip firmalar için yatırım harcamaları üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir. Aşırı kaldıraçlı firmalar hisse fiyatları düşük olduğunda yatırım harcamalarını kesmek isteyeceklerdir. (Hovakimian ve diğerleri, 2001).

Aynı endüstrideki firmalar benzer sermaye yapılarına sahip olma eğilimindedirler. Bu konuda yapılmış birçok çalışma vardır. Schwartz ve Aronson (1967) firmaların sermaye yapısı ve endüstri arasında bir ilişki olduğunu savunmuşlardır. Hamada (1972) endüstri içinde kaldıraç oranlarında benzerlikler, Lev (1974) ise endüstrideki faaliyet kaldırıcı ve sistematik riski karşılaştırarak pozitif bir ilişki bulmuştur. Bradley, Jarrell ve Kim (1984) aynı endüstrideki kaldıraç oranlarının benzer, endüstriler arasında ise, farklı olduğunu belirtmektedir. Mohamad H. (1995) 1986–1990 yılları arasında 108 Malezya şirketini endüstrilerine göre incelemiş ve büyük Malezya şirketlerinin sermaye yapılarının endüstriler arasında önemli farklılıkları gösterdiğini ortaya koymuştur.

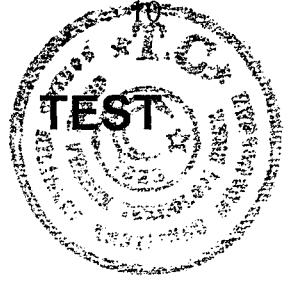
Farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin borç kullanımları da değişmektedir. İlaç ve elektronik şirketleri fazla borç kullanmaktadır. Bu şirketler genellikle oldukça kârlıdırlar ve dolayısıyla dağıtılmayan kârlarla

finansla gidebilmektedir. Perekendeciler, elik ve elektrik, gaz, telefon işletmeleri oldukça büyük ölçüde borç kullanmaktadırlar. Çünkü bunların oldukça istikrarlı olan satış ve krları, onları daha az istikrarlı olan sektörlerdeki firmalara göre mümkün olandan daha fazla borçlanmaya gitmelerine imkn vermektedir. (Brigham, 1996)

lkeler açısından karşılaştırıldığında her ülkenin şirket gruplarının farklı finansal yapıları olduğu gözlenmektedir. Türkiye gibi gelişen ülkelerde ekonomide dalgalanmalar ve krizler çok olmaktadır. Bu durum istikrarlı bir ekonomi politikasının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Fakat bize göre daha istikrarlı ekonomileri olan ülkelerin borçlanma oranı daha fazla olmaktadır. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma rgt (OECD) toplam aktiflere oranla kullanılan borç oranının ortalama olarak Japonya'da %85, Almanya'da %64 ve A.B.D' de %55 olarak belirlemiştir.

Mayer (1990) gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye yapısının seçimindeki kararların gelişmiş ülkelerdekilerden farklı olduğunu söylemiştir. Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1999) gelişen ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki en büyük farkın, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik riskinin fazla olmasından dolayı daha düşük miktarda uzun dönem borç miktarına sahip olduklarını belirtmiştir. Booth ve diğerleri, (2001) gelişen ülkelerde sermaye yapıları adlı çalışmasında Hindistan, Pakistan, Tayland, Malezya, Türkiye, Zimbave, Meksika, Brezilya, Ürdün ve Kore'yi incelemişlerdir. Çalışmada Brezilya, Meksika, Malezya ve Zimbave düşük borçlu ülkeler grubunda, Ürdün, Türkiye, Tayland orta borçlu ülkeler grubunda, Güney Kore, Hindistan, Pakistan yüksek borçlu ülkeler grubunda yer almışlardır.

3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZ VE TEST MODELLERİ



3.1.Sürekli Sermaye Kullanımı

Şirketler finansmanı öz kaynak ya da borç kullanarak sağlarlar. Borç kullanımı borcun geri ödenme süresine göre kısa vadeli ve uzun vadeli borç olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Geri ödeme süresinin uzunluğu ve buna bağlı olarak riskinin daha az olması dolayısıyla uzun vadeli borç, firmalara daha fazla güvence sağlamaktadır. Buna karşılık uzun vadeli, borç kısa vadeli borca göre daha maliyetlidir.

Çalışmada uzun vadeli borçlar OSPD ile ilişkilendirilerek uzun vadeli borçların öz sermaye içindeki payı araştırılmaya çalışılmıştır. Bunu araştırmadaki amaç, uzun vadeli borçla mı yoksa öz sermaye ile finansmanın daha cazip hale geldiğini bulmaktır. Sermaye yapısının araştırıldığı bu çalışmada, borç-öz sermaye kullanımının fayda ve maliyetlerini dikkate alarak bu ilişkinin hangi durumlarda nasıl değiştiğini belirlemektir hedeflenmiştir.

Model kurulurken FK/TV, MDV/TV ve HBK değişkeninin uzun vadeli borç kullanımıyla ilişkisi değerlendirilmiştir. Söz konusu değişkenler ve beklenen olası ilişkileri aşağıda açıklanmıştır:

İşletmeler açısından çok çeşitli kâr tanımları vardır. Dönem kârı, esas faaliyet kârı, brüt satış kârı vs. Bunlardan faaliyet kârı, işletmenin esas faaliyet kârından finansman giderleri düşülerek elde edilmektedir. Finansman giderleri kısa vadeli ve uzun vadeli borçlanma giderleridir. FK / TV değişkeni varlık kârlılığını göstermektedir. Toplam varlıklar işletmenin sahip olduğu maddi ve maddi olmayan varlıkların tümünü kapsamaktadır. Şimdiye kadar yapılan çalışmalarda kârın işletme için bir kaynak anlamına geldiği ve böylece borç kullanımının azaldığı bulunmuştur. Myers (1984) ve Majluf

(1948)'e göre daha kârlı şirketler daha büyük yerli fonları olması nedeniyle borç taleplerini azaltmaktadırlar.

Maddi duran varlıklar işletmenin sahip olduğu arazi, bina, makine, taşıt gibi sabit varlıklarından oluşmaktadır. MDV / TV oranı maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payını göstermektedir. Çalışmada maddi duran varlıklardaki artışın borç kullanımına etkisi araştırılmaktadır. Maddi varlıklar uzun vadeli bir yatırım olduğu için uzun vadeli borçla finansmanı tercih edilmektedir. Maddi duran varlıklarla uzun vadeli borç oranı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Hisse başına kâr bir hisseye düşen net dönem kârını ifade etmektedir. Analizde hisse başına kâr değişkenini kullanılmasının nedeni hisse başına kâr arttıkça borç kullanımının ne yönde olacağını tespit etmektir. Kâr oranı arttıkça hisse başına kâr oranı da artacaktır. Hisse başına kârın artması, işletmenin yeni yatırımlar için borç bulma imkânını kolaylaştırdığı gibi, borcu geri ödeyebilmesini de garanti altına almaktadır. Bu yüzden hisse başına kâr oranı ile uzun vadeli borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Açıklanan değişkenler ve olası ilişkilerini dikkate alarak kurulacak regresyon denklemi aşağıdaki gibidir.

$$UVB/(UVB+OSPD)= \beta_0+ \beta_1.FK/TV+ \beta_2.MDV/TV+ \beta_3.HBK+ e_{it} \quad (3.1)$$

3.2.Kaldıraç Kullanımı

Kaldıraç, B / OS oranı dediğimiz öz sermayenin borcu ödeyebilme gücünü göstermektedir. Borç vadesinde faizi ile geri ödeneceğinden borcun bir riski vardır. Firmalar bu riskleri göz önüne alarak borç alınan parayı en iyi şekilde yatırımlarında kullanmak isterler. Her firmanın borç kullanımı riski sevmesine, yerli kaynak durumuna göre değişmektedir. Bu yüzden sabit bir borç / öz sermaye oranı bulunmamaktadır.

B / OS oranı bulunurken NDK / TV oranı , DV/TV oranı, MDV/TV oranı, FY değişkeni ve HBK değişkenleri kullanılmıştır.

Net dönem kârı işletmenin nihai kârıdır ve işletmenin bir yıllık faaliyetlerinin sonucunu göstermektedir. NDK / TV oranı, varlık kârlılığını göstermektedir. Net dönem kârı ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki vardır. Çünkü kârın artmasıyla işletmenin elinde kullanabileceği kaynakları olacak ve borca ihtiyacı kalmayacaktır. Böylelikle firmalar borcun maliyet ve riskinden kurtularak bir finansman yöntemi bulmuş olacaktırlar. Jensen ve diğerleri (1992), kârlı firmaların daha az borç kullandığını söylemişlerdir.

İşletmenin sahip olduğu varlıklar, varlıkları kullanabilme süresine göre sınıflandırılmış ve dönen varlık - duran varlık ayrımı oluşturulmuştur. Dönen varlıklar, işletmenin bir veya bir yıldan daha kısa sürede nakde çevirebileceği değerlerden oluşmaktadır. Dönen varlıkların borçla ilişkisi pozitifdir ve bu işletmenin dönen varlıklarını borçla finanse ettiğini göstermektedir. Dönen varlıklar, nakde çevrilmesi daha kısa süreli olan kaynaklardan oluştuğu için genel kabul görmüş uygulama, dönen varlıkların kısa vadeli borçla finansmanı şeklindedir.

Maddi varlıklar bölüm 3.1’de açıklandığı gibi işletmenin arsa, bina, taşıt gibi varlıklarını içermektedir. Maddi varlıklar uzun vadeli yatırımlar olduğu için işletmeler bu gibi yatırımları borç kullanarak yerine getirmek isterler. Bu yüzden maddi varlık ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki vardır. Harris ve Raviv (1991) sabit varlıkları fazla olan firmaların borç kapasitesinin arttığını, maddi olmayan varlıkları fazla olan firmaların daha az borç kullandığını açıklamışlardır. Bunun nedeni ise, maddi olmayan varlıklar, araştırma-geliştirme gibi değerini diğer işletmelerle tam olarak karşılaştıramadığımız varlıklardan oluşmaktadır ve maddi olmayan varlıkları fazla olan firmalar, bu varlıkların değerini net olarak bilânçoya yansıtamadığından borç alırken zorluklarla karşılaştıklarından daha az borç kullanmak zorunda kalmaktadırlar.



Firmaların sektörde uzun yıllardan beri faaliyette olması onların borç/öz sermaye kullanımını etkilemektedir. Çünkü bir sektörde daha eski olan bir firma sektörü daha iyi bilir, satışların ne zaman daha fazla olacağını önceden tahmin edebilir, finansal kurumlarla daha yakın ilişkiler kurabilir ve çok daha uygun koşullarda borçlanabilir. Dolayısıyla sektörde daha eski olan bir firma, borç kullanmak için daha rahat karar verebilecektir. Bu yüzden firma yaşı ile borç kullanımı arasında pozitif ilişki beklenmektedir. (Huisman, 1997)

HBK değişkeni bölüm 3.1'de açıklandığı gibi bir hisseye düşen kâr miktarıdır. Hisse başına kârın artması işletmenin kaynaklarını ne kadar iyi kullandığını gösterdiğinden işletme daha güvenli bir şekilde borç alacaktır. Bu yüzden hisse başına kâr ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki vardır.

Modelde kullanılan değişkenler, kurulan regresyon modeliyle aşağıdaki şekilde gösterilebilir.

$$B/OS = \beta_0 + \beta_1.NDK/TV + \beta_2.DV/TV + \beta_3.MDV/TV + \beta_4.FYI + \beta_5.HBK + \beta_6.FK/TV + e_{it} \quad (3.2)$$

3.3.Toplam Borç Kullanımı

Borç işletme için yabancı bir kaynaktır. İşletme borcu yeni yatırımlar için kullanabileceği gibi varlıklarının finansmanında da kullanabilir. İşletmenin varlıkları nakde çevrilebilme olanağına göre sınıflandırılarak dönen ve duran varlıklar olmak üzere iki başlık altında toplanmıştır. Dönen varlıklar kasa, banka, alacaklar ve stoklar gibi daha kısa vadeli varlıklardan oluşurken duran varlıklar uzun vadeli varlıklardan oluşmaktadır. TB / TV oranı toplam varlıkların ne kadarının borçla finanse edildiğini göstermektedir. Söz konusu model oluşturulurken NDK/TV değişkeni, DV/TV değişkeni, HBK değişkeni FK/TV değişkeni, EFK/TV değişkeni ve HAO'dan faydalanılacaktır.

Bölüm 3.1.'de açıklandığı gibi net dönem kârı işletmenin nihai kârıdır ve bu yüzden işletme için önemlidir. Firma önce oluşan kârını kullanıp daha

sonra borçlanmayı tercih edecektir bu yüzden net dönem kârı ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki varken esas faaliyet kârında durum tam tersi olmaktadır. Esas faaliyet kârı işletmenin satışlarından elde ettiği kârdan faaliyet giderleri düşülerek elde edilmektedir. Bu aşamada işletme için borç kullanımı daha rahattır, çünkü bu kârın içinde finansman giderleri hesaplanmamakta ve işletme diğer kârlarını göz önüne alarak karar vermektedir. Esas faaliyet kârından finansman giderleri düşüldükten sonra faaliyet kârı oluşmakta ve işletme için kâr biraz daha netleşmektedir. Bu aşamada firma varlıklarının finansmanını borç yerine kârdan kullanarak gerçekleştirmektedir. Bu yüzden faaliyet kârı ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

Dönen varlıklar toplam varlıklar içinde önemli bir paya sahiptir. Dönen varlıklar, işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan varlıklardır ve bunların finansmanı için borç kullanımına gidilmektedir çünkü bu varlıklar kendi kendini finanse edebilmektedir. Bu nedenle DV / TV değişkeni ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki düşünülmektedir.

İşletmenin nihai amacı kâr elde edebilmektir. Hisse başına kâr bir hisseye düşen kâr olduğuna göre hisse başına kârdaki artış işletmenin hem kaynak bulmasını hem de borcunu geri ödeyebilmesini kolaylaştırdığı için hisse başına kâr ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Bir şirket hisselerini halka arz ederek kaynak sağlayabilir. Halka açılma günümüzde iyi bir finansman olanağı yaratmaktadır. HAO oranı şirketin hisselerinin ne kadarının halka arz edildiğini göstermektedir. Şirket halka açılarak daha ucuz bir kaynak sağlamış olduğu için borç kullanımı ile halka açıklık oranı arasında negatif bir ilişki vardır.

Değişkenler ve ilişkileri regresyon denkleminde şöyle belirtilebilir.

$$TB/TV = \beta_0 + \beta_1.NDK/TV + \beta_2.DV/TV + \beta_3.HBK + \beta_4.FK/TV + \beta_5.HAO + e_{it} \quad (3.3)$$

3.4.Uzun Vadeli Borç Kullanımı

Uzun vadeli borç bir veya bir yıldan uzun vadeli borçları kapsamaktadır. Uzun vadeli borç daha uzun sürede ödeneceğinden firma için daha cazip olmaktadır. UVB / OS oranı uzun vadeli borçların öz sermaye içindeki payını göstermektedir. Modelde kullanılan değişkenler FK/TV ve DK/TV değişkenidir.

Faaliyet kârı işletmenin diğer gelirleri katılmadan elde ettiği kârı göstermektedir. Analizde kullanılan FK / TV oranı varlık kârlılığını göstermektedir. Kâr artışıyla işletmenin elinde kullanabileceği kaynak sağlanmış olacağından uzun vadeli borç ile faaliyet kârı arasında negatif bir ilişki vardır.

Faaliyet kârı ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki olmasına karşın dönem kârında durum tam tersi olmaktadır. Dönem kârı bulunurken vergi borcu düşülmektedir. Vergi borcu borç kullanımını arttırmaktadır çünkü faiz vergi matrahından düşüldüğü için borç kullanımı cazip hale gelmekte dolayısıyla dönem kârı ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki olmaktadır. DK / TV oranı varlıkların ne kadar etkin kullanıldığını ölçmek için kullanılmaktadır.

Modelden çıkarılacak regresyon denklemi şöyle belirtilebilir.

$$UVB/OS = \beta_0 + \beta_1.FK/TV + \beta_2.DK/TV + e_{it} \quad (3.4.)$$

3.5.Kısa Vadeli Borç Kullanımı

Kısa vadeli borçlar işletmenin bir yıldan daha kısa vadeyle aldığı borçları göstermektedir. Kısa vadeli borç / öz sermaye oranı kısa vadeli borçların öz sermaye içindeki payını göstermektedir. Model kurulurken DV/TV, FK/TV ve DK/TV değişkeni kullanılmaktadır.

Dönen varlıklar değişkeni daha öncede açıklandığı gibi işletmenin kısa sürede nakde çevirebileceği değerlerden oluşmaktadır. Bu yüzden dönen varlıklar ile kısa vadeli borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki vardır. DV / TV değişkeni dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki değerini göstermektedir.

Faaliyet kârında borç kullanımı azalırken dönem kârında durum tam tersi olmaktadır. Faizin vergi matrahından düşülmesi borç kullanımını arttırmaktadır. Dönem kârı bulunurken vergi borcu düştüğü için dönem kârı ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki vardır. DK / TV oranı varlık kârlılığını göstermektedir. Bu koşullar altında modelin regresyon denklemi aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$KVB/OS= \beta_0+ \beta_1.DV/TV+ \beta_2.FK/TV+ \beta_3.DK/TV+ e_{it} \quad (3.5.)$$

4. VERİ VE DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

Bu çalışmada sermaye yapısı araştırılırken İMKB’de işlem gören firmalar gözlemlenerek belirlenen oranlar dâhilinde borç / öz sermaye ilişkisinin ortaya konması hedeflenmiştir. Bunun için kullanılan veri ve değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

4.1. Veri

Çalışmada İMKB’de işlem gören şirketlerin 1992–2001 tarihleri arasındaki borç / öz sermaye ilişkisi, belirlenen oranlar kullanılarak analiz edilmiştir. Araştırmada kullanılan veriler, İMKB bilgi işlem dairesinden bilgisayar ortamında elde edilmiştir. Veriler ham halden işlenmiş hale getirilirken Microsoft Excel, analiz aşamasında ise, SPSS İstatistik programından yararlanılmıştır.

Araştırmamızda 1992–2001 dönemine ait bilânço ve gelir tabloları ile açıklanan ilgili değerler dikkate alınmış ve oranlar hesaplanmıştır.

Hesaplamalarda değerine ulaşamayan veya çeşitli nedenlerle esas alınan zaman periyodunda ulusal pazarda işlem görmeyen hisselerle mali sektör hisseleri, mali tablolarındaki farklılıklar nedeni ile araştırma verisi dışında tutulmuştur.

Belirlenen eleme kriterleri uygulandıktan sonra incelemeye konu olan 1243 gözlem üzerinden analizler gerçekleştirilmiştir.

4.2. Değişkenlerin Tanımlanması

Çalışmada borç oranlarıyla bu oranları etkileyen değişkenler arasındaki ilişkiler regresyon analizi uygulanarak incelenmektedir. Regresyon analizine

konu olan bağımlı değişkenler ile bunların açıklanmasında dikkate alınan açıklayıcı (bağımsız) değişkenler aşağıdaki başlıklarda açıklanmıştır.

4.2.1. Bağımsız Değişkenlerin Tanımlanması

Çalışmada kullanılan toplam 8 bağımsız değişken ve bunlara ilişkin temel istatistikler aşağıda tabloda görülmektedir.

Tablo.4.1.Bağımsız Değişkenler

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
HBK*	1243	-0,1736	2,09	0,036	0,134
MDV/TV	1243	0,0000	0,926	0,312	0,180
FK/TV	1243	-3,5038	0,844	0,111	0,240
NDK/TV	1243	-3,2737	0,560	0,063	0,201
DV/TV	1243	0,0166	0,997	0,619	0,188
FY	1243	1,0000	89,000	27,240	12,390
EFK/TV	1243	-0,8448	0,634	0,169	0,153
HAO	1243	2,0000%	94,000%%	32,970%	18,130%

* 1000 TL

Temel istatistikler dikkate alındığında esas alınan veri açısından 1992–2001 döneminde firmaların ortalama %3,6 hisse başına kâr açıkladıkları görülmektedir. Firma yaşı ortalama 27 olarak bulunurken analize konu olan şirketlerin en genç olanı 1 yıl ile Kristal Kola, en yaşlısı 87 yıl ile Lafarge Aslan Çimento A.Ş. olmuştur. Analizde HAO ortalama %32 olurken Köytaş Tekstil %94 (1998) ile en yüksek halka açık şirket ve Aslan Çimento % 2 (1994) oranı ile en az halka açıklık oranına sahip şirket olmuştur.

Analizde kullanılan değişkenlerin nasıl hesaplandıkları ve ne anlama geldikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

$$HBK_{it} = \frac{DK_{it}}{HS_{it}} \quad (4.1)$$

Dönem Kârı it = i firmasının t yılına ait gelir tablosunda yer alan dönem kârı,
 HS it = i firmasının t yılına ait hisse sayısı.

$$MDV / TV_{it} = \frac{MDV_{it}}{TV_{it}} \quad (4.2)$$

MDV it = i firmasının t yılına ait bilânçoda yer alan maddi duran varlık değeri,
 TV it = i firmasının t yılına ait bilânçosunda yer alan toplam varlıklarının değeri.

$$FK / TV_{it} = \frac{FK_{it}}{TV_{it}} \quad (4.3)$$

FK it = i firmasının t yılına ait gelir tablosunda yer alan faaliyet kârı,
 TV it = i firmasının t yılına ait bilânçosunda yer alan toplam varlıklarının değeri.

$$NDK / TV_{it} = \frac{NDK_{it}}{TV_{it}} \quad (4.4)$$

NDK it = i firmasının t yılına ait gelir tablosunda yer alan net dönem kârı,
 TV it = i firmasının t yılına ait bilânçosunda yer alan toplam varlıklarının değeri.

$$DV / TV_{it} = \frac{DV_{it}}{TV_{it}} \quad (4.5)$$

DV it = i firmasının t yılına ait bilançosunda yer alan dönen varlıklarının değeri,
 TV it = i firmasının t yılına ait bilânçosunda yer alan toplam varlıklarının değeri.

FY_i = i firmasının kuruluş tarihinden t yılına kadar olan yaşı.

$$EFK / TV_{it} = \frac{EKK_{it}}{TV_{it}} \quad (4.6)$$

EFK_{it} = i firmasının t yılına ait gelir tablosunda yer alan esas faaliyet kârı,

TV_{it} = i firmasının t yılına ait bilançosunda yer alan toplam varlıklarının değeri.

$$HAO_{it} = \frac{\text{Halka açık hisselerin toplam nominal değeri}_{it}}{\text{Tüm hisselerin nominal değeri}_{it}} \quad (4.7.)$$

HAO_{it} = i firmasının t yılına ait halka açık hisselerinin toplam nominal değerinin tüm hisselerinin nominal değerine oranıdır.

4.2.2. Bağımlı Değişkenlerin Tanımlanması

Analizde kullanılan değişkenlerin nasıl hesaplandıkları ve ne anlama geldikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

Çalışmada kullanılan toplam 5 bağımlı değişken ve bunlara ilişkin temel istatistikler aşağıda tabloda görülmektedir:

Tablo.4.2. Bağımlı Değişkenler

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
(UVB/(UVB+OSPDG))	1243	-2,3810	28,036	0,100	0,833
KVB/OS	1243	-3,5038	0,844	0,111	0,240
B/OS	1243	-454,9100	240,042	1,537	22,297
TB/TV	1243	-3,2737	0,560	0,063	0,201
UVB/OS	1243	-93,3600	45,640	0,321	3,836

Tablo 4.2.'ye göre borç / öz sermaye oranı değişkenler arasında ortalama ve standart sapma açısından karşılaştırıldığında en yüksek değere sahip değişken olmuştur. Diğer en yüksek ortalamaya sahip değişken 0,3 ile uzun vadeli borç / öz sermaye değişkeni olmuştur.

Analizde kullanılan değişkenlerin nasıl hesaplandıkları ve ne anlama geldikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

$$UVB/(UVB + OSPD))_{it} = \frac{UVB_{it}}{UVB_{it} + OSPD_{it}} \quad (4.13.)$$

UVB_{it} = i firmasının t yılına ait bilançoda kayıtlı olan uzun vadeli borç oranı,

$OSPD_{it}$ = i firmasının t yılına ait hisse sayısı x hisse fiyatı.

$$KVB/OS_{it} = \frac{KVB_{it}}{OS_{it}} \quad (4.14)$$

KVB_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçoda yer alan kısa vadeli borç miktarı

OS_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçoda yer alan öz sermaye değeri.

$$B/OS_{it} = \frac{B_{it}}{OS_{it}} \quad (4.15)$$

B_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçoda yer alan borç miktarı,

OS_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçodaki öz sermaye değeri.

$$TB/TV_{it} = \frac{TB_{it}}{TV_{it}} \quad (4.16)$$

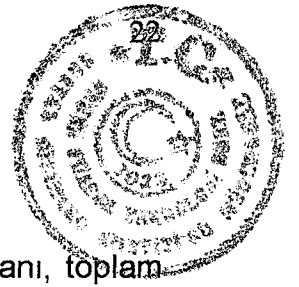
TB_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçoda yer alan toplam borçlarının miktarı,

TV_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçosunda yer alan toplam varlıklarının değeri.

$$UVB/OS_{it} = \frac{UVB_{it}}{OS_{it}} \quad (4.17)$$

UVB_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçoda kayıtlı olan uzun vadeli borç oranı,

OS_{it} = i firmasının t yılına ait bilânçodaki öz sermaye değeri.



5. ARAŞTIRMA BULGULARI

Araştırmanın bulguları; uzun vadeli borç oranı, kaldıraç oranı, toplam borç oranı, borç/öz sermaye oranı ve kısa vadeli borç/öz sermaye oranı olmak üzere beş alt başlık altında incelenecektir.

5.1. Sürekli Sermaye Kullanımı

Uzun vadeli borçla ilgili yapılan ilk analiz, uzun vadeli borç ile öz sermaye arasındaki ilişkiyi esas almaktadır. Analize alınan değişkenler ile ilgili temel istatistikler Tablo.5.1’de verilmiştir.

Tablo.5.1. Sürekli Sermaye Kullanımı İle İlgili Temel İstatistikler

	N	Ortalama	Standart Sapma	KORELASYON			
				UVB/(UVB+OSPD))	FK/TV	MDV/TV	HBK
(UVB/(UVB+OSPD))	1031	0,048	0,077	1,000	-0,406	0,168	-0,119
FK/TV	1031	0,169	0,148	-0,406	1,000	-0,162	0,432
MDV/TV	1031	0,2998	0,1692	0,168	-0,162	1,000	-0,097
HBK	1031	0,45	0,1456	-0,119	0,432	-0,097	1,000

Tablo 5.1.’e göre en büyük ortalamaya sahip değişken MDV/TV değişkenine aittir. UVB/UVB+OSPD değişkeni en düşük ortalama ve standart sapmaya sahiptir. HBK’in ortalaması yüzde 45 ve standart sapması yüzde 14 olmuştur.

Analiz sonuçları ise Tablo 5.2’de görülmektedir.

Tablo. 5.2. Sürekli Sermaye Kullanımı İle İlgili Analiz Sonuçları

UVB /(UVB+OSPD)	N	β_{0a} t	β_1 (FK/TV) t	β_2 (MDV/TV) t	β_3 (HBK) t	F	R^2_b
	1031	0,069 12,698*	-0,220 -13,303*	0,049 3,727*	0,039 2,333***	75,257	0,178

*0,001, **0,01 ve ***0,05 düzeyinde anlamlıdır.

a β_0 normal, β_{1-3} 'ler ise standardize edilmiş değerleri göstermektedir.

b Düzeltilmiş R^2 değerleri kullanılmıştır.

β_1 katsayısının -0,220 olması modelde FK/TV değişkeninin bağımlı değişkeni negatif etkilediğini göstermektedir. Bunun anlamı, faaliyet kârı arttıkça şirket gerekli kaynağı sağlamış olacağından borç kullanımını azaltacaktır. Analizde β_2 katsayısının 0,049 olarak bulunması MDV/TV değişkeninin bağımlı değişkeni pozitif etkilediğini yani maddi varlıkların finansmanının uzun vadeli borçla yapıldığını göstermektedir. Hisse başına kâr ile uzun vadeli borç ilişkisini gösteren β_3 katsayısının 0,039 olarak bulunması, hisse başına kar arttıkça firmanın piyasa değerliliği artmakta ve dolayısıyla aynı UVB/UVB+OSPD sağlamak için firmanın uzun vadeli finansmana yönelmesinin olumlu yönde olacağını göstermektedir.

5.2.Kaldıraç Kullanımı

Borç oranının öz sermaye içindeki payını yani kaldıraç oranını araştırdığımız bu analizde temel istatistikler Tablo 5.3'de verilmiştir.

Tablo.5.3. Kaldıraç Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler

	N	Standart Sapma	Ortalama	KORELASYON					
				NDK/TV	DV/TV	MDV/TV	FY	HBK	FK/TV
NDK/TV	1029	0,098	0,112	1,000	0,155	-0,150	-0,009	0,404	0,957
DV/TV	1029	0,1787	0,6337	0,155	1,000	-0,780	-0,019	0,1260	0,1979
MDV/TV	1029	0,169	0,3003	-0,150	-0,780	1,000	-0,070	-0,100	-0,169
FY	1029	12,2	27,42	-0,009	-0,019	-0,070	1,000	-0,030	0,011
HBK	1029	0,1456	0,045	0,404	0,1260	-0,100	-0,030	1,000	0,431
FK/TV	1029	0,1478	0,170	0,957	0,1979	-0,169	0,011	0,431	1,000

Temel istatistikler dikkate alındığında DV/TV değişkeni en yüksek ortalama ve standart sapmaya sahip değişken olmuştur. HBK ortalama yüzde 4 ve standart sapma olarak yüzde 14 olmuştur. FY ortalama 27 yıl olurken standart sapması 12 yıl olmuştur.

Kaldıraç oranı ile ilgili analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo.5.4.Kaldıraç Kullanımıyla İlgili Analiz Sonuçları

B/O	N	β_0	β_1 (NDK/TV)	β_2 (DV/TV)	β_3 (MDV/TV)	β_4 (FY)	β_5 (HBK)	β_6 (FK/TV)	F	R^2
	1029	1,942	-3,716	2,834	-2,106	-0,016	1,276	-3,982	82,23	0,321
		4,343*	-2,091*	6,179*	-4,389*	-4,068*	3,341**	-3,287	5	

*0,001, **0,01 ve ***0,05 düzeyinde anlamlıdır.

a β_0 normal, β_{1-3} 'ler ise standardize edilmiş değerleri göstermektedir.

b Düzeltilmiş R^2 değerleri kullanılmıştır.

β_1 katsayısı NDK/TV değişkeninin bağımlı değişkeni etkileme oranını göstermektedir ve modelde -3,716 olarak bulunmuştur. Bu, artışıyla borç kullanımının azalacağını göstermektedir. β_2 katsayısının 2,834 olarak bulunması DV/TV değişkeninin bağımlı değişkeni pozitif yönde etkilediğini, yani dönen varlıkların finansmanının borçla yapıldığını göstermektedir. MDV/TV değişkeninin bağımlı değişkeni açıklama oranını β_3 katsayısı göstermektedir ve bu oran -2,106 olarak bulunmuştur. Bu katsayının negatif çıkmasının nedeni maddi duran varlıkların finansmanının borçtan ziyade öz kaynaklarla yapılmasından dolayıdır. β_4 katsayısı -0,016 olarak bulunmuştur ve bu oran bize firma yaşı değişkeni ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Sektörde daha uzun süre faaliyette bulunan firmalar borçtan ziyade öz kaynaklarla finansmana gitmektedirler. Hisse başına kâr değişkeninin bağımlı değişkeni açıklama oranını gösteren β_5 katsayısı 1,276 olarak bulunması hisse başına kâr artışıyla firmanın borç bulması kolaylaşacağından hisse başına kâr ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Son olarak β_6 değişkeni -3,982

olarak bulunmuştur. β_6 değişkeni FK/TV değişkenini temsil etmektedir ve faaliyet karında artış olduğunda borç kullanımı azalacağı için bu değişkenin işareti negatif çıkmıştır.

5.3. Toplam Borç Kullanımı

Toplam borç oranının araştırıldığı bu analizde temel istatistikler Tablo.5.5'de verilmiştir.

Tablo 5.5. Toplam Borç Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler

	N	Standart Sapma	Ortalama	KORELASYON				
				FK/TV	NDK/TV	DV/TV	HBK	HAO
FK/TV	1033	0,1509	0,169	1,000	0,955	0,191	0,426	0,009
NDK/TV	1033	0,1029	0,111	0,607	1,000	0,150	0,393	0,040
DV/TV	1033	0,1789	0,6343	0,653	0,150	1,000	0,1230	0,046
HBK	1033	0,1454	0,045	0,312	0,393	0,1230	1,000	-0,025
HAO	1033	17,72	32,39	-0,097	0,040	0,046	-0,025	1,000

Tablo 5.5.'e göre HAO ortalama yüzde 32 ve HBK ortalama yüzde 4 olmuştur. En büyük standart hata DV/TV değişkenine aitken en düşük standart hata NDK/TV değişkeninin olmuştur.

Toplam borç oranıyla ilgili analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo.5.6. Toplam Borç Kullanımıyla İlgili Analiz Sonuçları

TB/TV	N	β_0 t	β_1 t	β_2 t	β_3 t	β_4 t	β_5	F	R^2_b
HAO(β_5)	1033	0,277 17,66*	-0,347 -2,717	0,570 25,44*	0,179 6,165*	-0,712 -7,644*	-0,000 -2,645**	240,97	0,583

*0,001, **0,01 ve ***0,05 düzeyinde anlamlıdır.

a β_0 normal, β_{1-3} 'ler ise standardize edilmiş değerleri göstermektedir.

b Düzeltilmiş R^2 değerleri kullanılmıştır.

Modeldeki NDK/TV değişkenin bağımlı değişkeni ters etkilediğini β_1 katsayısının -0,347 olmasından anlıyoruz. Bu oranın negatif olmasının

nedeni, net dönem kârının artışıyla firmanın borç kullanması azalacağı içindir. β_2 katsayısı 0,570 olarak bulunmuştur ve DV/TV değişkeninin bağımlı değişkeni pozitif etkilediğini, dönen varlıkların borçla finanse edildiğini göstermektedir. β_3 katsayısı hisse başına kâr değişkeni ile borç kullanımı arasındaki ilişkiyi göstermektedir ve 0,179 olarak bulunmuştur. Hisse Başına Kâr değişkeninin bağımlı değişkeni pozitif etkilemesi kârın borç kullanımını azalttığını göstermektedir. β_4 katsayısı -0,712 olarak bulunmuş ve FK/TV değişkeninin bağımlı değişkeni negatif etkilediğini göstermektedir. Faaliyet kârı arttıkça işletme borç kullanımını azaltma yoluna gidecektir. HAO'nın bağımlı değişkeni negatif etkilediğini β_5 katsayısından anlıyoruz ve modelde β_5 -0,000 olarak bulunmuştur. HAO arttıkça işletmenin ihtiyaç duyacağı finansman borçlanmaya göre daha ucuz ve sağlıklı bir şekilde sağlanacağı için halka açıklık oranı ve borçlanma arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır.

5.4. Uzun Vadeli Borç Kullanımı

Borç oranının öz sermaye içindeki payını yani kaldıraç oranını araştırdığımız bu analizde temel istatistikler Tablo 5.7'de verilmiştir

Tablo.5.7. Uzun Vadeli Borç Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler

	N	Ortalama	Standart Sapma	KORELASYON	
				FK/TV	DK/TV
FK/TV	1033	0,169	0,1509	1,000	0,980
DK/TV	1033	0,164	0,1455	0,653	1,000

Tablo 5.7'ye göre FK/TV değişkeni ile DK/TV değişkeninin ortalama ve standart sapması birbirlerine çok yakın olarak çıkmıştır.

Borç / öz sermaye oranı ile ilgili analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo.5.8 Borç / Öz sermaye Oranıyla İlgili Analiz Sonuçları

UVB/OS	N	β_{0a} t	β_1 (FK/TV) t	β_2 (DK/TV) t	F	R^2_b
DK/TV (β_2)	1033	0,600 8,711*	-10,286 6,668*	9,249 5,780*	-29,715	0,053

*0,001, **0,01 ve ***0,05 düzeyinde anlamlıdır.

a β_0 normal, β_{1-3} 'ler ise standardize edilmiş değerleri göstermektedir.

b Düzeltilmiş R^2 değerleri kullanılmıştır.

β_1 katsayısı FK/TV değişkeni ile bağımlı değişken arasındaki ilişkiyi göstermektedir ve modelde -10,286 olarak bulunmuştur. Bu oranın negatif bulunması faaliyet kârı artışıyla işletmenin gereksinim duyacağı fonlar sağlanmış olacağından borç kullanımının azalacağını göstermektedir. DK/TV değişkeninin bağımlı değişkeni açıklama oranını β_2 katsayısı göstermektedir ve modelde 9,249 olarak bulunmuştur. β_2 katsayısının pozitif olarak bulunması dönem kârı ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki olmasını göstermektedir. Faizin vergi matrahından düşülmesi borç kullanımını artırmaktadır.

5.5.Kısa Vadeli Borç / Öz Sermaye Kullanımı

Kısa vadeli borç oranını araştırdığımız bu analizde temel istatistikler Tablo 5.9'da verilmiştir:

Tablo.5.9. Kısa Vadeli Borç / Öz Sermaye Kullanımıyla İlgili Temel İstatistikler

	N	Ortalama	Standart Sapma	KORELASYON		
				FK/TV	DK/TV	DV/TV
FK/TV	1031	0,1702	0,1481	1,000	0,979	0,193
DK/TV	1031	0,1652	0,1424	0,979	1,000	0,217
DV/TV	1031	0,6342	0,1788	0,193	0,217	1,000

En büyük ortalama yüzde 63 ile DV/TV değişkenine ait olurken en küçük ortalama yüzde 16 ile DK/TV değişkenine ait olmuştur. Standart sapmalar açısından karşılaştırıldığında en büyük standart hata DV/TV değişkeninin olmuştur.

Kısa vadeli borç / öz sermaye oranı ile ilgili analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 5.10: Kısa Vadeli Borç / Öz Sermaye Kullanımıyla İlgili Analiz Sonuçları

KVB/OS	N	β_{0a} t	β_1 t	β_2 t	β_3 t	F	R^2_b
	1031	-1,036 5,664*	-2,285 8,082*	-18,92 -4,580*	12,699 2,940**	43,252	0,110

*0,001, **0,01 ve ***0,05 düzeyinde anlamlıdır.

a β_0 normal, β_{1-3} 'ler ise standardize edilmiş değerleri göstermektedir.

b Düzeltilmiş R^2 değerleri kullanılmıştır.

β_1 katsayısı DV/TV değişkeninin bağımlı değişkeni açıklama oranını göstermektedir ve modelde 5,664 olarak bulunmuştur. Bu oranın pozitif çıkması dönen varlıkların finansmanında borç kullanımına gidildiğini göstermektedir. FK/TV değişkeninin bağımlı değişkeni açıklama oranını β_2 katsayısı göstermektedir ve modelde -18,924 olarak bulunmuştur. Bunun anlamı, faaliyet kârı artışıyla gerekli fonlar bulunmuş olacağından borç kullanımı azalacaktır. β_3 katsayısı modelde 12,699 olarak bulunmuştur. β_3 katsayısı DK/TV değişkeninin bağımlı değişkeni pozitif olarak etkilediğini yani dönem kârı ile borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

6. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Çalışmamızda sermaye yapısı ve buna etki eden faktörler İMKB’de işlem gören 1243 şirketin 1992–2001 yılları arasındaki borç / öz sermaye kullanımı belirlenen değişkenler çerçevesinde araştırılmaya çalışılmıştır. Ortaya çıkan önemli sonuçlar aşağıdaki gibidir:

1. Faaliyet kârlarında artış olduğunda şirketler borç kullanmak yerine kâra yönelmektedirler. Türkiye’de borç bulmanın zor ve pahalı olması dolayısıyla şirketler karlarını kullanarak finansman olanağı bulmaktadırlar. Dolayısıyla faaliyet kârındaki artışlar borç kullanımını azaltmaktadır. Şirketler kar kullanımına yöneldiklerinde diğer bakımdan da borcun maliyetinden ve riskinden uzaklaşmış olmaktadır.
2. Sektörde görece daha uzun süre faaliyet gösteren firmalar içinde bulundukları piyasayı daha iyi bilmektedirler ve deneyimleriyle piyasa koşullarına uygun karar verebilmektedirler. Yeni kurulan bir firmaya göre daha istikrarlı bir finansal yapıya sahip olduklarından finansman için borç kullanmak yerine öz sermaye eğilimlidirler.
3. Çalışmada net dönem kârının artmasıyla borç kullanımının azaldığı görülmektedir. Net dönem karı işletmenin elinde kullanabileceği kaynak yaratmış olacağından borç kullanımını azaltmaktadır. İşletmelerin borç kullanmasının diğer bir nedeni vergi avantajı yaratmasıdır. Şöyle ki borç için ödenen faiz vergi borcundan düşülmekte ve işletme için bir vergi avantajı doğurmaktadır. Bu durum, dönem karında artış olduğunda borç kullanımına gidilmesinde görülmektedir. Dönem karından vergi borcu düşüleceği için bu aşamada işletme borç kullanımını seçmektedir.
4. Dönen varlıklar, işletmenin kısa vadede kendini finanse edeceği varlıklardan oluşmaktadır ve bu varlıkların kısa vadeli borçla finanse edilmesi gerekir. Çalışmada dönen varlıklar beklendiği gibi kısa vadeli borçla finanse edilmiştir.



5. Halka açılarak işletmeler borca göre daha ucuz ve sürekli bir finansman yöntemi sağlamış olmaktadır. Halka açıklık oranı arttıkça borç kullanımı beklendiği gibi azalmaktadır.

Çalışmamızda ortaya çıkan ilişkiler daha önce yapılan çalışmaları desteklemektedir. Genellikle kârlı firmalar borç kullanmaktan kaçınarak öz kaynak kullanımını tercih etmektedirler. Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde şirketler borçtan ziyade halka açılmayı iyi bir finansman yöntemi olarak görmektedirler.



KAYNAKLAR



1. Aivazian, V. – j. Callen (1980), "Corporate Leverage and Growth: The Game Theoretic Issues", **Journal Of Financial Economics**, s.379-399
2. Akgüç, Öztin (1979) ,"Finansal Yönetim", **İstanbul Üniversitesi Yayınları**, s. 453-499
3. Altuğ, Osman (1988), "Finansal Yönetim İlkeler, Uygulamalar", **Marmara Üniversitesi Yayınları**.s.s.283-284
4. Bhaduri, S. N.(2002), "Determinants Of Corporate Borrowing:Some Evidence From The Indian Corporate Structure", **Journal Of Economics And Finance**, Summer, s.200-215
5. Booth, L.- V. Aivazian- A. Demirgüç Kunt- V. Maksimovic (2001), "Capital Structure İn Developing Countries", **Journal Of Finance**, s.87-130
6. Bradley, M.- G. jarrell- E.H. Kim (1984), "On The Existence Of An Optimal Capital Structure:Theory And Evidence",**Journal Of Finance**, July, s.857-878
7. Brigham, E.F.(1996),"Financial Management", **Florida Üniversitesi Yayınları**, s.205-242
8. Burton, H. A.(1999), "An Examination Of The Effect Of An Integrated Tax System On Corporate Capital Structure", **Journal Of Accounting And Finance Research**, Summer, s.26-39
9. Chen ,C. J.P. – Cheng C.S A.- He J. – Kim J. (1997), "An Investigation Of The Relationship Between International Activities And Capital Structure", **Journal Of International Business Studies**, Summer, s.563-577
10. Çağıl G.(2001),"Sermaye Maliyeti Ve Optimal Sermaye Yapısı",**Yayınlanmış Master Tezi**, Marmara Üniversitesi, İstanbul
11. DeAndelo, H.-R.Masulis (1980),"Optimal S-Capital Structure Under Corporate And Personal Taxation, **Journal Of Financial Economics**, s.3-29
12. Diamond, D.M.(1991),"Debt Maturity Structure And Liquidity Risk", **Quarterly Journal Of Economics**, s.709-737

13. Donaldson, G.(1961), "Corporate Debt Capacity: A Study Of Corporate Debt Policy And The Determination Of Corporate Debt Capacity", **Harvard Business School**, Harvard Üniversitesi
14. Erdoğan, Muammer (1990), "İşletme Finansmanı", **Dicle Üniversitesi Yayınları**, s.211-235
15. Ghosh, A.-F. Cai-W. Li (2000), "The Determinants of Capital Structure", **American Business Review**, s.129-132
16. Gönenli, Atilla (1970), "İşletmelerde Finansal Yönetim", **İstanbul Üniversitesi Yayınları**, s.139-158
17. Hall, G.-P. Hutchinson-N. Michaelas (2000), "Industry Effects On The Determinants Of Unquoted SMES' Capital Structure", **International Journal Of The Economics Of Business**, s.297-312
18. Hamada, R.S. (1972), "The Effect Of The Firm's Capital Structure On The Systematic Risk Of Common Stocks", **Journal Of Finance**, s.435-452
19. Harris, M.-A. Raviv (1991), "The Theory Of Capital Structure", **Journal Of Finance**, March, s.297-355
20. Hatfield, G.B.-L.T.W. Cheng-W.N. Davidson (1994), "The Determination Of Optimal Capital Structure: The Effect Of Firm And Industry Debt Ratios On Market Value", **Journal Of Financial And Strategic Decisions**, Fall, s.1-14
21. Hovakimian, A.-T. Opler-S. Titman (2001), "The Debt-Equity Choice", **Journal Of Financial And Quantitative Analysis**, March, s.1-24
22. Huisman, J.-N. Hermes (1997), "Financial Liberalization in India and the Impact on Business Investment", **International Journal of Development Banking** 15, s.3-14
23. Jensen, M.C.(1986), "Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance And Takeovers", **American Economic Review**, s.323-339
24. Jensen, M.C.- W.H. Meckling.(1976), "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure", **Journal Of Financial Economics**, December, s.305-360
25. Lev, B. (1974), "On The Association Between Operating Leverage And Risk", **Journal Of Financial And Quantitative Analysis**, September, s.627-641

26. Mandelker G.N.- Rhee S.G. (1984), "The Impact Of The Degrees Of Operating And Financial Leverage On Systematic Risk Of Common Stock", **Journal Of Financial And Quantitative Analysis**, March, s.45-97
27. Masulis, R.W. (1983), "The Impact Of Capital Structure Change On Firm Value: Some Estimates", **Journal Of Finance**, March, s.107-126
28. Mayer, C.(1990), "Financial System, Corporate Finance And Economic Development In Asymetric Information, Capital Market And Investment", **Chicago University Press**.
29. Miller, M. (1977), "Debt And Taxes", **Journal Of Finance**, May, s.261-275
30. Modigliani, F.- M.H Miller (1958), "The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment", **American Economic Review**, s.261-297
31. Modigliani, F.- M.H.Miller(1963), "Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction", **American Economic Review**, s.433-442
32. Moh'd, M. A.-L. G. Perry- J. N. Rimbey (1998), "The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policiy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis", **The Financial Review**, s.85-98
33. Mohamad, M. H.(1995), "Capital Structure In Large Malaysian Companies", **Management International Review**, s.119-130
34. Myers, S.(1977), "Determinants Of Corporate Borrowing", **Journal Of Financial Economics**, s.147-176
35. Myers, S.(1984), "The Capital Structure Puzzle", **Journal Of Finance**, s.575-592
36. Myers, S.- N.Majluf (1984), "Corporate Financing And Investment Decision When Firms Have Information Investors Do Not Have", **Journal Of Financial Economics**, s.187-221
37. Pettit ,R.R.- R.F.Singer (1985), "Small Business Finance:A Research Agenda", **Financial Management**, s.47-60
38. Ryen, G. T.-Vasconcellos G.M – Kish R.J .1997), "Capital Structure Decisions:What Have We Learned?", **Business Horizons**, September-October, s.41-50
39. Scherr, F.C.- Hulburt H. M. (2001), "The Debt Maturity Structure Of Small Firms", **Financial Management**, Spring, s.85-111



40. Schwartz E.-J.R.Aronson (1967), "Some Surrugate Evidence In Support Of The Concept Of Optimal Financial Structure", **Journal Of Finance**, March, s.10-18
41. Toprakçı, Tuba (1994), "Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Yapısını Etkileyen Etmenler Ve Türkiye'de Sektörlerle Finansal Yapı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma", **Yayınlanmış Master Tezi**, İstanbul Üniversitesi



ÖZGEÇMİŞ



Özlem KAYA, 1977 yılında İstanbul'da doğdu. İlköğretimini Nihat erim İlköğretim Okulu'nda tamamladıktan sonra Semiha Şakir Lisesi'nden 1992 yılında mezun oldu. 1995 yılında Kartal Ticaret Lisesi muhasebe bölümünden mezun oldu. 1996 yılında Yıldız Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü'nü kazandı ve 2000 yılında bölüm ve fakülte üçüncüsü olarak mezun oldu. Aynı yıl Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü'nde işletme yüksek lisansına başladı. 2003 yılından beri İş Bankası'nda çalışmaktadır.

