

T.C.
ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI

BANKA TAHVİL İHRAÇLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ:
BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Sevgi ERGÜN

Danışman
Prof. Dr. Sadık ÇUKUR

BOLU 2015

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Sevgi ERGÜN'e ait "Banka Tahvil İhraçlarının Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama" adlı çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak oy birliğiyle/ oy çokluğuyla kabul edilmiştir.

25.12.2015

Unvan, Adı, Soyadı

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof. Dr. Sadık ÇUKUR



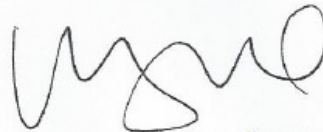
Üye : Doç. Dr. Ümit GÜMRAH



Üye : Doç. Dr. Rasim İlker GÖKBULUT



Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı



Doç. Dr. Erol ÖZTÜRK

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ETİK UYGUNLUK BEYANI

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum,“**Banka Tahvil İhraçlarının Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama**” başlıklı çalışmanın yazılmasında, bilimsel ve etik kurallara uyulduğunu, başvuru kaynaklardan yapılan alıntılarının bilimsel kurallara uygun olarak metin içinde, dipnotlarda ve kaynaklarda gösterildiğini, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin tamamının ya da bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitede bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Sevgi ERGÜN

25 .12.2015

ÖZET

BANKA TAHVİL İHRAÇLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL’DA BİR UYGULAMA

Sevgi ERGÜN

Yüksek Lisans Tezi

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Sadık ÇUKUR

Aralık 2015, 81 + XV Sayfa

Ülkemizde borsa benzeri faaliyetler 1866 yılında Osmanlı döneminde başlamış olup, tahvil kavramı ise ülkenin içinde bulunduğu finansal sıkıntıdan kurtulmak için kullanılan başlarda Batılı ülkelerden özenilerek çıkartılan bir borçlanma aracı olarak ortaya çıkmıştır. Günümüzde yoğunlukla 2005 yılından itibaren özel sektör firmaları tarafından kullanılmaya başlanan ve son yıllarda en fazla kullanılan menkul kıymetlerden birisi olmaktadır.

Son zamanlarda piyasada işlem hacmi en yüksek menkul kıymetler hisse senedi ve tahvillerdir. Bu çalışmada tahvil ihraçları ele alınacak ve bankaların piyasa değerine etkisi olup olmadığı olay çalışması metodu ile analiz edilecektir.

Tahvil ihraçlarının, firmanın gerçekleştirmiş olduğu ihraç büyüklüğü, tahvilin vadesi, faiz oranı ve para birimi, firma büyüklüğü ve tahvil türü gibi birçok faktör göz önüne alındığında banka piyasa değeri üzerinde etkili olması beklenir. Bu etki genellikle olay penceresinde Anormal Getiri (AG) ve değişik olay pencerelerinde ortaya çıkan Kümülatif Anormal Getiri (KAG) ile ölçülür. Firmaların gerçekleştirmiş olduğu ihraçlar birebir analiz edildiğinde yoğunlukla AG tespit edilirken, toplulaştırılmış verilerle yapılan analizlerde aynı güçlü etki görülmemiştir. Firmaların ihraç büyüklüklerinin toplam aktiflerine oranı göz önüne alınarak yapılan değerlendirmede

yüksek miktartlı ihraçlarda negatif ve pozitif AG elde edilirken, küçük miktartlı ihraçlarda genellikle AG'ye rastlanmamıştır. Aynı zamanda firmaların ilk ihraç tarihlerinde de pozitif KAG elde edilmiştir.

Anahtar kelimeler: Tahvil İhracı, Banka Piyasa Değeri, Olay Çalışması, Borsa



ABSTRACT**EFFECT OF BOND ISSUANCE ON BANK MARKET VALUE:
A STUDY IN İSTANBUL STOCK EXCHANGE****Sevgi ERGÜN****Masters Thesis****Department of Management****Advisor: Prof. Dr. Sadık ÇUKUR****December 2015, 81 + XV Pages**

In our country activities like stock market have been started since 1866 in Ottoman Period. The term of bond in the beginning used to get rid of dept for country. In our coutry was issued bond as a dept instrument and it emerged enviably to Western Country. Nowadays bond is one of the most used security issuance and bond has been used generally by private sector firms since 2005.

Recently, the highest trading size securities in the market equity shares and bonds. This study is dealt with bond issues which is analyzed to bond issues effect of firms market value or not by event study method.

Bond issues are expected to effect on firm market value when we take into account the firm issue size, bond maturity, interest rate and currency, firm size and type of bond. This effect is usually measured by Abnormal Return (AR) in event Windows and in the several different event windows is measured by Cumalative Abnormal Return (CAR). The results indicate that these firm bonds by individually produce AR, but the aggregation by several criteria don't exhibit a strong effect. Firms market value will be analyzed by the method of event study. In this event study is take into account to the ratio of issues sizes to total asset of the firms while acquiring pozitive and negative

Abnormal Return (AR) in the large amount issue, It no usually found in the small amount issue. At the same time, date of first issue of the firms was obtained positive Cumulative Abnormal Return (CAR).

Key words: Bond Issue, Bank Market Value, Event Study, Stock Market





*Bugünlere gelmemde desteklerini ve
emeklerini esirgemeyen canım aileme...*

ÖN SÖZ

Bu çalışmada banka tahvil ihraçlarının bankaların piyasa değerine etkisi, menkul kıymetin çeşitli özellikleri göz önüne alınarak tahvil ihraç eden BİST'e üye 6 banka üzerinde değerlendirildi.

Tez çalışmam boyunca, tez konumun belirlenmesinden itibaren tüm çalışma sürecinde desteğini, emeğini ve anlayışını esirgemeyen değerli hocam Sayın Prof. Dr. Sadık Çukur'a ve analiz aşamasında yardımda bulunun tüm hocalarıma,

Tez çalışmamın savunulmasında yer alan jüri üyelerine,

Tez çalışmamda hep yanımda olan ve yardımcı olan en yakın arkadaşlarım Coşkun Ceviz ve Nursel Söylemez'e,

Aileme, özellikle bana karşı her türlü desteği esirgemeyen, sabır gösteren Anneme, Babama ve Ablama desteklerinden dolayı en derin teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Sevgi ERGÜN

25.12.2015

İÇİNDEKİLER

ONAY SAYFASI.....	ii
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	vi
ÖN SÖZ	ix
İÇİNDEKİLER	x
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ.....	xiv
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xv
 GİRİŞ	 1
 I. BÖLÜM	
1. GENEL AÇIKLAMA	3
1.1. Tahvil Kavramı, Tahvilin Özellikleri ve Tahvil Piyasasının Tarihi Gelişi ve Türkiye.....	4
1.1.1. Tahvil Kavramı Ve Tahvilin Özellikleri.....	4
1.1.2. Tahvil Piyasasının Tarihi Gelişimi ve Türkiye	5
1.2. Tahvil Türleri.....	7
1.2.1. Devlet Tahvilleri – Özel Sektör Tahvilleri.....	7
1.2.2. Primli Tahviller – Başabaş Tahviller	8
1.2.3. İkramiyeli Tahviller	8
1.2.4. Garantili ve Garantisiz Tahviller.....	8
1.2.5. Nama ve Hamiline Tahviller.....	9
1.2.6. Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller	9
1.2.7. Sabit ve Değişken Faizli Tahviller.....	10
1.2.8. İndeksli Tahviller	10
1.3. Tahvil Türevleri	10
1.3.1 Rüchan Haklı Tahviller.....	10

1.3.2. Kara İştirakli Tahviller	11
1.3.3. Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller (HDT).....	11
1.4. Tahvillerde Değer Tanımlamaları.....	12
1.4.1 Nominal Değer	12
1.4.2. İhraç Değeri.....	13
1.4.3. Piyasa Değeri	13
1.5. Hisse Senedi ve Tahvil Arasındaki Farklar	13

II. BÖLÜM

2. FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI, ÖNEMİ VE SERMAYE YAPISI 15

2.1. Değer ve Değerleme Kavramları	16
2.2. Uluslararası Firma Değerleme Kuruluşları.....	18
2.3. Firma Değerine Etki Eden Faktörler.....	18
2.3.1. Tahmin Dönemi	20
2.3.2. Paranın Zaman Değeri.....	21
2.3.3. Artık Değer (Residual Value)	22
2.3.4. Şerefiye (Peştemallik Değeri)	23
2.3.5. Kaldıraç	24
2.3.5.1. Finansal Kaldıraç.....	25
2.3.5.1.1. Finansal Kaldıraç Riski.....	27
2.3.5.2. Toplam (Bileşik) Kaldıraç.....	29
2.3.6. Firmanın Sermaye Bileşimi	30
2.3.6.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	32
2.3.6.2. Net Gelir Yaklaşımı	33
2.3.6.3. Geleneksel Yaklaşım.....	35
2.3.6.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı	36
2.3.6.4.1. Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri.....	38
2.3.6.5. Günümüzdeki Yaklaşımlar.....	41
2.3.6.5.1. Asimetrik Bilgi Kuramı	41
2.3.6.5.2. Dengeleme Teorisi	41
2.3.6.5.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	42
2.3.6.5.4. Vergi Etkisi Teorisi.....	42

III. BÖLÜM

3. ÇALIŞMANIN ÖNEMİ.....	43
3.1. Literatür	48

IV. BÖLÜM

4. AMPİRİK ÇALIŞMA.....	52
4.1. Veri	52
4.2. Metod	53
4.2.1. Parametrelerin Tahmini.....	53
4.2.2. Hipotezler.....	56

V. BÖLÜM

5. ANALİZ SONUÇLARI	57
5.1. Tahvil İhraçlarının Firma Piyasa Değerine Etkisi	57
5.2. Bankanın Olay Penceresinde ve -5,+5 Aralığındaki Anlamlı Olay Sayıları	58
5.3. Bankaların Toplulaştırılmış Değerleme Sonuçları	60

VI. BÖLÜM

6. SONUÇ.....	64
----------------------	-----------

KAYNAKLAR.....	67
-----------------------	-----------

EKLER	74
--------------------	-----------

EK 1: Tahvil İhraçlarının Bankalar Bazında Elde Edilen Sonuçları.....	75
---	----

ÖZ GEÇMİŞ	79
------------------------	-----------

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 2.1: Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Kredi Notları.....	18
Tablo 3.1: Son Yıllarda Borsaya Kote Olan Bankaların Gerçekleştirdikleri Tahvil İhraç Büyüklükleri	44
Tablo 3.2: Borsaya Kote Olan Bankaların Toplam Aktif Ve Toplam Özsermaye Değerleri	45
Tablo 3.3: Tüm Bankaların Son Yıllardaki Tahvil İhraç Miktarları Ve Ne Kadarının Borsaya Kota Edildiği Aşağıda Gösterilmiştir.	45
Tablo 3.4: Yabancı Para(y.p.) Cinsinden Gerçekleştirilen Tahvil İhraçlarının Bankacılık Sisteminde Oluşan Açık Pozisyon Üzerindeki Etkisi	47
Tablo 3.5: Bankaların Son Yıllarda Mevduat Miktarlarındaki Toplam Değişim.....	47
Tablo 5.1: Borsaya Kote Olan Bankaların Son Yıllarda İhraç Ettikleri Tahvil Miktarları	57
Tablo 5.2: 6 Bankanın 92 İhraç Olayı Üzerinde Yapılan Değerlendirmeler Sonucunda Bulunan T-st, AG Oranlarının Olay Penceresinde Gösterimi	59
Tablo 5.3: 6 Bankanın 92 Olayının Toplulaştırılmış Değerlendirme Sonuçları.....	60
Tablo 5.4: 6 Bankanın 92 Olayının Vadeleri Baz Alınarak Elde Edilen Toplulaştırma Sonuçları.....	61
Tablo 5.5: 6 Bankanın 92 Olayının Para Birimleri Baz Alınarak Elde Edilen Toplulaştırma Sonuçları.....	62
Tablo 5.6: 6 Bankanın Yıllık Toplam Aktifleri Göz Önüne Alınıp Elde Edilen Oranlar Baz Alınarak Yapılan Toplulaştırma Sonuçları.....	63

ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ

Şekil 4.1: Olay Zaman Aralıkları	53
Grafik 2.1: Finansal Kaldıraç	26
Grafik 2.2: Finansal Risk Grafiği	28
Grafik 2.3: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri.	32
Grafik 2.4: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri.....	34
Grafik 2.5: Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti Ve Firma Değeri	35
Grafik 2.6: Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve İşletme Değeri.	39

KISALTMALAR LİSTESİ

İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
AG	: Anormal Getiri
KAG	: Kümülatif Anormal Getiri
BİST	: Borsa İstanbul
Y.P	: Yabancı Para
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SERPAM	: Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
FED	: Federal Reserve Bank
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
RG	: Resmi Gazete
HDT	: Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvil
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
FVÖK	: Faiz ve Vergi Önceki Kar
HBK	: Hisse Başına Kar
NK	: Net Kar
VÖK	: Vergi Öncesi Kar
MM	: Modigliani-Miller
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu

GİRİŞ

1478 yılında Avrupa’da ilk borsanın kurulması ile borsa benzeri faaliyetler ortaya çıkmaya başlamış. Türkiye’de ise 1866 yılında Osmanlı Devleti döneminde sermaye piyasası gelişmeleri ve borsa benzeri faaliyetler görülmeye başlanmıştır. Başlarda ülke içinde sınırlı gerçekleşen bu faaliyetler, Batı’da yaşanan sanayi devrimi gibi olaylar ile uluslararası alana yayılmıştır.

Önceleri menkul kıymet hareketleri kamu kesimi tarafından yoğun olarak yurtdışı ve yurt içi borçların finansmanında kullanılır iken 2006 yılından itibaren bu durum değişmiş ve özellikle son zamanlarda borçların finansmanında uzun ve kısa vadeli borçlanma araçları özel sektör tarafından en çok kullanılan yöntem olmaktadır. Son yıllarda borçlanma aracı olarak farklı vade ve ödeme seçeneklerinden de kaynaklanarak özel sektör tarafından borçların finansmanında en çok tercih edilen tahvillerdir. Bundan da yola çıkarak bu çalışmada banka tahvil ihraçlarının piyasa değerine etkisini olay çalışması metoduyla inceleyeceğiz.

Birinci bölümde öncelikle genel bir açıklama yapılacak olup, menkul kıymetlerin ve menkul kıymet ihracının ne olduğu özellikle son zamanlarda piyasada işlem hacmi en yüksek menkul kıymetlerin hisse senedi ve tahviller olduğu vurgulanacak ve ayrıca çalışmamızda neden bankaların tahvil ihraçlarının incelendiğine 4. bölümde elde edilen Türkiye Bankalar Birliği (TBB) verilerinden de faydalanılarak açıklanacaktır. Yine birinci bölümde tahvil kavramı, tahvilin özellikleri, tahvil çeşitleri, tahvil türevleri ve tahvilde türev tanımları ayrıntılı bir şekilde açıklanacaktır. Hisse senedi ile tahvil birbiriyle her zaman karıştırılan iki kavram olduğu için aralarındaki farklara da değinilecektir. İkinci kısımda ise ilk borsanın Avrupa’da ve Türkiye’de hangi tarihlerde kurulduğuna ve borçlanma araçlarının işlem görmeye başlaması ile ilgili tahvil piyasasının tarihi gelişimi hakkında bilgi verilecektir.

Üçüncü bölümde firma değerinin kapsamı, önemi ve sermaye yapısı üzerinde durulacak, firmaların amaçları ve uluslararası derecelendirme kurumları ve işlevleri hakkında açıklamalar yapılacaktır. Bunun yanı sıra firmalar açısından borçla finansmanın bir sınırı olduğu ve bunun aşıldığı takdirde firmaların finansal sıkıntıya gireceği gerçeği finansal kaldıraç başlığı altında ayrıntılı olarak anlatılacaktır. Daha sonra firma sermaye yapısı bileşimi ve yaklaşımları açıklanacaktır.

Beşinci bölümde veri ve metot ile ilgili bilgiler verilecektir. Bunun öncesinde de literatür de yaptığımız çalışmaya benzer çalışmalar da incelenip sunulacaktır.

Son olarak banka tahvil ihraçlarının firma piyasa değerine etkisini incelediğimiz bu çalışmada olay çalışmasının sonucunda elde ettiğimiz bulgulara yer verilip sonuçlar yorumlanacaktır.

I. BÖLÜM

1. GENEL AÇIKLAMA

Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır (SPK, md.3). Kurulca belirlenmiş olan bu kıymetli evrakların ihraççılar tarafından çıkarılıp halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışına ise menkul kıymet ihracı denilmektedir.

Piyasada işlem hacmi en yüksek olan menkul kıymetler hisse senetleri ve tahvillerdir. Köksal (2011)'de yapmış olduğu konuşmasında da belirttiği gibi sabit getiri menkul kıymetler içerisinde yer alan tahvil piyasası 17.06.1991 tarihinde kurulmuş ve o dönemin borçlanma gereğinin büyüklüğü nedeniyle sadece kamu borçlanma araçlarının el değiştirdiği bir piyasa olarak gelişmiş ve geçtiğimiz yirmi yıl içinde kamu finansmanı alanında tarihi bir rol üstlenmiştir. Özellikle kurumsal yabancı yatırımcıların Türk tahvil ve bonolarına gösterdikleri ilginin büyüklüğünde bu piyasanın tartışılmaz bir rolü vardır.

SERPAM (2012) yılı raporuna göre, tahvil piyasası özellikle 2003-2010 yıllarında hızlı bir yükseliş göstermiştir. İMKB tahvil ve bono piyasası 2012 yılında 3.550 milyar dolarlık işlem hacmiyle dünyanın sayılı en büyük piyasaları arasına girmiştir. Tahvil ve bono piyasasının gösterdiği bu gelişme yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiştir. İşlem hacmine göre dünyada 7. sırada yer alan İMKB tahvil ve bono piyasasında işlem hacmi 2012 yılında 2011 yılına göre aynı düzeyde kalmıştır.

TSPB (2014) raporuna göre ise, tahvil ilgili olarak 2013 yılına damgasını vuran konu, ABD'deki ekonomik toparlanmaya pareler olarak merkez bankası FED' in Mayıs ayında tahvil alım programında planlı bir azaltma başlayacağını duyurması olmuştur. FED kararları küresel büyümeyi destekleyici likidite koşullarını olumsuz etkilemiştir. Aynı şekilde o dönemde Moody's uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından Türkiye'nin kredi notuyla ilgili verilen yatırım yapılabilir ülke kararının ardından ülkede yaşanan olumlu faiz ve enflasyon ortamını da olumsuz etkilemiş ve ülkede yavaş yavaş düşme seyrinde olan faiz ve enflasyon oranları tekrar yükselişe geçmiş, bunun sonucu olarak tahvil fiyatları düşüş seyrine girmiştir.

1.1. Tahvil Kavramı, Tahvilin Özellikleri Ve Tahvil Piyasasının Tarihi Gelişi ve Türkiye

1.1.1. Tahvil Kavramı Ve Tahvilin Özellikleri

Ülkemizde tahvil uygulamalarını özel kesim ve devlet tahvilleri olarak iki gruba ayırabiliriz. Burada tahvil ihraçlarının tahvil ihraç eden firmaların piyasa değerine etkisi inceleneceğinden özel kesim tahvili üzerinde daha çok durulacaktır. Kamu kesiminin çıkardığı tahviller farklı temellerde olduğundan ayrıca incelenmesi gereken bir alandır.

Tahvil, en basit şekliyle, özel veya kamu kuruluşları tarafından çıkarılan vadesi bir yıldan uzun olan borç senedi olarak ifade edilir. Türk hukukunda TTK.m.420 hükmüne göre “Anonim Ortaklıkların ödünç para bulmak için itibarı kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir”.

Anonim ortaklıkların tahvil çıkarmasına ilişkin usul ve şartlar esas itibarıyla TTK' unda düzenlenmiş olmakla beraber aynı zamanda SPK, SPK Seri II Tebliğleri ve T.C Merkez Bankası gibi kuruluşlarda da tahvillerle ilgili düzenlemeler yer almaktadır. SPK' ya göre tahvil, “ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde yatırımcıya geri ödenmesi

taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracı” olarak tanımlanır.

Tahvil ile ilgili yapılmış olan bu kanuni tarifler doktrinde, tahvilin tüm unsurlarını yansıtmadığı düşünüldüğünden yetersiz bulunmaktadır. Tahviller anonim ortaklıkların borç para temini suretiyle kredi ihtiyaçlarını tatmin amacıyla seri halde çıkardıkları borç senetleridir. Bu açıdan ortaklığın münferit şahıs ve kuruluşlara verdiği borç senetleri tahvil değildir. Esasen tahviller, ortaklıkların ihtiyaç duydukları borç para temini için çıkardıkları para borcu senetleri olduğundan paradan başka borç ve alacaklar için tahvil düzenlenemez ve bu özellik tahvilleri; mal ve hizmet karşılığı verilen adi ve kıymetli evrak niteliğindeki para borcu senetlerinden ayırır. Tahvilin en önemli özelliği, ihtiva ettiği borç ilişkisinin kıymetli evrak niteliğine sahip, kanuni şekil şartlarına bağlanmış olmasıdır (Ünsal 2003).

Tahvil ile ilgili tanımlar, açıklamalar ve kanunda yer alan şartlar incelendiğinde tahvilin bazı temel özellikleri ortaya çıkmaktadır. Bunlar: (Taner ve Akkaya 2009: 127-128).

- ✓ Tahvilin ödünç verme işleminden doğan borç hakkını temsil ettiği,
- ✓ Genelde getirisinin sabit olduğu,
- ✓ Risk taşımadığı, (Tahvil ihraç eden şirketin tahvil anapara ve faizlerini ödeyemeyecek duruma gelmesi ve ikincil piyasada işlem gören tahvillerin piyasa faiz oranlarında meydana gelecek dalgalanmalardan etkilenme durumları hariç)
- ✓ Ortaklığın tasfiyesinde alacak açısından önceliğe sahip bulunduğu,
- ✓ İtfasının zorunlu olduğu ve itfa işlemi ile sahibinin ortaklıktaki ilişkisinin kesildiği, anlaşılmaktadır.

1.1.2. Tahvil Piyasasının Tarihi Gelişimi ve Türkiye

Avrupa’da ilk borsa 1478 yılında Belçika’nın bir liman kenti olan Anvers şehrinde kurulmuştur. Türkiye’de ise mevcut kaynaklara göre Osmanlı İmparatorluğu döneminde 1866 tarihinde kurulmuştur. Ancak Osmanlı döneminde İstanbul’da sermaye

piyasası gelişmeleri ve borsa benzeri faaliyetler, örgütlü bir kurum olarak borsanın ortaya çıkmasından çok önce başlamıştır (İMKB, 2011).

Türkiye’de ilk sermaye piyasası gelişmelerinin temelinde Batı ülkelerinde gerçekleşen sanayi devrimi, büyük anonim şirketlerin sağladığı sermaye birikiminin etkileri bunun yanında, Osmanlı’da yaşanan Tanzimat Hareketi’nin getirdiği yeni yaşam tarzının özendirici havası ve Batı ülkeleri ile yapılan yeni bazı anlaşmaların başlattığı dışa açılma süreci dışarı ile olan ekonomik ilişkileri teşvik ediyor ve yabancı menkul kıymetlere yatırımı özendiriyordu. Daha çok Osmanlı ülkesinde bulunan yabancı tacirler, Batı ile yakın temas olanağına sahip Levanten’ler ve azınlıklar ayrıcalıklarından da faydalanıp dışarıya para çıkarıp tahvil ve hisse senedi olarak tasarruflarını değerlendirme yoluna gitmişlerdir. Osmanlı toprakları içerisinde borçlanma araçlarının yaygınlaşmasında Galata Bankerleri olarak ün yapan mali araçların rolü büyük olmuştur. O dönemde Osmanlı tahvili Eshamı Cedide (diğer adıyla Konsolid) olarak adlandırılıyordu. Osmanlı Devletini tahvil çıkartmaya iten asıl sebep içinde bulunduğu mali bunalımı bir şekilde finanse etmek zorundalığı olmuştur (Fertekligil 2000; 1-197).

Osmanlı Devleti tarafından hiçbir denetleme, sınırlama getirilmeden yapılan bu menkul kıymet işlemleri 1873 yılında resmi bir kurum şeklini alan Dersaadet Tahvilat Borsası (Galata Borsası, Osmanlı Borsası, İstanbul Borsası gibi) aynı anlama gelen adlarla anılan ilk borsanın kurulmasıyla sınırlı da olsa denetim altına alınmaya çalışılmıştır. Yerli halkın dini inançları ve geleneklerinden dolayı borçlanma araçlarıyla ilgilenmediği o dönemde borsada 157’si azınlıklardan oluşmak üzere toplamda 172 kayıtlı üye sayısı bulunmaktadır (Fertekligil 2000; 1-197).

Galata Borsası, ulusal bir borsa olmaktan ziyade, uluslararası bir borsa olarak gelişmiştir ve o dönemde Osmanlı tahvillerinin fiyatları Londra’da, Paris’te oluşuyordu. 1866 yılında Dersaadet Tahvilat Borsası olarak kurulan borsa 1906 yılında ismi Esham ve Tahvilat Borsası olarak değiştirilerek Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir.

Cumhuriyet döneminde, 1922 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş, borsanın kuruluşundan uzun bir süre sonra yaşanan bazı olumsuz ekonomik

olaylar (1979-82 yıllarına damgası vuran bankerler olayı gibi...) neticesinde 30.07.1981 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, böylece borsa sıkı denetim altına alınmaya başlanmıştır (İMKB, 2011).

1.2. Tahvil Türleri

1.2.1. Devlet Tahvilleri – Özel Sektör Tahvilleri

Tahvil çıkarabilen kurumlar açısından ele aldığımızda ilki: devlet hazineleri tarafından çıkarılan ve vadesi en az bir yıl olan Devlet Tahvilleridir, ikincisi ise: bankalar, tüketici finansmanı şirketleri ve anonim şirketleri tarafından vadesi en az iki yıl olarak çıkarılabilen Özel Sektör Tahvilleridir (<http://www.borsaistanbul.com/>, 25. 10. 2014'te erişildi).

Devlet tahvillerine kısaca değinecek olursak, finansal araç ihracıyla devlet belirtilen tarihte -vade- faiz getirisiyle beraber ödeme yapmayı garanti eder. Devlet tahvillerinden tüzel kişiler faydalanabildiği gibi, bankalar da tahvilleri bilançolarının aktif kaleminde yatırım aracı olarak bulundurabilirler. Devlet tahvilleri sabit faizli, değişken faizli olabildiği gibi dövizde endeksli de olabilirler (<http://tr.wikipedia.org/>, 25.10.2014'te erişildi).

Özel sektörün, gelecekteki yatırımlarını belli ölçüde uzun vadeli yabancı kaynakla karşılamaya karar vermesiyle başvurabileceği yollardan birisi piyasadan borçlanmaktır ve bu borçlanma yollarından birisi de tahvil ihracıdır (Kocaman 2004: 18).

Devlet tahvilleri risksiz ve vergisiz oluşları nedeniyle tasarrufçunun ilgisini özel sektör tahvillerine oranla daha fazla çekmektedir (Taner ve Akkaya 2009: 23).

1.2.2. Primli Tahviller – Başabaş Tahviller

İhraç edilen tahvil, üzerinde yazılı fiyattan satışa çıkarılmışsa başa baş tahvil denir. Ticaret Kanunu, nominal değerın %5'i kadar altında bir fiyatla satışına izin vermektedir ki, bu şekilde indirimli fiyattan satışa çıkarılan tahvillere primli tahvil denir. Uygulamasına sık rastlanmaktadır (Fertekliğıl 2000: 276).

1.2.3. İkrariyeli Tahviller

Nalbat (2008)'e göre tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak her ne isim altında olursa olsun, alıcılara sağlanacak menfaatler tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir. Türkiye'de, tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli çekilişler de dâhil, her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz. (RG:1.07.1987, TC Merkez Bankası)

1.2.4. Garantili ve Garantisiz Tahviller

Tahvilleri güvenceleri açısından garantili ve garantisiz tahviller olarak iki grupta toplanır.

Garantili tahviller, vadesinde ödenemeyen anapara ve faizin yatırımcılara ödenmesini sağlamak amacı ile anonim ortaklık tarafından bir garantinin gösterilmesi durumunda söz konusudur. Garanti, tahvil çıkaran ortaklığın bir taşınmaz malı olabileceğı gibi, menkul kıymet portföyündeki menkul kıymetler de olabilir (Taner, Akkaya 2009: 34). Sözgelimi, piyasada tanınmamış bir firmanın bünyesinde çıkarttığı tahvil için piyasa tanınmış güvenilen bir firmanın garanti vermesi ile tahvilin satışı daha kolaylaşabilir.

Garantisiz tahviller, aslında garantisiz olmakla beraber, ihraç eden şirketin malvarlığının teminatı altında (secured bond) olabilirler. Şirket, bu borcu karşılayacak mal varlığı göstermiyorsa zayıf bir tahvil (naked debenture), şirketin tahvillerinin

anapara ve faizlerini karşılayacak gücü yoksa çürük tahvil (junk bond) söz konusudur (Karlı 1989: 40).

1.2.5. Nama ve Hamiline Tahviller

Tahviller nama ve hamiline yazılı olabilir ancak piyasada daha çok hamiline yazılı tahvil ihraç edilmesi yaygınlaşmıştır (T.C. Merkez Bankası 1987: 32).

Nama yazılı tahvillerin üzerinde hakiki şahısların ad ve soyadı ile tüzel kişilerin ticaret ünvanlarını taşıyan ifadeler bulunur. Tahvillerin nama yazılı olarak çıkarılması işletmeler açısından tahvil sahiplerinin kimliğinin dolayısıyla işletmenin borçlu olduğu şahısların bilinmesini olanaklı kılar. Tahvilleri elinde bulunduranlar açısından ise de nama yazılı bir belge yararını sağlamaktadır. Tahvillerin nama yazılı olması, kaybolmasında sorunlar çıkarmamaktadır. Bu bakımdan kişilerin tahvilleri kaybolduğunda tahvil sahibi olduğunu kanıtlaması kolaylaşmaktadır (Aşıkoğlu 1983: 39-40).

Hamiline yazılı tahviller, alacaklısı belli olmayan senetlerdir. El değiştirmekle sahip değiştirebilen tahvillerdir. Bu tahvillerin aktarma ve başkası üstüne çevrilebilme kolaylığına karşılık, kaybolma ve çalınma hallerinde, kaybeden ve çaldırının bunu kanıtlama zorunluluğu vardır. Hamiline yazılı bir tahvilin nama yazılı veya nama yazılı bir tahvilin hamiline yazılı hale getirilmesi için tahvil sahipleri genel kurulu ve şirket yönetim kurulu arasında bir anlaşmaya varılması gerekmektedir (Aşıkoğlu, 1983: 40).

1.2.6. Paraya Çevrilme Kolaylığı Olan Tahviller

Özel sektör tahvillerinin normal olarak belli bir vadesi vardır. Hâlihazır mevzuatımıza göre bu vade 2 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenir. Çıkarılan tahvillerin bedellerinin vade sonunda halka geri ödenmesi genellikle bir defada olmaz. Normal iktisadi şartlar altında 5 seneye varan bir itfa planı dâhilinde tahvil bedelleri geri ödenir. Bazı tahvillerde ise tahvillerin ihracından itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman işlenmiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilme imkânı vardır. Bazı

tahvillerde bu imkân her an kullanılabilir, bazılarında ise şirkete talepte bulunulması halinde bu tahviller itfaya dâhil edilerek faiz ödeme tarihinde kupon ödemesiyle birlikte itfaya tabi tutulur (Nalbat 2008: 11).

1.2.7. Sabit ve Değişken Faizli Tahviller

Tahvil sahiplerinin ve ihraççı kuruluşun gerek faiz oranlarındaki değişimden gerekse enflasyon oranlarındaki değişimden zarar görmesini engellemek için tahviller değişken ve sabit faizli olarak çıkarılabilir.

Enflasyon ve faiz oranları doğru orantılıdır, tahvilin fiyatı ile faiz oranı ters orantılıdır. Dolayısıyla enflasyonun dalgalı ve yüksek bir seyir izlediği ülkelerde (Türkiye’de olduğu gibi), yatırımcılar enflasyonun sebep olabileceği faiz oranı riskinden kaçınmak için ihraççı taraftan ya olması gerekenden daha yüksek getiri talep ederler yada sabit faizli tahvilleri tercih ederler (Subramani 2011: 18).

1.2.8. İndeksli Tahviller

Yine hızlı enflasyon yıllarında görülen bir tahvil uygulamasıdır. Değişken faizli tahvillerde yalnız faiz oranı enflasyona karşı korunmaktadır. Anaparayı korumakta, dövize ya da altına indeksli tahviller daha güvenceli olmaktadır. Bu tip tahvillerde ihraç tarihi ile vade günü arasında altın fiyatlarında ya da belli bir dövizin kurundaki artış yüzdesine göre anapara arttırılarak tahvil sahibine ödenir (Nalbat 2008: 12).

1.3. Tahvil Türevleri

1.3.1 Rüçhan Haklı Tahviller

TTK m.461’de, anonim şirketler için düzenlenen rüçhan hakkı, sermaye şirketlerinde esas sermayenin dış kaynaklardan arttırılması sonucu ortaya çıkan yeni payları öncelikle alma hakkını payları ile orantılı olarak pay sahiplerine sağlar. Bu hak

sermaye artırımı kararı ile doğar ve kullanılır hale gelir. Yani sermaye artırımı kararı, pay sahibine ait rüçhan hakkını soyut olmaktan çıkararak, onu ortaklığa karşı ileri sürülebilen somut bir hak haline dönüştürür (Adıgüzel 2014: 2).

Rüçhan hakkının kullanılmasıyla, hisse senedi satışı yoluyla şirketin öz kaynaklarında artış olur. Ancak hisse senedine çevrilebilir tahville karşılaştırıldığında, hisse senedine çevrilebilir tahvilin kullanılması halinde yabancı kaynağın öz kaynağa dönüştüğü, şirketin pasiflerinde bir yeniden yapılanma olduğu fakat öz kaynaklarında artış olmadığı görülür (Kocaman 2004: 42).

1.3.2. Kara İştirakli Tahviller

Anonim şirketlerin karlarına ortak olacak şekilde çıkardıkları tahvillere kara iştirakli tahvil adı verilmektedir (Civan 2007: 131).

SPK ve İMKB’de (2011), yılında yer alan temel bilgiler ışığında, kara iştirakli tahviller vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılırlar. Anaparanın ödemesi yıllara dağıtılmaz ve ihraççılar, tahvillerde verilecek dönem kar payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçerler:

- ✓ Faiz ve buna ek olarak tahvil tertibi için belli edilen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşecek payın ödenmesi,
- ✓ Kar payının faizden daha az olması halinde faiz ödenmesi; faiz getirisine eşit veya daha fazla kar payı tahakkuk etmişse, kar payının ödenmesi,
- ✓ Bir faiz ön görülmeksizin tahvil tertibi için belli edilen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi.

1.3.3. Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller (HDT)

HDT ihracı özellikle, hisse senedi piyasasının sunduğu yüksek getiri potansiyelinden yararlanmayı amaçlayan, bununla birlikte hisse senedi fiyatlarındaki değişkenliğin getirdiği riski üstlenmek istemeyen yatırımcılara hitap etmektedir. HDT’in en temel özelliği tahvillerin içerdiği anapara güvencesi ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancını bir arada sunmasıdır. HDT ihracı gerçekleştiren şirketler,

sabit getiri ile birlikte değiştirme hakkının da tasarruf sahiplerine tanınmasının etkisi ile fiyatlamada esneklik kazanmakta ve düşük maliyetle fon temin edebilmektedirler (Özdemir 1999: 1)

Ülkemizde, yatırımcılar ve ihraççılara yönelik çeşitli avantajlar getiren hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller için herhangi bir piyasa oluşumu henüz mevcut değildir. Bu durumun öncelikli nedeni, özel sektör borçlanma senetleri piyasası için geçerli olan talep yetersizliğinin, HDT piyasasına yansımadır.

HDT'in vadesi 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz. Değiştirilmesi, vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken iki yıl sonra yapılabilir. Tahvilin hisse senediyle değiştirilmesi, ortaklık talebine ve tasavvuf sahibinin talebine bağlı olarak yapılır. Tasavvuf sahibinin talebine bağlı olarak değiştirme durumunda, değiştirme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin değiştirme hakkı ortadan kalkar. Ortaklığın talebine bağlı değiştirme durumunda değiştirme tarihinden en az 1 ay önce ortaklık tarafından en az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılacak ilan yoluyla HDT sahiplerine duyuru yapılır (İMKB 2011: 210)

1.4. Tahvillerde Değer Tanımlamaları

İMKB (2011) temel bilgiler kılavuzu incelendiğinde, bütün menkul kıymetlerde olduğu gibi, tahvillerin de üç türlü değeri vardır.

1.4.1 Nominal Değer

Tahvilin üzerinde yazılı değerdir. Bu değer sabit olup, hiçbir zaman değişmez. Muhasebe kayıtlarına ve itfa planına esas teşkil eder. Vade sonunda tahvil hamilinin eline gećecek anaparadır.

1.4.2. İhraç Değeri

Menkul kıymetin ilk ihraçtaki fiyatıdır. İhraç değeri nominal değer altında olursa iskontolu satış, nominal değer üstünde olursa primli satış, nominal değere eşitse başabaş satış yapılmış demektir. İhraç değeri = (Nominal değer - %5 Kanuni indirim + Erken satış primi) olur. Bu şekilde hesaplanan ihraç değeri satışın son günü yaklaştıkça nominal değere doğru yaklaşır ve son gün (nominal değer - %5) olur. Ertesi gün faiz işlemeye başlar.

1.4.3. Piyasa Değeri

Tahvillerin piyasa değeri nominal değerden çok farklı değildir fakat, şartlara bağlı olarak inip çıkabilir. Her tahvilin piyasada her an için bir değeri vardır. Bu değer (anapara + son faiz ödemesinden beri işlemiş günlük faiz) toplamı civarındadır. Tahvilin net yıllık faizi 365 ile bölünüp geçen gün sayısı ile çarpıldığında işlemiş net faizi bulunur. Tahvilin nominal faiz oranı cari faiz oranının altında ise, piyasada borsa değeri nominal değer altındadır. Bu durumda “iskontolu işlem görüyor” denilir.

Tahvilin nominal faiz oranı cari piyasa faiz oranının üstünde ise, piyasa yada borsa değeri nominal değer üstünde oluşur. Bu durumda da tahvilin “primli işlem gördüğü” söylenir.

Normal ekonomik şartlar altında, büyük ve tanınmış şirketlerin tahvilleri ile büyük banka ve holdinglerin garantisine sahip tahviller diğerlerine oranla ikincil piyasada daha yüksek değer bulurlar.

1.5. Hisse Senedi ve Tahvil Arasındaki Farklar

Sabit getirili menkul kıymetler iki tanesi olan tahvil ve hisse literatürde en çok kullanılan ve bunun yanında en çok karıştırılan iki senettir.

Taner ve Akkaya (2009)' a göre tahvil ve hisse senetleri arasında hem yasal hem de ekonomik açılardan bazı farklılıklar bulunmaktadır. Bunlar:

- Tahvil, bir borçlanma belgesidir. Ortaklığın uzun vadeli borçlarını gösterir. Hisse senetleri ise, ortaklığı ve ortaklıktaki sermaye payını gösterir.
- Hisse senetlerini yalnızca anonim ortaklıklar ihraç edebilir. Tahviller ise anonim ortaklıklar dışında devlet, belediyeler gibi tüzel kişiliğe sahip kamu kurumlarınca da çıkartılabilir.
- Tahvil sahibi ortaklığın varlıkları üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Yönetime katılamaz. Hisse senedi sahipleri ise ortaklığın sahibi durumundadır. Sahip olduğu pay oranında oy hakkı vardır.
- Tahvilin getirisi faiz, hisse senedinin getiri ise kar payıdır. Tahvillerin getirisi kar yada zarara bağlı değildir. Ortaklık zarar etse bile belirlenmiş olan faiz gelirini sağlar. Hisse senetlerinin getirisi ise ortaklığın kar etmesine bağlıdır.
- Değişken faizli tahvil dışında, tahvilin getirisi belirli ve sabittir. Hisse senedinin getirisi ise değişkendir.
- Tahvillerin belirli bir süresi vardır ve bu süre sonunda itfa edilmeleri zorunludur. Hisse senetleri için vade söz konusu değildir.
- Tahviller nominal değerlerinin altında bir fiyatla ihraç edilebildikleri halde, hisse senetleri nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilemezler.
- Çıkartılabilecek hisse senedi miktarı kayıtlı sermaye dışında sınırlandırılmadığı halde, tahvil miktarı ödenmiş sermaye ve yedeklerle sınırlandırılmaktadır.
- Ortaklığın tasfiyesi halinde önce tahvil sahipleri alacak haklarını alırlar. Geriye kalanlar ise hisse senedi sahiplerine payları oranında dağıtılır.

II. BÖLÜM

2. FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI, ÖNEMİ VE SERMAYE YAPISI

Firmaların ortaya çıkış dönemlerinden itibaren çeşitli amaçları vardır ve bu amaçlarını gerçekleştirmek için işlevler yaparlar. 1990'lı yılların başından itibaren firma karının maksimum kılınması olarak ifade edilen firma amacı bu yüzyılın ikinci yarısından itibaren tartışmaya konu olmuş ve günümüzde firmanın amacı “Firmanın Net Bugünkü Değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olarak açıklanmaktadır (Üreten ve Ercan 2000: 10). Ancak bu konuda farklı yaklaşımlar da vardır: Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD), firmaların dolayısıyla üst yönetimin amacı firma değerini maksimum yapmak olduğu, aksine Kıta Avrupası'nda ve Japonya'da ise bu amacın yerini tüketicilerin, çalışanların, hükümetin ve hatta toplumun menfaatlerinin aldığı yaklaşımları genel olarak kabul görmektedir (Copeland, Koller ve Murrin 2010: 113).

Çok uluslu şirketlerde genellikle kabul gören amaç, ortaklarının sahip olduğu hisse senedi değerini maksimum etmektir. Bir diğer amaç ise, firmanın net şimdiki değerinin maksimum kılınmasıdır ki bu firmanın sahip olduğu varlıkların her birinin etkin kullanılıp, belirtilen amaca en fazla katkıyı verecek şekilde yönetilmesiyle mümkündür (Aksoy 1987: 23).

1990'lı yılların başından itibaren firmaların öncelikli amacı kar maksimizasyonu iken daha sonra en az üç sebep ortaya atılarak bu öncelik değişmiştir. Bu sebepler: (Okka 2006: 14).

1. Kar maksimizasyonu ile ne kastedildiği açık ve net değildir. Karın net kar, brüt kar, vergi öncesi/sonrası kar, muhasebe karı, ekonomik kar gibi birçok tanımı vardır. Bu durumda hangi karın maksimizasyonundan bahsedilecektir?
2. Kar maksimizasyonu, nakit akımlarının zamanlamasını, yani paranın zaman değerini dikkate almaz. Bu gün sağlanan 100 lira kar ile beş yıl sonra sağlanan 100 lira kar aynı şey değildir.
3. Kar maksimizasyonu, farklı alternatifler arasındaki risk farkını ihmal eder. Mesela getiri oranı aynı, riskleri farklı iki alternatif arasındaki bir seçimde kar maksimizasyonu kayıtsız kalır. Hâlbuki birçok insan, yatırımcı, aynı getiriyi sağlayacak alternatiflerden daha az riskli olanı seçecektir.

Kısacası bu sebepler de dikkate alınarak, günümüzde işletmelerin en temel amacı kar maksimizasyonundan hisse senedi piyasa değerinin maksimizasyonuna dönüşmüş durumdadır. Bu durumda daha çok kar eden ya da daha çok satış hâsılatı elde eden işletmeler değil, firma değerini en yükseğe çıkaran, diğer bir ifade ile değere dayalı yönetim biçimini benimseyen işletmeler bu amaca yaklaşmış olacaktır (Arkan 2010: 25).

Bu dönemde değişen firma amaçlarıyla birlikte aşağıda da tanımlanacağı gibi firma değerlemesiyle ilgi olan bazı yeni kavramlarda ortaya çıkmıştır.

2.1. Değer ve Değerleme Kavramları

Değerleme alanında fiyat, maliyet, Pazar ve değer kavramları öne çıkmaktadır. Bunları kısaca açıklayacak olursak: fiyat, bir mal yada hizmet için istenen, teklif edilen veya ödenen miktardır. Fiyat ayrıca, özel koşullar altında alıcı ve satıcı tarafından bir mal veya hizmet üzerine konulan değer göreceli ifadesidir. Maliyet, bir mal ve hizmet için ödenen fiyat veya mal ve hizmetin üretilmesi, yaratılması için gerekli olan miktardır. Pazar, alıcılar ve satıcılar arasında bir fiyat mekanizmasıyla malların ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı bir ortamdır. Değer, satın almaya uygun olan bir mal

veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır (Chambers 2005: 5). Piyasa Değeri; Herhangi bir varlığın, firmanın serbest pazardaki arz ve talep güçlerine dayalı olarak oluşmuş fiyatıdır. Herhangi bir varlığın, firmanın örgütlü bir piyasada işlem görmesi durumunda, piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olarak ifade edilmektedir (Karan 2013: 26).

Copeland, Koller ve Murrin (2010: 118)'da değerleme kavramını, bir piyasa ekonomisi içinde yapılan ölçümün değeri olarak tanımlamışlardır ve değerlendirmenin özellikle performans ölçümünde çok faydalı olduğunu çünkü, sadece hisse senedi sahiplerinin değil bir firma içerisinde bulunan bütün ortakların, paydaşların firmaya uzun dönemli etkilerini göz önüne aldığını ifade etmişlerdir.

Fernandez (2004: 19)'e göre değerleme, şirket satın alma ve satma, şirketin piyasa değerinin ölçülmesi veya firma değerlemesi gibi çeşitli alanlarda yaygın olarak kullanılmaktadır. Firma değerlemesi; firmanın hisse senetlerinin halka arzı, hisse devri, iflas durumu, zarar sonucu tazminat ortaya çıkması gibi belirli dönemlerde işletmeye yatırım yapan veya yapmayı düşünenlere, tahvil satın alarak borç verenlere, sendikalara, rakiplere ve ilgili kamu kurumlarının firmanın mevcut değeri ve kendilerine olan etkisini görebilmeleri açısından gereklidir (Ban ve Tuna 2003: 16). Hisse senetleri için en objektif değer, varsa, borsa değeridir. Borsa değeri piyasa değeri olarak da bilinmektedir. Borsa değeri objektif bir değer olmakla birlikte, piyasaların zayıf ve güçlü olduğu dönemlerde borsa değeri hisse senedinin gerçek değerinin çok altında ya da çok üstünde olabilir (Özaltın 2006: 12).

Dolayısıyla değerleme konusuna şirketler açısından bakıldığında, günümüz finans dünyasının en önemli konularından biri olmuştur. Bu durumda firma sahipleri ve yöneticileri firma değerini maksimize edecek yönetim biçimlerinin gelişmesini sağlamış. Ayrıca ulusal ve uluslararası alanda çeşitli değerleme kuruluşları, değerleme yöntemleri ortaya çıkmıştır ve hala da bu yöntemler geliştirilmeye çalışılmaktadır.

2.2. Uluslararası Firma Değerleme Kuruluşları

1980 yılında U.S.’de sermaye piyasalarında yaşanan Wall Street tarihindeki en büyük iflaslardan biri olan Drexel Burnhamı’nın iflasıyla hem yeni bir tahvil çeşidi olan “junk bonds” kavramı hemde firma değerlemesi kavramı ortaya çıkmıştır. Tahvil çeşitlerinden biri olan junk bonds yatırım yapılamayacak derecede olan tahvillerdir ve kredi derecelendirme kuruluşları Standard Poor’s yada Moody’s tarafından “BB” yada “Ba” yatırım yapılamaz seviyede olan kurumların çıkardıkları sabit getirili enstrümanlardır. Bu iflas olayından sonra ortaya çıkan bir diğer kavram olan firma değerlemesi kavramı ile birçok kredi derecelendirme kuruluşları kurulmaya başlanmıştır. Yatırımcıların düşük faizle borç elde etmelerini de sağlayan kredi notu veren en eski ve en büyük kuruluşlar “Moody’s”ve “Standard ve Poor’s” şirketleridir (Glenn 1990: 13).

Bunun dışında en çok bilinen başka uluslararası derecelendirme kuruluşları bulunmaktadır. Her bir kuruluşun kendi internet sitesi araştırılarak elde edilen risk durumuna bağlı olarak verdikleri çeşitli kredi notları ve risk derecesi aşağıda bir tablo halinde ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Tablo 2.1: Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve kredi notları (Bal 1994: 15).

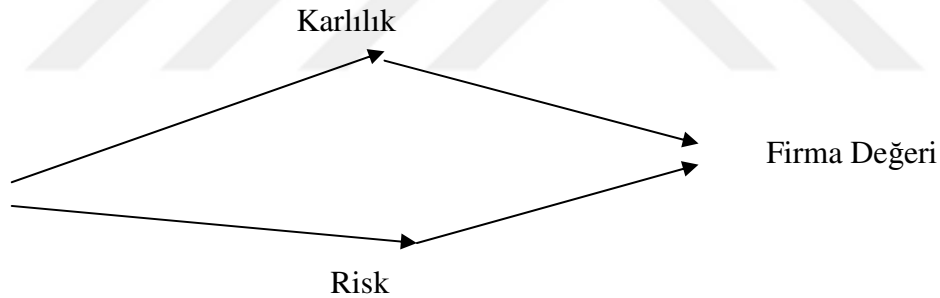
Firmalara göre kredi notları				Risk	Derece
Standard and Poor’s	Moody’s	Fitch	Duff and Phelps		
AAA	Aaa	AAA	1	Yatırım	En Düşük Risk
AA	Aa	AA	2-4	Yatırım	En Düşük Risk
A	A	A	5-7	Yatırım	Düşük Risk
BBB	Baa	BBB	8-10	Yatırım	Orta Risk
BB,B	Ba,B	BB,B	11-13	Spekülatif	Yüksek Risk
Ccc/cc/c	Caa/Ca/C	Ccc/cc/c	14-17	Spekülatif	Çok Yüksek Risk
D	C	D	-	Spekülatif	-----

2.3. Firma Değerine Etki Eden Faktörler

Bir firmanın değeri, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile, bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Finansmana ilişkin kararlar,

bir yandan firmanın gelecekteki gelir akışının büyüklüğünü etkilediği gibi; diğer yandan firmanın risk derecesini de etkiler. Günümüzde finansmanın odak noktasını firmanın piyasa değerini etkileyen kararlar ve faaliyetler oluşturmaktadır (Akgüç 1998: 9). Firmanın piyasa değerinin belirlenmesinde etkili olan faktörleri şöyle sıralayabiliriz (Yazıcı 1997: 14-15):

- Firmanın faaliyette bulunacağı endüstri kolu
- Firmanın büyüklüğü
- Firmanın faaliyetinde kullandığı makine ve araçların nitelikleri
- Firmanın sermaye yapısı
- Firmanın likidite durumu
- Firmanın dikey bütünleşme derecesi
- Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri
- Firmanın kullandığı teknoloji
- Firmanın kuruluş yeri seçimi



Finansal yönetimin aldığı kararlar; firmaların karlılığı ve risk derecesi gibi iki etmeni etkilemekte ve bu iki etmen de firmanın piyasa değerini etkilemektedir.

Firma değeri; işletmelerin kuruluşundan başlayarak şekillenen, üretilen malların kalitesi, müşteri memnuniyeti, kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olunması, işletme içi ve işletme dışı ilişkilerin olumlu olması, ekonominin durumu ve endüstrinin genel seyri gibi unsurlardan etkilenerek ortaya çıkan bir kavramdır. Firma değerinin belirlenmesinde maddi unsurların yanında maddi nitelikte olmayan unsurların da önem kazandığı görülmektedir (Düzer 2008: 26). Sonuç itibarıyla, firmanın nakit akımlarını

ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, firma değerini belirlemede, farklı düzeylerde de olsa bir etkisi bulunmaktadır.

Firma değerinin tespit edilmesi bu konuyla ilgili olan kişi ve kurumlar açısından farklı derecede yarar sağlamasına ve amaçlara sahip olmalarıyla birlikte çok önemlidir. Bunlar aşağıdaki biçimde sıralanabilir (İme, Güvemli ve Chambers 1997: 28):

- Yönetim
- Ortaklar
- Borç verenler
- Potansiyel yatırımcılar
- Kamu ve yarı kamu kuruluşları

Firma değerinin yönetilmesi, çeşitli kararlar sonucunda oluşan firma değerinin gerçekçi olarak tespit edilmesi kadar önemli olan bir diğer konudur. Firmaların ortakları birikimlerini firmaya yatırırken en önemli amaçları; aldıkları riske göre en yüksek getiriyi elde etmektir. Bu ise, firma değerinin etkin bir şekilde yönetilmesiyle ve bu etkin yönetimin doğal sonucu olarak firma değerinin hissedarlar açısından maksimum olmasıyla mümkündür. Firma değerinin sağlıklı bir şekilde nasıl bulunulacağının yanı sıra, daha iyi karar verebilmek için firma değerinin bir araç olarak nasıl kullanılacağı da ayrı bir öneme sahiptir. Günümüz yöneticileri firmalarının değerini ölçebilmeli ve yönetebilmelidirler (Demirkol 2006: 26).

Son olarak da değere dayalı yönetim biçimlerinin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için, değer yaratan unsurların yöneticiler ve firma sahipleri tarafından açıkça ortaya konulması, değer yaratmak için stratejilerin geliştirilmesi, uygulama planlarının hazırlanması ve performansın sürekli olarak ölçülmesi gerekmektedir (Demirkol 2006: 27).

2.3.1. Tahmin Dönemi

Bir firma açısından tahmin dönemi, gelecekte gerçekleşmesi muhtemel olan nakit akımlarının oluşturulduğu dönem olarak ifade edilmektedir. Firma değerinin

hesaplanması açısından nakit akımlarının gelecekte kaç yıl süreyle tahmin edileceğini belirlemek önem taşımaktadır (Chambers 2005: 99). Ancak bir firmanın nakit akımlarının tahmin dönemi; firmanın yatırım planına, faaliyette bulunduğu sektöre, hayat eğrisi gibi firmayla ve ekonomik şartlarla ilgili genel özelliklere göre farklılık gösterebilir.

Firma değeri sadece tahmin döneminde elde edilen serbest nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı ile hesaplanmış bugünkü değerleri toplamı olmamaktadır. Firmanın toplam değerini hesaplanmak için tahmin dönemi ötesindeki nakit akımlarının da dikkate alınması gerekir ki; buda nihayetinde artık değer kavramına gitmektedir. Sonuç olarak firma değeri, tahmin dönemi nakit akımlarının bugünkü değeri ile artık değer toplamından oluşmaktadır (Sevinç 2008: 31).

2.3.2. Paranın Zaman Değeri

Paranın zaman değeri iki açıdan incelenmektedir. Bunlardan birincisi paranın gelecekteki değeri, diğeri de paranın bugünkü değeridir.

Paranın gelecekteki değeri: Bugün yaptığımız harcamaların, yatırımların veya nakit giriş-çıkışlarının gelecekte sahip olacağı değeri ifade eder. Belirli bir döneme ilişkin paranın gelecekteki değeri, bir veya birden fazla dönemdeki değer artış veya azalış oranına göre artmakta veya azalmaktadır. Gelecekteki değer farklı olması üzerinde fiyatlar genel seviyesi, faiz oranları ve döviz kurlarındaki değişimler etkili olmaktadır (Bayrı 2006: 285). Faiz ödemelerinin yıllık olması durumunda paranın gelecekteki değeri aşağıdaki gibi hesaplanır (Shank ve Mayes 2007: 184).

P_0 = Paranın bugünkü değerini ifade etmekte,

$FV_{r,n}$ = Paranın gelecek değerini ifade etmekte v

r = Paranın faiz oranını ve

n = Paranın belirli bir zaman dilimini ifade eder.

$$FV_{r,n} = P_0(1 + r)^n$$

Paranın bugünkü değeri: Gelecekte meydana gelecek olan borçların veya alacakların belli bir faiz veya iskonto oranı üzerinden bugün alacağı değeri ifade etmektedir. Bu yüzden özellikle geleceğe dönük yatırım kararı verilirken bugünkü değer önemli bir husus olarak ele alınır. Faiz ödemelerinin yıllık olması durumunda paranın bugünkü değeri aşağıdaki gibi hesaplanır (Shank ve Mayes 2007: 187).

$$P_0 = FV_{r,n} (1 + r)^{-n}$$

2.3.3. Artık Değer (Residual Value)

Artık değer, bir varlığın satın alma maliyetinden, birikmiş amortismanların düşülmesi sonucunda elde edilen değer anlamında kullanılmaktadır (Gürbüz ve Ergincan 2008: 15).

Diğer bir ifadeyle artık değer, firmanın tahmin dönemi nakit akımlarının ötesinde elde ettiği nakit akımlarının bugünkü değeri olarak açıklanmıştır. Firma değeri hesaplanırken firmanın ömrünün sonsuz olduğu kabul edilmektedir. Ancak firmanın serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla değerlendirme faaliyeti için, firmanın sonsuz varsayılan ömrü içerisindeki serbest nakit akımlarının hesaplamaya dâhil edilmesi gerekmektedir. Firmanın tahmin dönemi ötesindeki serbest nakit akımları, bu zorunluluk nedeni ile, çoğunlukla sabit olarak kabul edilir ve hesaplamaya bu biçimde dâhil edilir. Artık değer aşağıdaki gibi hesaplanır (Tevfik 2012: 153).

$$TV = \frac{FCF}{i}$$

TV= Artık değer

FCF = Sonsuza kadar devam edecek yıllık nakit akımları

i = Yıllık iskonto oranı

Artık değer bugünkü değeriye aşağıdaki gibidir;

$$\text{Bugünkü Değer} = \frac{\text{Artık Değer}}{(1+i)^n}$$

Bu hesaplamalarda artık değerin, sabit nakit akımları varsayımına dayandırılmasının sebebi firmaların yaşam süreleri boyunca önce faaliyet hacmi büyüyen sonra belirli bir ölçeğe ulaşp durağanlaşan bir yapı gösterdiğinin düşünülmesinden kaynaklanmaktadır.

Bir firmanın olgunluk safhası boyunca da büyümesi öngörülebilir. Bu durumda öngörülen büyüme oranının da artık değer formülü bünyesinde hesaplamamalara dâhil edilmesi gerekir. Belirli bir büyüme oranı (g) varsayılması durumunda artık değer aşağıdaki gibi hesaplanır: (Chambers 2005: 103).

$$\text{Artık Değer} = \frac{1}{(1+i)^n} \times \frac{FCF}{i-g}$$

FCF = Sonsuza kadar devam edecek yıllık nakit akımları

i =Yıllık iskonto oranı

g = Nakit akımlarının büyüme oranı

Genelde bir firmanın olgunluk safhası boyunca gerçekleştireceği yıllık büyüme oranının genel ekonomide beklenen büyüme de göz önünde bulundurularak %1 ile %4 arasında gerçekleşmesi beklenir.

2.3.4. Şerefiye (Peştemallik Değeri)

Şerefiye ticari bir işletmenin, sahip olduğu şöhret, tuttuğu müşteri kitlesi, faaliyet gösterdiği sektörde monopol durumda olması, bulunduğu yerin önemi ve benzeri nedenlerden dolayı, bilanço değerlerine ilave olarak sahip olduğu değeri ifade eder. Ancak bu değerleri yaratan işletmenin, bunları değerlendirme konusu yaparak bilançosuna dâhil etmesi mümkün değildir (Ateş 2011, <http://www.muhasibetr.com/>, 14 Nisan 2015'te erişildi). Diğer bir tanımlamada ise, şerefiye değeri bir firmanın, varlıklarının defter değeri toplamından daha yüksek bir değere sahip olması durumunda oluşan pozitif fark olarak tanımlanmıştır (Cheng-Few ve Alice 2006: 135).

Şerefiye firmaların faaliyetleri ile ilgili maddi olmayan birçok unsuru içerir. Bu unsurlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Chambers 2005: 107).

- Firmanın ve hissedarların iş dünyasındaki ve sektördeki ünü, imajı,

- Kuruluş yerinin uygunluğu,
- Rekabet ortamında firmanın ürün veya hizmetlerinin konumu, pazar payı,
- Müşterilerin işletmeye verdikleri değer,
- Firmanın sahip olduğu markalar,
- Firmanın teknoloji, know-how, lisans ve patent hakkı gibi sahip olduğu maddi olmayan duran varlıkları,
- Firma yönetimi ve çalışanların deneyimi, yetkinliği,
- Tekel avantajlarının olması,
- Potansiyel karların ve yeni yatırım olanaklarının bulunması.

Bu yöntemle göre, firma değeri aşağıdaki formül ile bulunur:

$$V = A + (n \times B) \quad \text{yada} \quad V = A + (z \times F)$$

V= Şerefiye

A= Net varlık değeri,

n= 1.5 ve 3 arasındaki katsayı,

B= Net gelir,

z= Satış gelirlerinin yüzdesi,

F= Devir hızı,

Buradaki ilk formül genellikle sanayi şirketleri için kullanılırken, ikinci formül yaygın olarak perakende ticaret için kullanılır (Fernandez 2007, <http://www.iese.edu/>, 15 Nisan 2015'te erişildi).

2.3.5. Kaldıraç

Kaldıraç sözcüğü fizik, politika gibi birçok alanda kullanılmakla birlikte işletme yönetimi alanında da kullanılmaktadır. İşletme yönetiminde kaldıraç, aynı miktarda karı daha az satış hacmi ve daha az özsermaye kullanarak elde edebilmek için sermaye-yoğun üretim teknolojilerinden ve borç oranında yararlanmayı ifade etmektedir. Sermaye yoğun üretim teknolojilerinden yararlanma derecesi “faaliyet kaldıraç” borçtan

yararlanma derecesi ise “finansal kaldıraç” olarak adlandırılır (Gürsoy 2012:174). Yapacağımız çalışma daha çok işletmenin borçluluk düzeyiyle ilgili olduğu için burada finansal kaldıraç üzerinde daha çok duracağız.

İşletme üzerinde faaliyet kaldırıcının ve finansal kaldırıcın birlikte değerlendirilmesi sonucunda toplam kaldıraç veya birleşik kaldıraç olarak adlandırılan bir kaldıraç etkisi daha söz konusu olmaktadır. Her iki kaldıraç türü de firmanın sabit giderlerini ödeme gücünü ele almaktadır ve ödeme gücündeki belirsizlik olarak adlandırılan toplam risk düzeyini belirlemektedir (Woelfel 1994: 102). Dolayısıyla değerlendirmeyi yapan kişi, firma için en iyi risk düzeyini belirlerlerken her iki kaldırıcı da göz önüne alması gerekmektedir. Uzun dönemde firmaların tüm giderleri değişken olduğu için tahmin edilmesi güç olacağından dolayı kaldıraç analizi firmalara uygulanan kısa dönem analizidir.

2.3.5.1. Finansal Kaldıraç

Faaliyet kaldırıcı, özellikle satışlarda meydana gelecek bir değişikliğin faiz ve vergi öncesi karı nasıl etkilediği üzerinde durulmuştur. Finansal kaldıraç ise, faaliyet kaldırıcı hesaplanmasının tamamlandığı yerden başlar. Finansal kaldıraç, faiz ve vergiden önceki karda meydana gelecek bir değişikliğin, adi hisse senedi başına düşen kazancı ne oranda etkileyeceğini belirlemede kullanılır (Korkmaz ve Ceylan 2008: 142).

Finansal kaldıraç kavramı iki farklı anlamda kullanılmaktadır. Bunlardan birisi faiz ve vergiden önceki kardaki (FVÖK) yüzde değişim ile hisse başına kardaki (HBK) yüzde değişim arasındaki ilişkiyi ifade eder ve HBK'daki yüzde değişim/FVÖK'daki yüzde değişim biçiminde formüle edilir. Bu anlamda finansal kaldıraç bir işletmede borç kullanıldığı varsayımıyla borçların firma karlılığını ne ölçüde etkilediğini açıklayan bir analizdir. Diğer anlamı ise bir işletmenin yabancı kaynaklarının toplam kaynaklara oranını ifade etmektedir. Burada finansal kaldıraç, yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı olarak kullanılmaktadır (Uluyol, Lebe ve Akbaş 2014: 71). Yani finansal kaldıraçtan bahsedebilmek için sabit bir fon maliyetinin varlığı gerekmektedir (Besley ve Brigham 2000: 159). Fakat, finansal kaldıraç etkisinin sınırsız

olmadığını ve artan yabancı kaynaklar nedeniyle kredibilitesi düşen firmalarda marjinal fon maliyetinin (spread) büyümesi nedeniyle negatif finansal kaldıraç etkisi işlemeye başlar (Berk 2000: 297). Bu noktada finansal risk kavramı ortaya çıkar, finansal riski en aza indirmek için öz sermaye karlılığını arttırmak için kullanılan yabancı kaynakların ödenen faizden daha yüksek gelir getirecek etkinlikte kullanılması gerekmektedir.

Finansal kaldıraç seviyesini ölçmek için kullanılan formül: (Woelfel 1994: 104).

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Pay Başına Gelirdeki Değişim Oranı}}{\text{Faiz ve Vergiden Önceki Karda Değişim Oranı}}$$

Sembollerle finansal kaldıraç derecesini ifade edecek olursak: (Mayes ve Shank 2007: 171-173).

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q(P-V)-F}{Q(P-V)-(F+I)}$$

Formülde:

Q = Satış hacmi (Üretilmesi ve satılması gereken miktar)

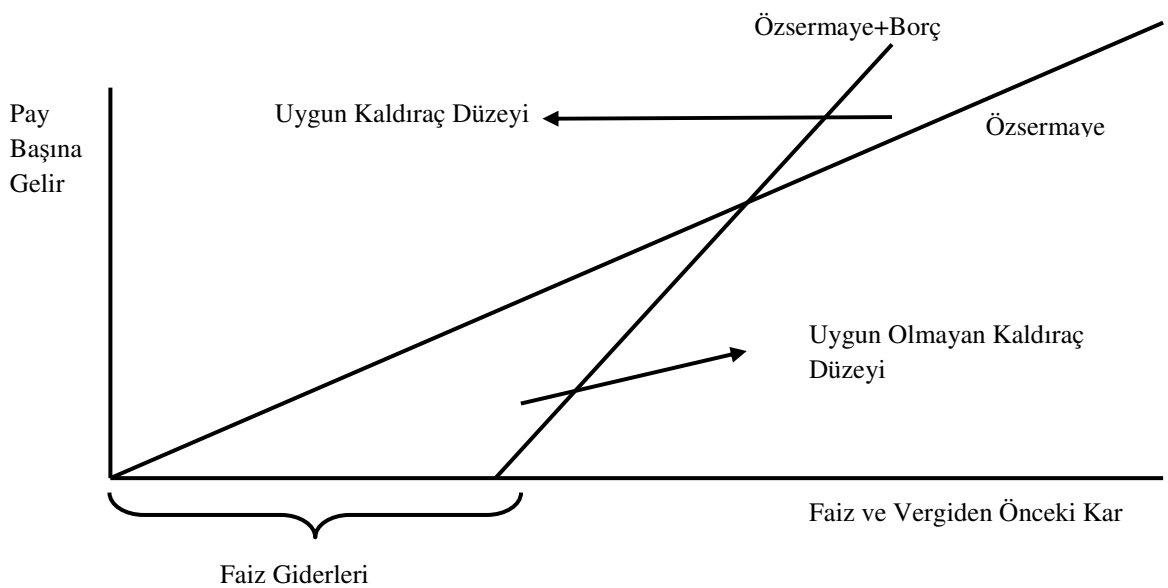
P = Birim satış fiyatı

V = Birim değişken gider

F = Toplam sabit giderler

I = Faiz giderleri

Bir grafik üzerinde finansal kaldıraç derecesi gösterilecek olursa:



Grafik 2.1: Finansal kaldıraç (Healey ve Gallinger 1991: 31).

Finansal kaldıraç derecesi borç ve özsermayedeki değişmelere bağlı olarak değişme göstermektedir. Tahvil ve hisse senetleri göz önüne alındığında kaldıraçtaki net değişme aşağıdaki gibi formüle edilmiştir (Ofek, Berger ve Yermack 1997: 1422-1423).

$$\text{Net Yeni Tahvil Çıkarılması} = \frac{\text{Çıkarılan Tahvil} - \text{Mevcut Tahviller}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\text{Hisse Senedi Çıkarılması} = \frac{\text{Çıkarılan Yeni Hisse Senetleri}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\text{Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması} = \frac{\text{Geri Satın Alınan Hisse Senetleri}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

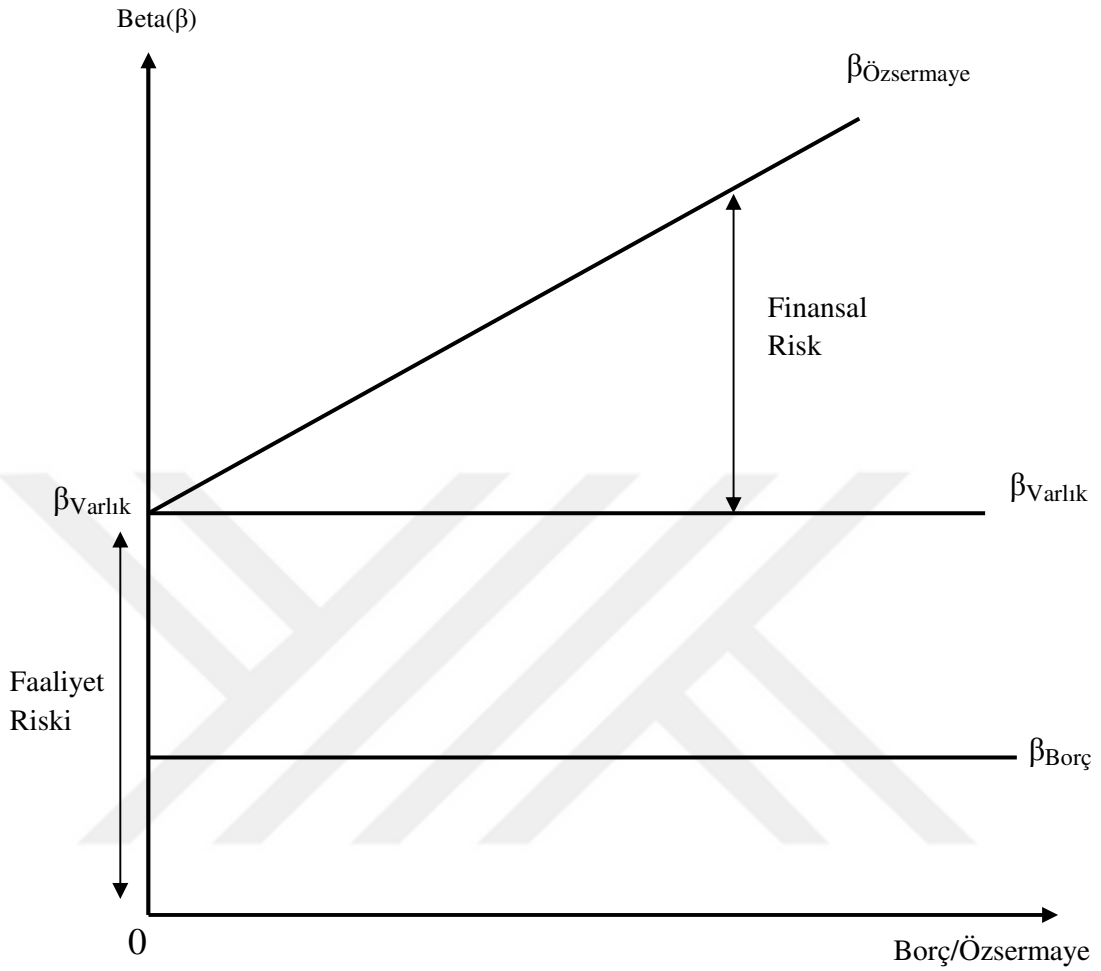
$$\text{Kaldıraçtaki Net Değişme} = \frac{\text{Çıkarılan Tahvil} - \text{Çıkarılan Yeni Hisse Senetleri} + \text{Geri Satın Alınan Hisse Senetleri}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

2.3.5.1.1. Finansal Kaldıraç Riski

Finansal kaldıracın aşırı kullanımından finansal risk kavramı ortaya çıkmaktadır. Kavramsal olarak finansal risk, finansal kaldıraç kullanımından kaynaklanan, firmanın temel faaliyet riskinden ayrı olarak, hissedarların riskinde bir artış olarak tanımlanmaktadır (Houston ve Brigham 1995: 449). Firmaların finansal yapısında borç yada ayrıcalıklı hisse senetlerinin aşırı kullanımı adi hisse senedi sahipleri için risk taşımaktadır. Ayrıca faiz ve vergiden önceki karda değişikliklere neden olabilmektedir.

Bu değişiklik olumsuz yönde olduğunda, kazançlar alınan borcun anapara ve faizleri ile ayrıcalıklı hisse senetlerinin kar paylarını ödemek için yeterli olmayabilir. Buna göre, finansal riskin hisse senetlerinin getirisindeki değişkenliği arttırmak ve iflas riskini yükseltmek gibi iki önemli sorun yaratabilmektedir. Firmaların net faaliyet gelirleri de hep aynı düzeyde seyretmediğinden, finansal kaldıracın negatif etkisi açık bir şekilde ortaya çıkmaktadır (Chambers 2008: 115).

Bir grafik yardımıyla finansal riski gösterecek olursak:



Grafik 2.2: Finansal risk grafiği (Ercan ve Ban 2005: 253).

Grafik 2.2’de görüldüğü gibi, firmanın varlıklarının betası borç ve özsermayesinin betalarının ağırlıklarına göre hesaplanabilmekte olup, finansal kaldıraç finansal riski yaratmaktadır. Borç yapısı arttıkça firmanın özsermayesinin betası da artmaktadır. Borç kullanmayan firmanın varlıklarının betası özsermayesinin betasına eşit olmaktadır. Varlıkların betası firmanın faaliyet riskini göstermektedir. Firmanın özsermayesinin betası ile varlıklarının betası arasındaki fark ise finansal riski göstermektedir (Ercan ve Ban 2005:253).

Dolayısıyla finansal kaldıraç oranının artışı veya borçlanmadaki artış finansal riski ortaya çıkartmakta, borçlanma aracı olan tahviller üzerinden gidecek olursak; firma tahvilleri yada uzun süreli borçları, firmaya özgü risklerden etkilenir. Sonuç olarak

firma borçlarının getirisi, firmaya özgü ödememe riskini yansıtır. Aynı zamanda bir firmanın ödeme riski iki değişkenden etkilenir (Tevfik 2005: 126).

- Finansal yükümlülüklerine göre daha çok nakit yaratan firmaların düşük ödememe riskleri vardır.
- Nakit akımları daha istikrarlı olan firmaların ödememe riskleri diğerlerine göre daha azdır.

Tahvil ya da diğer uzun vadeli finansal borçların derecelendirmeleri tahvilin ödememe olasılığını yansıtmak için yapılır. Bu derecelendirmeler, yatırımcıların riski algılamalarını etkiledikleri için, çıkarılan tahvilin faiz oranını etkiler. Tahvil yatırımcıları, tahvillerin bağımsız bir kuruluşça derecelendirilmesine, hisse senetlerine göre daha çok önem verirler (Tevfik 2005: 127).

2.3.5.2. Toplam (Bileşik) Kaldıraç

Faaliyet kaldırıcı ve finansal kaldıraç kavramları ile ilgili açıklamalar şu şekilde özetlenebilir (Ceylan ve Korkmaz 2008: 143).

1. Yüksek sabit maliyetlere sahip işletmelerde, faaliyet kaldırıcı değeri de yüksek olacağından, bu işletmelerde, faiz ve vergiden önceki kar satışlarda meydana gelecek değişikliklere karşı oldukça hassastır.
2. Yüksek sabit finans maliyetine sahip işletmelerde, finansal kaldıraç değeri de yüksek olacağından, bu işletmelerde adi hisse senedi başına düşen gelir, faiz ve vergiden önceki karda meydana gelecek değişikliklere karşı oldukça duyarlıdır.

Açıklamalarda da anlaşılabacağı üzere faaliyet kaldırıcı ve finansal kaldıraç bir birbiriyle bağlantılı iki kavramdır ve bu iki değer birlikte ifade edilmesi ile toplam (bileşik) kaldıraç kavramı ortaya çıkmaktadır.

Toplam kaldıraç hesaplaması için şu formül kullanılmaktadır (Woelfel 1994: 104).

$$\text{Toplam Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Pay Başına Gelirdeki Yüzde Değişim}}{\text{Satışlardaki Yüzde Değişim}}$$

Toplam kaldıraç derecesi aşağıdaki gibi sembolize edilmektedir: (Berk 2000: 286).

$$\text{Toplam Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F-I}$$

Formülde:

Q = Satış hacmi

P = Birim satış fiyatı

V = Birim değişken gider

F = Toplam sabit giderler

I = Faiz giderleri

2.3.6. Firmanın Sermaye Bileşimi

Firmalar finansman ihtiyaçlarını ya özsermaye kullanarak yada borçlanarak gidermektedirler. Dolayısıyla sermaye yapısı, özsermaye ile borç arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Şirketin sermaye maliyetini etkileyen sermaye yapısı, yatırımcıların uzun vadeli borçlarını ve özsermaye getiri oranını temsil etmektedir (Ata ve Ağ 2010: 46).

Optimal sermaye yapısı, sermaye maliyetini en düşük düzeyde gerçekleştirip firma piyasa değerini maksimize etmeyi sağlayan sermaye yapısıdır. Finans yöneticileri, sermaye yapısını oluşturmada optimum noktayı sağlamaya çalışırlar. Sermaye yapısını oluştururken, kaynaklar arasında yapılacak tercihte amaç firma değerini maksimize etmek olduğundan, optimum noktada ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum olması gerekmektedir (Karakuş ve Yener 2012: 78).

Finansal yapı ile ilgili yaklaşımların temel amacı yani yoğunlaştığı nokta, kullanılan fonların bileşimi değiştirilerek bir firmanın gerçekte pazar değerini ya da sermaye maliyetini etkileyip etkilemediğidir (Berk 2000: 313). Temel yaklaşımların ortak kabul ettiği 5 ana varsayım Hampton'a göre şöyledir:

- 1) İşletmeler, sabit işletme riski düzeyine sahiptir ve risk seviyesine bağlı olarak belirli risk sınıflarına ayrılabilirler. Zaman içinde finansal yapılarının farklılaşması işletme riski düzeyini etkilememekle birlikte, finansal risk

işletme sermaye yapısındaki borç ve öz sermaye oranının değişmesi ile farklılık göstermektedir.

- 2) İşletmeler kurumlar vergisinden muaftır. Amaç, faiz ve kâr payı için uygulanan farklı vergi politikalarının etkilerini analiz kapsamı dışında bırakmaktır.
- 3) Bir risk sınıfına ait tüm işletmeler aynı sabit büyüme oranına sahiptir. Bu varsayım, kâr payının hisse senedi değerine etkisinin göz ardı edilebilmesini sağlamaktadır. Büyüme oranı (g) şu formül ile ifade edilebilir:

$$g = (\text{Vergi Öncesi Kâr} / \text{Firma Piyasa Değeri}) \times (\% \text{ Dağıtılmayan Kâr}) \quad \text{Veya}$$

$$g = (\text{Net Kâr} / \text{Toplam Hisse Senedi Piyasa Değeri}) \times (\% \text{ Dağıtılmayan Kâr})$$
- 4) İşletmeler, imtiyazlı hisse senedi ihraç etmemektedir. imtiyazlı hisse senedinin sermaye yapısı dışında bırakılması, sermaye yapısı analizinde temel yaklaşımların tutarlılıkları açısından önemli bir problem yaratmamaktadır. Ayrıca, kurumlar vergisinin bulunmadığı kuramsal bir çerçevede, imtiyazlı hisse senedi, özde, borç ile aynı özelliklere sahiptir.
- 5) İşletmenin faiz ve vergi öncesi kârı (FVÖK), vergi öncesi kârı (VÖK) ve vergi sonrası net kârı (NK) işletmenin nakit akışlarına eşittir. FVÖK faaliyetlerden sağlanan nakit akışının ölçüsüdür. Bu nedenle, faiz ödemelerinde nakit kullanıldığından (VÖK) bir nakit akışı ölçüsüdür.

Temel yaklaşımlar, yukarıdaki varsayımlar altında firmanın, borç, özkaynak ve toplam sermaye maliyeti ile ilgilenmekte, kaldıraç oranı (Borç/Özsermaye) artarken borç, özkaynak ve toplam sermaye maliyetinin alacağı değerlerle ilgili farklı görüşler ortaya koymaktadır (Arkan 2010: 27).

Verginin dikkate alınmadığı durumda, optimal sermaye yapısını oluşturma konusundaki temel yaklaşımları aşağıdaki şekilde açıklayabiliriz (Şenel ve Yanık 2005: 32).

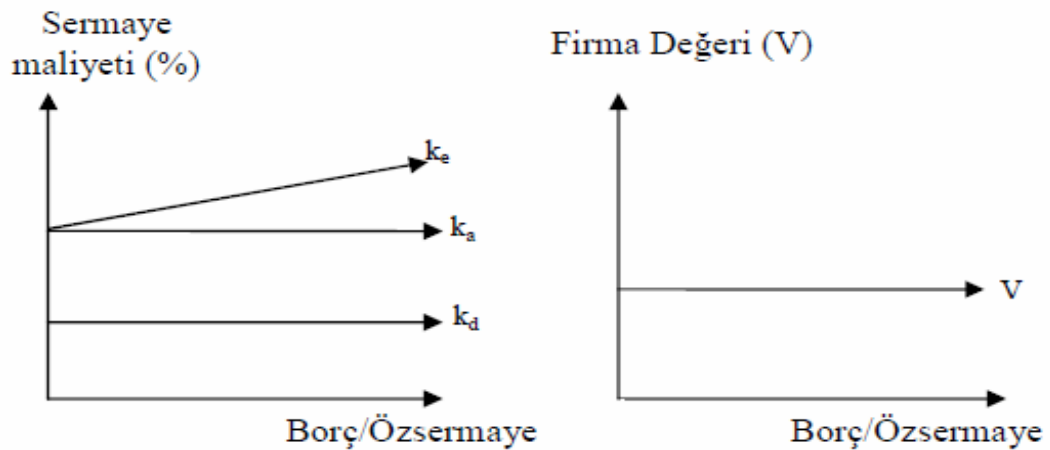
- Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- Net Gelir Yaklaşımı
- Geleneksel Yaklaşım
- Modiglian-Miller Yaklaşımı

2.3.6.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşımda bir firmanın sermaye maliyetinin ve hisse senedi fiyatlarının o firmanın kullandığı borç/özsermaye oranıyla, yani finansal kaldıraç derecesi ile bağıntılı olmadığı ileri sürülmektedir (Türko 2002: 492).

Bu yaklaşımın önemli bir varsayımı bulunmaktadır. Bu varsayım; firmanın ortalama sermaye maliyetinin, bütün sermaye yapısı kombinasyonlarında sabit kalacağı biçimindedir. Dolayısıyla bütün sermaye bileşimi düzeylerinde net faaliyet gelirinin, ortalama sermaye maliyeti ile bölümü ile hesaplanan piyasa değeri sabit olacaktır.

Firmanın net faaliyet gelirinin, sabit bir kapitalizasyon oranı ile (k_a) ile kapitalize edilmesi firmanın piyasa değerini vermektedir. Bu yaklaşımda firma için kapitalizasyon oranı (ortalama sermaye maliyeti) tüm sermaye yapıları için aynı sayılmaktadır. Bu varsayımın doğal sonucu olarak da, bir firmanın sermaye yapısındaki değişmelerin, firmanın piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti (k_a) üzerinde etkili olmayacağı savunulmaktadır (Akgüç 1998: 485).



Grafik 2.3: Net faaliyet geliri yaklaşımına göre sermaye maliyeti ve firma değeri: (Akgüç 1998: 486).

Grafikten de anlaşılacağı üzere, net faaliyet geliri yaklaşımında borcun maliyeti (k_d)'nin ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a)'nın değişmediği, sermaye yapısı

içerisinde borcun artmasına bağlı olarak $(k_e)'$ 'nin yükseldiği görülmektedir (Ercan ve Ban 2005: 232).

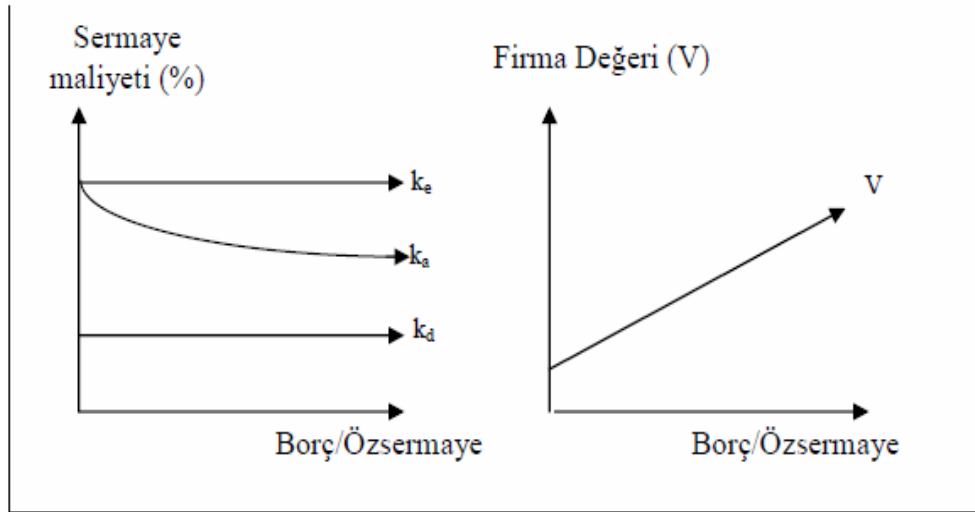
Bu teoriye göre firmanın değeri; gelecekte sağlayacağı nakit girişlerinin toplam sermaye maliyeti ile iskonto edilmesiyle bulunur. Bu sebeple firmanın toplam sermaye maliyeti, firmanın sermaye yapısından bağımsızdır (Yakar 2011: 8).

Net faaliyet geliri yaklaşımının finansal kararlar açısından önemli sonuçları şunlardır (Yücel 2001: 38):

- Firma açısından yabancı kaynağın ve öz sermayenin reel maliyetleri birbirine eşittir. Yabancı kaynağın firma açısından maliyeti, faiz ve saklı maliyet olmak üzere iki öğeden oluşur. Yabancı kaynağın saklı maliyeti, firma yabancı kaynak kullandıkça öz sermaye kapitalizasyon oranının diğer bir deyişle öz sermaye maliyetinin yükselmesidir. Bu nedenle firmanın yabancı kaynak kullanımını artırmakla, ortalama sermaye maliyetini düşürmek olanağı yoktur.
- Firma için tek bir optimal sermaye yapısı yoktur. Sermaye yapısını değiştirmek yoluyla sermaye maliyetini düşürmek ve firmanın piyasa değerini artırmak olanağı olmadığına göre, firma için tüm sermaye yapıları bir anlamda optimaldir.

2.3.6.2. Net Gelir Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımının tersine, net gelir yaklaşımı, kaldıraç faktörünü aşırı olarak dikkate alarak, hem firmanın toplam sermaye maliyetinin ve hem de piyasa değerinin kaldıraç derecesinden (borç/özsermaye oranından) etkileneceğini savunmaktadır (Berk 2000: 296). Net gelir yaklaşımına göre, firmanın değeri sermaye yapısının tamamı borç olduğu noktada maksimuma ulaşır.



Grafik 2.4: Net gelir yaklaşımına göre sermaye maliyeti ve firma değeri (Berk 2000: 297).

Borcun ve özsermayenin maliyetlerinin sermaye yapısından etkilenmediği ve sürekli sabit kaldığı kabul edilmektedir. Üstteki grafikten de anlaşılacağı üzere, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a)'nın borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azaldığı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a)', sıfır borç düzeyinde özsermaye maliyeti olan k_e 'ye, borç düzeyinin %100 olduğu durumda da borcun maliyeti olan k_d 'ye eşit olmaktadır (Ercan ve Ban 2005: 228).

Bu yaklaşım iki temel varsayıma dayanmaktadır. Bu varsayımlar; (i) öz sermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğu ve (ii) öz sermaye maliyetinin ve yabancı kaynak maliyetinin firmaların çeşitli sermaye yapıları için sabit kaldığıdır.

Yabancı kaynakla finansman, firmanın uzun sürede net faaliyet geliri yaratma kapasitesi üzerinde de etkili olur. Ağır faiz ve ana para ödemeleri, firmanın likit fonlarını azaltarak, firmanın yeni karlı yatırımlarını geliştirmesini engeller. Hatta aşırı hallerde, likidite sorunu, firmaların tasfiyesine dahi yol açabilir. Bu nedenle bir firmanın öz sermaye yerine borç kullanma yoluyla piyasa değerini sürekli yükselteceği görüşü, her zaman geçerli değildir (Akgüç 1998: 488-489).

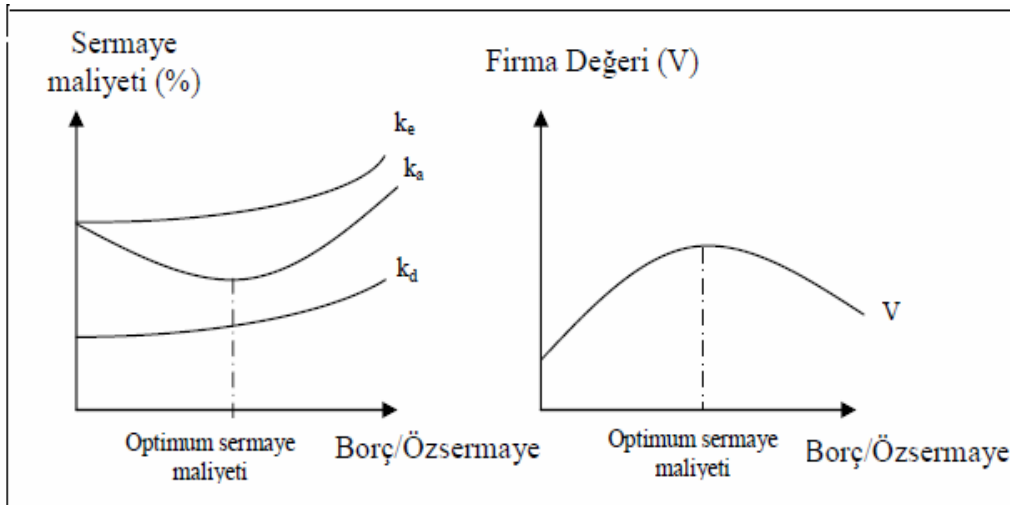
2.3.6.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım net faaliyet geliri yaklaşımı ile net gelir yaklaşımı arasında yer almaktadır. Bu yaklaşım optimal sermaye yapısının olduğunu, kaldıraçtan yararlanılarak sermaye maliyetinin düşebileceğini ve piyasa değerinin artabileceğini kabul etmektedir (Chambers 2005: 129).

Ayrıca geleneksel yaklaşıma göre, firmalar için bir tek optimal sermaye yapısı bulunmaktadır ve sermaye yapısı bir firmanın sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkilemektedir (Ceylan 2003: 221). Bu sebeple bir noktadan sonra firmanın ortalama sermaye maliyetinin yükseldiği görülür. Bu durumda firma optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra, borçlanmaya devam etmesi halinde, artan finansal risk sebebiyle firmanın ortalama sermaye maliyeti yükselecek ve dolayısıyla firma optimal sermaye yapısından uzaklaştığı için firmanın pazar değeri düşecektir. Bu yaklaşıma göre firmanın ortalama sermaye maliyetindeki yükselişin yavaş veya hızlı olması firmanın finansal riskindeki artış ile kreditorlerin ve ortakların risk algılamalarının derecesine bağlı olacaktır (Okka 2011: 18).

Bu nedenle, geleneksel yaklaşıma göre, finans yöneticisinin görevi, işletmenin piyasa değerini maksimum yapan sermaye bileşimini bulmaktır.

Bir grafik yardımıyla geleneksel yaklaşımı gösterecek olursak:



Grafik 2.5: Geleneksel yaklaşıma göre sermaye maliyeti ve firma değeri (Okka 2011: 19).

Yukarıdaki grafik 2.5’den de anlaşılacağı üzere ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti k_a önce azalmakta ve daha sonra artmaktadır. k_a ’nın artmasındaki neden firmaya borç verenler ile özsermaye sahiplerinin beklentilerinin artmasından dolayı k_a ve k_e ’nin yükselmesidir şeklinde yorumlanabilir (Ercan ve Ban 2005: 234). Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum olduğu nokta firma değerinin maksimum olduğu noktadır. Şayet bu noktadan sonra yabancı kaynak kullanımına devam edilirse ortalama sermaye maliyeti artacak ve bu da firma değerini düşürecektir.

2.3.6.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Günümüzde geçerli olan ve sermaye yapısı firma değeri ilişkisini açıklayan son durum Modigliani-Miller Modelinin Finansal Sıkıntı (Distres) ve Temsil (Agency) Maliyetleri ile bütünleşmiş halidir. Modigliani-Miller Yaklaşımı; “finansal kaldıraç ile firma değeri” arasındaki ilişkilerin net faaliyet geliri yaklaşımı çerçevesinde meydana geldiğini savunmaktadır.

Modigliani ve Miller’a göre bir firmanın sermaye yapısı sermaye maliyetini etkilemez. Finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun firmanın sermaye maliyeti değişmez. Bu daha önce açıklanan “net faaliyet geliri” yaklaşımı ile aynıdır. Ayrıca Modigliani ve Miller yapmış oldukları analizlerde, mükemmel pazarın var olduğunu kabul etmişlerdir (Yakar 2011: 11).

Modigliani-Miller (MM), firma borçlarının maliyetinin borç yapısına bağlı olarak artmayacağını söylemektedir. Başka bir ifade ile firmaya kredi verenler, firmanın sermaye yapısının borcun lehine artması durumunda faiz oranlarını arttırmayacaktır şeklinde açıklamıştır (Ercan, Ban 2005: 236). MM çalışmalarını bazı varsayımlar üzerine yapmıştı. Bu varsayımlar şunlardır: (Okka 2011: 20).

- Firmaların gelecekteki yatırımlarıyla ilgili bilgilere bütün yatırımcılar sahiptiler, yani piyasa şeffaftır ve tam rekabet şartları geçerlidir,
- Faiz oranları risksiz faiz oranıdır ve borç artmakla bu oran değişmemektedir,
- Hisse senetlerini alım satımda ve diğer işlemlerde komisyon (brokerage) ücretleri yoktur,

- Vergiler ve iflas giderleri yoktur,
- Firmanın faizden ve vergiden önceki kârı (FVÖK) borç sermaye kullanmakla değişmemektedir.

Miller yaklaşımına göre; şahıslar özsermaye getirisinden ve tahvil gelirlerinden elde ettikleri kazançla göre vergilendirildikleri için, firmalar şahısların vergi dilimlerine göre, tahvil getirisinin yanında hisse senedi getirisini de sunmak zorundadırlar. Bu durumda faizlerin kurumlar vergisinden indirilmesiyle firmalar açısından ortaya çıkan vergi avantajı, şahısların faiz kazançlarının vergi dilimlerine göre vergilendirilmesiyle ortaya çıkan dezavantajla yok edilir (Aydemir ve Özduran 2012:205).

MM, yaklaşımına göre firmanın kaldıraç etkili değeri şöyle hesaplanır:

$$V_L = V_U + T \times B \text{ olmaktadır.}$$

Formülde:

V_U = Borç kullanmayan firmanın değeri (kaldıraç etkisiz-unlevered)

V_L = Borç kullanan firmanın değeri (levered)

B = Firmanın borçları

S = Firmanın öz sermayesi

T = Vergi oranı olarak ifade edilmektedir.

MM kaldıraç etkili firmanın öz sermaye maliyetini ise şöyle hesaplamaktadır:

$$k_{sL} = k_{su} + (k_{su} - k_d) (1 - T)(B \div S)$$

Formülde:

k_{sL} = Kaldıraç etkili firmanın özsermaye maliyeti,

k_{su} = Kaldıraç etkisiz firmanın özsermaye maliyeti,

k_d = Borcun maliyetidir.

MM ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$k_a = k_{su} \left[1 - T \left(\frac{B}{V} \right) \right]$$

MM yaklaşımına karşı ileri sürülen görüşler şunlardır (Akgüç 1994: 462).

- Bir firmanın iflas etme olasılığının yüksekliği ve iflas nedeniyle uğranılacak kayıplar ve katlanılacak giderlerin yüksek olmasına yol açar. Bu durumda yatırımcılara borç oranı yüksek firmalara yatırım yapma konusunda tereddüt yaşatır.
- Sermaye piyasalarının etkin olmayışı borçlanma faaliyetlerini küçük ve büyük firmalar için farklı kılar.
- Firmalar için arbitrajı geciktiren, sınırlayan kurumsal etkenler vardır.
- Alım satım işlemlerinin maliyetinin olması arbitrajı sınırlar.

Deneysel çalışmalar ve bulgular; sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkiler ile yatırım ve finansman kararları arasındaki etkileşim konularında hangisinin daha etkin olduğu hususu henüz kanıtlanamamakla beraber, geleneksel görüş daha çok taraftar bulmuştur (Türko 2002: 508).

2.3.6.4.1. Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri

Finansal sıkıntı; firmanın faaliyet nakit akımlarının yükümlülüklerini karşılayamaması ve firmanın düzeltici bir takım önlemler almaya zorlanması durumu olarak tanımlanmaktadır. Firmadaki finansal zayıflamanın en önemli sebebi de finansal kaldıraç derecesinin yüksekliğidir (Bilir 2015: 11).

Şirketlerin sermaye yapısını açıklamaya yönelik teoriler açısından finansal sıkıntı konusu incelendiğinde, sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğü hakkında elde edilecek sonuçların oldukça önemli olduğu hatta iflasa kadar götürecek zor durumların ortaya çıkabileceği vurgulanmaktadır.

Dolayısıyla finansal sıkıntı firmanın borcunun bulunması durumunda söz konusu olmaktadır. Borcu bulunmayan bir firmanın iflas riski de mümkün değildir. Finansal sıkıntı ihtimalinin artması durumunda firmanın cari değeri azalır ve sermaye maliyetleri artar.

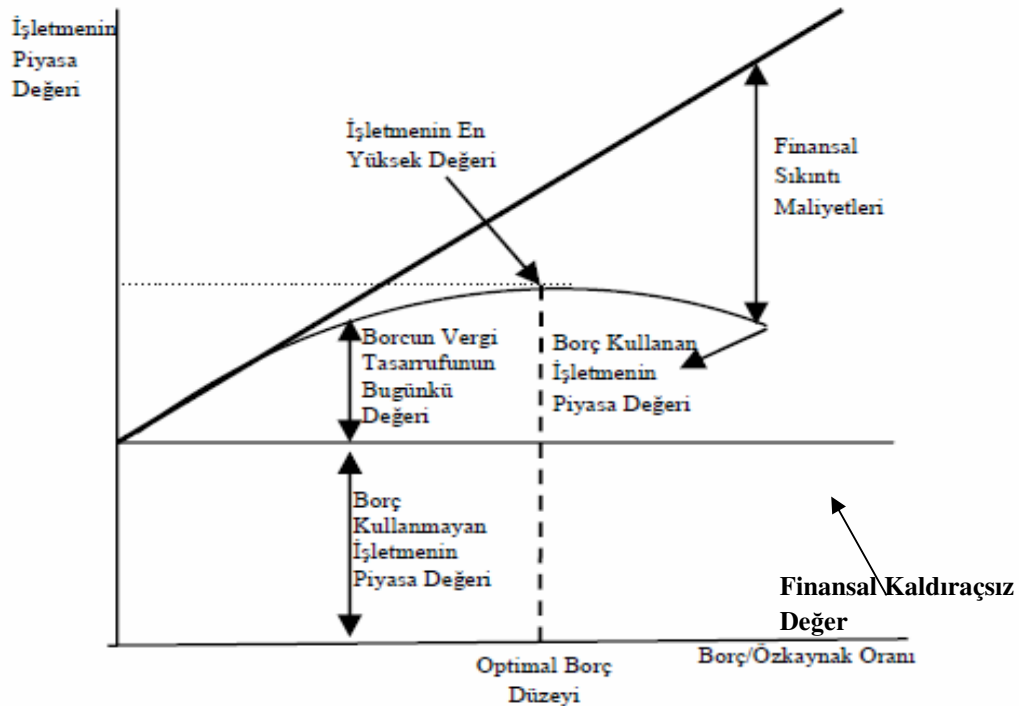
Finansal zorluk durumunda ortaya çıkabilen dolaylı giderle şunlar olabilir (Arkan 2010: 36).

- Endişeli müşteriler tarafından, siparişlerin iptal edilmesiyle ortaya çıkan satışların düşmesi durumu,
- Gerekli fonların temin edilememesi sebebiyle karlı yatırım projelerinin iptal edilmesi,
- Şirketin anahtar yöneticilerinin şirketten ayrılmaları ve yönetimin dengesiz hale gelerek etkinliğini yitirmesi,
- Finansal elastikiyetin kaybolması.

Finansal sıkıntı ve temsil maliyetine bağlı olarak günümüzde borç kullanan bir firmanın kaldıraç etkili değeri şöyle hesaplanır:

$$V_L = V_U + T \times B \left(\frac{\text{Sıkıntı Maliyetlerinin Bugünkü Değeri}}{\text{Bugünkü Değeri}} + \frac{\text{Temsil Maliyetlerinin Bugünkü Değeri}}{\text{Bugünkü Değeri}} \right)$$

Finansal sıkıntı temsil maliyetlerinin bir grafik üzerinde gösterimi aşağıdaki gibidir:



Grafik 2.6: Finansal sıkıntı maliyetleri ve işletme değeri (Coşkun 2008: 48).

Grafik 2.6'dan da görüldüğü gibi fayda ve maliyetler ile firma değeri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Borcun sağlayacağı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki denge optimum sermaye yapısını oluşturmaktadır. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, şirket ilave borç kullandıkça; bir noktaya kadar artmaktadır. İlimli bir borç düzeyinde diğer bir ifade ile finansal sıkıntı olasılığı düşük iken borç kullanmaktan kaynaklanan bir vergi avantajı ortaya çıkarmaktadır. Fakat bir noktadan sonra ilave borçlanmalarla finansal sıkıntı olasılığı artmaktadır. Finansal sıkıntının olası maliyetleri, firma değerini önemli ölçüde azaltmaktadır (Coşkun 2008: 49). Ayrıca borçlu firmaların her zaman finansal sıkıntıyla karşılaşabilme olasılığının yatırımcılarda yarattığı endişe, borçlu firmaların menkul kıymetlerinin piyasa değerine yansır (Büyüktortop 2007: 19).

Finansal sıkıntı ancak firmanın borcunun olması durumunda söz konusu olabilir. Bunu harici durumlarda firmanın finansal sıkıntı içinde olduğundan bahsetmek olanaksız olmaktadır (Yakar 2011: 16).

Temsil maliyetleri ise esasen firmanın hissedarları ile yöneticileri arasında oluşacak çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetleri ifade etmektedir (etkinliğin kaybedilmesi maliyetleri, takip ve izleme maliyetleri vb.) firma temsil maliyetlerine örnek olarak verilebilir. Bu tür maliyetlerin firma için var olması borcun avantajlarını azaltmakta ve firma değerini de düşürmektedir.

Temsil giderleri olmaksızın ve temsil giderlerinin varlığında hisse başına düşen kârların arasındaki fark temsil giderlerini oluşturur ve finansal sıkıntı maliyetlerinde olduğu gibi firmanın pazar değerinin azalmasına sebep olur. Temsilci maliyetleri çok uluslu firmalarda yurt içi firmalara göre daha fazladır. Bunun başlıca nedenleri, yabancı ülkelerdeki iştiraklerin yöneticilerini izlemenin daha zor olması, farklı kültüre sahip yöneticilerin benzer amaçları benimsememesi ve çok uluslu şirketlerin büyüklüğüdür. Yapılan araştırmalar firmaların büyüklüğü ile üst düzey yöneticilerin ücretleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Yani temsil maliyetleri firmanın büyüklüğü ile doğru orantılı olduğu söylenilebilir (Üreten ve Ercan 2000: 42).

2.3.6.5. Günümüzdeki Yaklaşımlar

2.3.6.5.1. Asimetrik Bilgi Kuramı

Bilgi farklılığı olarak da adlandırılan kuram, işletme yöneticileri ile işletme dışındaki çıkar gruplarının firma hakkında sahip oldukları bilgilerin farklılığına dayanmaktadır (İrk 2012: 26).

Ayrıca asimetrik bilgi piyasanın etkinliğini azaltarak sermaye piyasalarında manipülasyon, içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading), ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve temsil problemlerinin (principal agent problem) ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Yakar 2011: 17-18).

Asimetrik bilginin neden olduğu bu problemlerin ortadan kaldırılması için 1. Yasal düzenlemeler, 2. Bilginin piyasalaştırılması ve 3. Finansal aracılık gibi üç temel şartın sağlanması gerekmektedir. Eğer asimetrik bilginin önüne geçilemezse, bir süre sonra tasarruf fazlası olan birimler, boyutunu tahmin edemedikleri bir riske katlanmak yerine fonlarını ellerinde likit olarak tutacaklardır (Arkan 2010: 40). Dolayısıyla asimetrik bilginin var olduğu durumlarda ekonomik faaliyetlerin etkin bir şekilde işlediğinden bahsedilemez.

2.3.6.5.2. Dengeleme Teorisi

Dengeleme teorisi borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurulmasına dayanmaktadır. Dengeleme teorisi, optimal sermaye yapısını borçla finansmanın sağlayacağı net vergi avantajı ile borçla finansmandan kaynaklanan maliyetlerini (finansal sıkıntı, iflas maliyetleri gibi) dengeleyen sermaye yapısı olarak ifade etmektedir (Arkan 2010: 41).

Sermaye yapısını dengeleme kuramı, hedef borç oranlarının işletmeden işletmeye değişebileceğini kabul etmektedir. Güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan işletmelerin hedef oranlarının

yüksek olması gerektiğini ileri sürmektedir. Riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip karsız işletmelerin ise öz sermaye ile finansmana dayandırılması gerektiğini savunmaktadır. Gerçek hayatta karlı işletmelerin çoğunun genelde az borçlandığı görülür. Dengeleme teorisi bu noktada yanılmaktadır (Yakar 2011: 21).

2.3.6.5.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Dengeleme teorisine alternatif olarak ortaya çıkan Myers tarafından öne sürülen asimetrik bilgi problemine dayanan finansal hiyerarşi yaklaşımı, firmaların karlı bir projeyi finanse etmek üzere öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanarak firma içi finansmana gitmeleri gerektiğini savunmaktadır. Bu yeterli olmaz ve dış finansmana ihtiyaç duyulursa da öncelikle daha az riskli alternatifi seçerek tahvil yoluyla borçlanmayı tercih etmeli daha sonra belki hisse senedine çevrilebilir tahvil ihraç etmeli ve son seçenek olarak da hisse senedi ihracını düşünmelidir (Demirhan 2009: 679).

Bu kuram ayrıca karlı işletmelerin neden daha az borçlandığını açıklamaktadır (Durukan 2010: 48).

2.3.6.5.4. Vergi Etkisi Teorisi

Miller (1977), Bradley, G.A.Jarrel ve E.H.Kim (1984), Pozdena (1987), tarafından savunulan görüşe göre, borçlanmadan kaynaklanan faiz ödemelerinin kurumlar vergisinden muaf oluşu ve öte yandan kar payı ödemelerinin bu muafiyet avantajını sağlayamaması firmaların borçlanmayı tercih etmelerine neden olur. Borcun sağladığı bu vergi tasarrufu literatür de “vergi kalkanı” olarak adlandırılır (Durukan 1997: 77).

Vergi oranının önemsenmeyecek derecede küçük olduğu durumlarda bu etki düşük olacaktır. Ancak vergi oranının yüksek olduğu durumlarda firmalar vergiden kaçınmak için sağlayacakları fonları borçlanma yoluyla yapmayı tercih edeceklerdir (İrk 2012: 27).

III. BÖLÜM

3. ÇALIŞMANIN ÖNEMİ

Bu çalışmada tahvil ihraçlarının firma değeri üzerinde etkisi olup olmadığı olay çalışması metoduyla bir sonraki bölümlerde incelenecektir. Fakat bunun öncesinde çalışmada neden tahvil ihraçları ve neden bu bağlamda bankalar incelenmiştir? Sorusuna TBB'den elde edilen verilerle tablo 3.1- tablo 3.2- tablo 3.3'te açıklanmıştır. Bu verilerden de görüleceği gibi son yıllarda özellikle ticari bankalar tarafından dolaylı fon transferi yoluyla yatırımcılara tahvil arz edilmektedir. Genel olarak firmalar açısından fon transferi genel olarak ikiye ayrılmaktadır bunlar; doğrudan ve dolaylı finansmandır. Bastı (2013: 1)'e göre doğrudan finansman; hisse senedi, tahvil, finansman bonosu, vb. menkul kıymetlerin şirketler tarafından yatırımcılara arz edilmesi yoluyla sağlanır. Dolaylı finansman ise, tasarruf sahiplerinin bankalar ve benzeri finansal araçlara yatırdığı fonların şirketlere kredi olarak kullandırılmasıyla gerçekleşir. Aracı kurumlar dışındaki tüm finansal kurumlar dolaylı finansmana aracılık ettiklerinden dolayı ticari bankaların sağladığı fonlar dolaylı finansman yoluyla fon transferini oluşturur ve bu bankaların fonksiyonları incelendiğinde şöyledir: (Altan 1998: 39).

- 1) Finansal aracılık fonksiyonu,
- 2) Dış ticareti fonlama ve ihracatı teşvik fonksiyonu,
- 3) Uluslararası mali piyasalarda risk yönetimi fonksiyonu,
- 4) Kaynakların etkin kullanımını sağlama fonksiyonu,
- 5) Gelir ve servet dağılımını etkileme fonksiyonu,
- 6) Kaydi para yaratma fonksiyonu,
- 7) Para ve maliye politikalarının yürütülmesine yardımcı olma fonksiyonu,
- 8) Ekonomiyi yönlendirme, enflasyonu kontrol altında tutma ve tam istihdam sağlanmasına yardımcı olma fonksiyonudur.

- 9) Bankalar bu fonksiyonlarını gerçekleştirirken diğer ekonomik amaçlı işletmelerde olduğu gibi banka işletmelerinde de fonlar kullanılır. Bunlar: özkaynaklar; sermaye, yedek akçeler ve devreden karlardan oluşurken, yabancı kaynaklar; mevduatlar, kısa vadeli borçlanmalar (merkez bankası kredileri, repo, Eurodolar borçlanmalar) ve uzun vadeli borçlanmalardan (tahvil ihracı vb.) oluşurlar.

Bu denli önemli fonksiyonlara sahip olan bankacılık sektörü son yıllarda yaşanan ve giderek hızlanan evrensel değişimlerden de çok fazla etkilenmektedir. Bu ortamda bankaların karşılaştıkları riskler artmakta ve çok boyutlu hale dönüşmektedir. Canbaş ve Doğukanlı (2001: 42)'e göre bu riskler genel olarak; kredi riski, likidite riski, faiz riski, pazar riski, kur riski, ödeme gücü riskidir. Aşağıda tablo 3.1'de görüldüğü gibi özellikle son yıllarda bankalar tarafından tahvil ihracı yoluyla yabancı para cinsinden borçlanma büyük artış göstermiştir, dolayısıyla bu tür borçlanma ile bankalar kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Son yıllardaki verilerle de açıklayacağımız gibi bankaların yabancı para cinsinden tahvil ihracı sonucunda ortaya çıkan kur riski kavramı, son yıllarda bankacılık sisteminde oluşan açığın en önemli sebeplerinden birini oluşturmaktadır.

TBB'nin verilerinden ülkemizde 2010-2014 yıllarında kullanılan tahvil ihraç büyüklüğü ve bankacılık sisteminin toplam aktif ve toplam özsermaye büyüklükleri incelendiğinde:

Tablo 3.1: Son yıllarda borsaya kote olan bankaların gerçekleştirdikleri tahvil ihraç büyüklükleri (www.tbb.org.tr, 15.08.2015'te erişildi).

Borsaya Kote Olan Bankaların Tahvil İhraç Büyüklükleri (Milyon TL.)			
Tahviller	Türk Parası	Yabancı Para	Toplam
2010	1595	1555	3150
2011	11569	7233	18802
2012	21756	16622	38378
2013	27913	33424	61337
2014	31225	59097	90322

Tablo 3.2: Borsaya kote olan bankaların toplam aktif ve toplam özsermaye değerleri (www.tbb.org.tr, 15.08.2015'te erişildi).

Borsaya Kote Olan Bankaların Toplam Aktif – Toplam Özsermaye Değerleri ve Oranları					
Tahviller	Toplam Tahvil (Milyon TL)	T.Aktif (Milyon TL)	Tahvil/T.Aktif (%)	Özsermaye (Milyon TL)	Tahvil/Özsermaye (%)
2010	3150	948.548	0,0033	126.987	0,0248
2011	18802	115.9980	0,0162	138.282	0,1360
2012	38378	129.7871	0,0296	174.392	0,2201
2013	61337	163.5370	0,0375	184.892	0,3317
2014	90322	188.8308	0,0478	222.332	0,4062

Not: Borsaya kote olan bankaların 2010-2014 yılları arasındaki Toplam Tahvil ihraçlarının, Toplam Aktifleri ve Toplam Özsermaye miktarları içindeki payı hesaplanmıştır.

Türkiye’de tahvil ihracının büyüklükleri tablo 3.1’de görüldüğü gibi yıllar itibariyle artmaktadır. Tahvil ihraçlarının çoğunluğunun yabancı para cinsinden yapıldığı görülmektedir. Rakamsal büyümenin bankacılık sektörüne olan etkisini daha net görebilmek için ihraç edilen tahvil tutarının bazı değişkenlerle kıyaslanması gerekir. Örneğin tablo 3.2.’de bankacılık sisteminin toplam aktif ve toplam özkaynak değerleri verilmektedir. Tahvil ihraçlarının toplam aktiflere oranı 2010 yılında %0,3’den 2014 yılında %4,78’e yükselmiştir. Tek başına bu oran bile tahvil ihraçlarının bankacılık sistemi açısından ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Yine 2010 yılında %2,48 olan tahvil ihraçlarının özkaynaklara oranı 2015 yılında %40’ı aşmıştır. Bu oranların artış eğiliminin devam edeceği beklentisinde, bu etkinin analiz edilmesi literatüre katkı anlamında olumlu olacaktır.

Tablo 3.3: Tüm bankaların son yıllardaki tahvil ihraç miktarları ve ne kadarının borsaya kote edildiği aşağıda gösterilmiştir (www.tbb.org.tr, 15.08.2015’t e erişildi).

Tahviller	Toplam Bankaların Tahvil İhracı (Milyon TL.)			Borsaya Kote Olan Bankalar / Toplam Bankalar (%) (Tahvil İh.)		
	Türk Parası	Yabancı Para	Toplam	% Türk Parası	% Yabancı Para	% Toplam
2010	1595	1555	3150	0	1	0,4937
2011	11569	7233	18802	0,2086	0,8655	0,4613
2012	21756	16622	38378	0,2022	0,8558	0,4853
2013	27913	33424	61337	0,2455	0,8750	0,5885
2014	31225	59097	90322	0,2319	0,7562	0,5750

Not: Tüm bankaların gerçekleştirdikleri TL, Yabancı Para ve Toplam (TL.+YP.) tahvil ihraçlarının yüzde kaçını borsaya kote olan Tablo 3.1.’deki bankaların gerçekleştirdiği TL, Yabancı Para ve Toplam(TL.+YP) tahvil ihraçlarının oluşturduğunu göstermektedir.

Türkiye’de tahvil ihracı kamu kesiminde 1933 yılında, şirketler kesiminde ise 1967 yılında başlamıştır. 1990’lı yılların sonlarına gelindiğinde ise tahvil ihraçları sıfırlanmıştır. Özellikle şirketlerden %10 vergi alınması ve yüksek faiz ihraçların sıfırlanmasının nedenlerindendir. 2006 yılından itibaren ise tahvil ihraçları tekrar başlamıştır (Bastı 2013: 187). Özellikle son yıllarda ülkemizde tahvil ihracı yoluyla finansman tablo 3.3’de görüldüğü gibi 2010 yılında toplam ihraç 3150 iken 2014 yılında 90322 milyon TL’ye yükselmiştir. Ülkedeki toplam tahvil ihracının 2010 yılında %49’u borsaya kote edilmiş iken 2014 yılında bu oran artarak %57’ye ulaşmıştır. Yani toplam ihraçların yarısından fazlası borsaya kote edilmektedir. Daha önceki yıllarda bankalar finansal kaynaklarını daha çok mevduatlardan sağlarken tablo 3.4’te görüldüğü gibi son yıllarda belirgin bir azalış görülmektedir. Bankaların tahvil ihraç miktarları son yıllarda artmıştır. Kidwell ve Rogowski (1983: 109)’e göre bunun birinci sebebi: tahvil ihraç eden bankalardan daha ucuz maliyetlerle borçlanılabildiğinden daha fazla talep görmektedir. Bir diğer sebep ise küçük miktarlarda tahvil ihraç edip satan bireylere göre bankaların daha geniş alanda tanınması, tahvillerinin daha kolay alınıp satılabilmesi, piyasaya daha sık tahvil çıkartmaları ve banka tahvillerinin dışarıda değerinin daha yüksek olması ihraç miktarını da arttırmıştır. İkincisi ise, kredi derecelendirme kurumlarının bankaların toplam risklerini ve finansal açıdan yükümlülüklerinin durumunu incelemesi alıcılar açısından güvence oluşturmaktadır. Bu durum alıcılara daha çok bankanın iflası ve haciz durumunda borçlarının ödenip ödenemeyeceği açısından güvence sağlar. Aynı zamanda tahvil ihracı bankalara da mevcut durumda, geçmişte yada gelecekte beklenmedik bir borcunu ödeyememe halinde de özel vergi indirimi avantajı sağlar. Son olarak da büyük tahvil ihraçlarının daha çok alıcıyı çektiğine inanılır çünkü; alıcılar açısından çok fazla rakip oluşur ve buda güveni artırır. Bu sebepten dolayı bankaların tahvil ihraç miktarları artarken maliyeti düşük olduğundan talebi de artmıştır. Ancak; tahvil ihraçlarının bankalara olumsuz sonuçları da vardır faiz oranı riski, borçluluk oranı riski ve kur riski faktörü Tablo 3.4.’te görüldüğü gibi bankacılık sisteminde oluşan açığın en önemli nedenidir.

Tablo 3.4: Yabancı para (Y.P.) cinsinden gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının bankacılık sisteminde oluşan açık pozisyon üzerindeki etkisi (www.tbb.org.tr, 15.08.2015'te erişildi).

Yabancı para cinsinden tahvil ihraçlarının bankacılık sektöründeki etkisi					
Tahviller	Y.P. cinsinden varlıklar	Y.P. cinsinden yükümlülükler	Y.P. cinsinden tahvil ihraçları	Tahvil ihracı yoluyla oluşan açık	Tahvil ihracı hariç oluşan açık
2010	268.559	291.555	1.555	-22.996	-21.441
2011	381.224	415.200	7.233	-33.976	-26.743
2012	422.805	452.657	18.426	-29.852	-11.426
2013	603.866	669.499	36.408	-65.634	-29.226
2014	706.228	784.140	62.366	-77.912	-15.546

Not: Bankacılık sektöründe Y.P cinsinden tahvil ihracı yoluyla oluşan varlık, yükümlülükler ve tahvil ihraçları yıllar itibariyle gösterilmiş ve bunlardan faydalanılarak tahvil ihracı yoluyla oluşan açık(Y.P cinsinden varlıklar –Y.P cinsinden yükümlülükler) ve tahvil ihracı hariç oluşan açık (Y.P cinsinden varlıklar –Y.P cinsinden yükümlülükler – Y.P cinsinden tahvil ihraçları) hesaplanmıştır.

Tahvil ihracının en olumsuz taraflarından biri bankacılık sistemindeki açık pozisyonu etkilemesidir. Tablo 3.4'te görüldüğü gibi bankacılık sistemindeki açık pozisyonu yıllar itibariyle sürekli artmaktadır. Bu durum döviz piyasasında oynaklığın yüksek olduğu ülkemizde, bankaların kırılganlığını arttırmaktadır. Bu açığın yıllar itibariyle artmasının önemli nedenlerinden biri de yabancı para cinsinden yapılan tahvil ihraçlarıdır. Tablo 3.4'te son sütunda yabancı para cinsinden ihraç edilen tahviller hariç olarak hesaplanan açık pozisyon bu etkiyi net olarak göstermektedir. Bu tür tahviller hariç tutulduğunda açık pozisyon 2014 yılında 2010 yılına göre azalma göstermektedir. Ancak, tahvil Y.P cinsinden tahvil ihraçları göz önüne alınıp bankacılık sektöründeki oluşan açık hesaplandığında Tablo 3.4'te 5. Sütunda görüldüğü gibi 2010 yılından 2014 yılına kadar açık artmaktadır ve bunun üzerinde tahvil ihraçlarının etkisi de açıkça görülmektedir.

Tablo 3.5: Bankaların son yıllarda mevduat miktarlarındaki toplam değişim (www.tbb.org.tr, 15.08.2015'te erişildi).

Yıllar	3 aya Kadar (Milyon TL.)	Toplam Mevduat (Milyon TL.)	%
2010	566976	614681	0,922
2011	599977	698920	0,858
2012	676665	770016	0,879
2013	811837	943313	0,861
2014	919542	1057638	0,869

Not: Tablo 3.5'te yer alan % sütunu 3 aya kadar olan mevduatın toplam mevduat içerisindeki yüzdelik (%) oranını ifade etmektedir.

Türk bankacılık sisteminin en önemli sorunlarından biri uzun vadeli kaynakların yetersiz oluşudur. Tablo 3.5'te görüldüğü gibi mevduatın vade yapısı çok kısadır. Toplanan mevduatın %85'inden fazlasının vadesi 3 aydan kısadır. Bu kadar kısa vadeli kaynaklarla uzun süreli kredi vermek bankacılık sisteminin ciddi handikaplarından biri olup, özellikle durgunluk ve kriz döneminde finansal piyasalar açısından olumlu olamayan sonuçların doğabilmesine neden olabilmektedir. Tahviller bu açıdan sistemin uzun süreli fon ihtiyacını karşılamaktadırlar. Bu durum bilançonun aktif ve pasifinin vadelerinin birbirine yakınlaştırması açısından olumlu olup, sağlıklı bir finansal sistemin oluşmasına katkıda bulunmaktadır.

Tahvil ihracının makro açıdan sağlamış olduğu bir başka olumlu durum ülkeye döviz girişi sağlamasıdır. Örneğin tablo 3.3'e baktığımızda 2014 yılında bankacılık sisteminin ihraç etmiş olduğu yabancı para cinsinden tahvil tutarı 59,097 milyon TL olup, bunun 2014 sonu dolar kuruyla karşılığı *25,39 milyon olmaktadır. 2014 yılı cari işlemler açığının 46,53 milyon \$ olduğu düşünüldüğünde tahvil ihracı cari açığın yaklaşık %55'ini finanse etmektedir. Bu açıdan tahvil ihracının makro görünümüne olan pozitif katkısı gözden uzak tutulmamalıdır. (TCMB 31.12.2014 tarihli döviz alış kuru 2,3269)'dur.

3.1. Literatür

Finans literatüründe her konuda çok sayıda ampirik çalışma bulunurken tahvil ihraçları konusunda sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bunun sebebi tahvil ihraçlarının Türkiye'de 1990 yılların sonunda durması ve 2006 yılından sonra tekrar başlaması özellikle de son yıllarda çok fazla kullanılan borçlanma aracı olması önceki yıllarda bu konuyla ilgili çalışmaları sınırlandırmıştır. Son yıllarda Türkiye'de tahvilin yoğun bir şekilde borçlanma aracı olarak kullanılması bu konuyla ilgili çok sayıda ampirik çalışma gereksinimini işaret etmektedir.

Veld, Roon (1998) dönüştürülebilir tahvil kredilerinin ve garantili – tahvil kredilerinin ilan edildiğindeki etkileri Hollanda piyasasında yapılan bir ampirik çalışma

ile incelenmiştir. Bu çalışmada Ocak 1976 ve Aralık 1996 tarihleri arasında Amsterdam Borsasında kayıtlı olan şirketlerin dönüştürülebilir ve garantili tahvil ihraç ilanları incelenmiştir. Bu kapsamda 62 dönüştürülebilir tahvil ve 22 garantili tahvil tespit edilmiş ancak değiştirilebilir tahvillerin 14'ü ve garantili tahvillerin 3'ü verilerin eksik olması gibi çeşitli nedenlerle elenmiştir. Çalışmada 47 dönüştürülebilir tahvil ihraç ilanı ve 19 garantili tahvil ihraç ilanı kullanılmıştır. Verilere Datastream ve Het Financieele Dagblad'dan erişilmiştir. Bu kapsamda 15 gün öncesi ve 11 gün sonrası dikkate alınarak olay penceresi oluşturulmuş 0 olay günü olarak kabul edilmiş ve olay çalışması gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın sonuçları dönüştürülebilir tahvillerde ilanın etkisinin pozitif olduğunu birkaç anormal olmayan getiri elde edilmiş olsa da önemsiz olduğunu sonucun pozitif olduğunu, garantili tahvillerde ise anormal olmayan pozitif getiriler elde edildiğini göstermiştir.

Sarıgül (2015) yapmış olduğu çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların kullanmış oldukları sendikasyon kredileri ile ilgili yaptıkları kamuoyu bilgilendirme duyurularında hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı araştırma, 2006 – 2013 dönemini kapsamaktadır. Kredi duyurusu gününden önceki ve sonraki 20 günlük dönem olay penceresi ve olay penceresinden önceki 100 işlem gününü kapsayan dönem tahmin penceresi olarak dikkate alınmıştır. Tahmin penceresindeki aynı bankaya ait birbiri ile çakışan duyurular filtrelendikten sonra 14 bankaya ait toplam 87 sendikasyon kredisi bildiriminin hisse senedi fiyatları üzerine etkisi analiz edilmiştir. Olayın etkilerinin değerlendirilmesi için anormal getiri hesaplaması ve t testi yapılmıştır. Sonuçlar bankaların sendikasyon kredisi alım duyurularının araştırılan dönemde Borsa İstanbul'da anlamlı anormal getiriye neden olmadığını göstermiştir.

Çukur, Eryiğit ve Duran (2008) yılında sendikasyon ve seküritizasyon kredileri anlaşmalarının borçlanan bankaların hisse fiyatlarına etkisi üzerine yaptıkları çalışmalarında, olay çalışması metoduyla (-10,+10) penceresinde önemli sayıda pozitif ve negatif Anormal Getiri (AG) gözlemlendiği. Ancak banka bazında toplulaştırılmış verilerle yapılan analizlerde özellikle sendikasyon kredilerinde yüksek oranda bir AG veya Kümülatif Anormal Getiri (KAG) tespit edilemediği. Fakat seküritizasyon

anlaşmalarının ilan edildiği günde ise pozitif ve anlamlı KAG elde edildiği. Aynı zamanda (-1,+1) olay penceresinde pozitif ve anlamlı KAG görüldüğü. Yıllar bazında yapılan analizlerde ise, verilen tepkinin zamana göre farklı olabileceği analiz sonuçlarında ifade edilmiştir.

Çukur, Eryiğit (2007) yılındaki çalışmalarında yatırım ortaklıkları ve bedelsiz sermaye artırımları üzerine BİST’da ampirik bir çalışma yapmışlardır. Bu çalışmada BİST’da 2000-2005 yılları arasında yatırım ortaklığı sektöründe ortaya çıkan bedelsiz sermaye artırımları olay çalışması metodu ile analiz edilmiştir. Açıklama ve uygulama olarak iki aşamada yapılan toplulaştırılmış analizlerde, genellikle istatistiki olarak anlamlı AG veya KAG tespit edilmediği. Sadece bir durumda olay gününde pozitif ve anlamlı KAG görüldüğü. Bölünme oranları dikkate alınarak yapılan analiz sonuçlarında ise tepkinin bölünme oranına karşı hassas olabileceğinin gözlemlendiği. Toplulaştırılarak yapılan analizlerin yanı sıra firma bazlı analizlerde ise bölünmenin pozitif veya negatif AG ürettiğinin tespit edildiği. Bu etkinin özellikle uygulama esnasında daha güçlü %70’in üstünde olduğu analiz sonuçlarına göre değerlendirilmiştir.

Ata, Ağ (2010), yılındaki bu çalışmada panel veri analiziyle firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini ampirik olarak test edilmiştir. Firma karakteristiğini temsil eden sermaye yapısı belirleyicileri olarak, borçlanma oranı, likidite oranı, faiz karşılama oranı, firma büyüklüğü ve büyüme oranları kullanılmıştır. Araştırma kapsamına, İMKB’de kayıtlı olan Metal Ana Sanayi ve Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler alınmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre firma karakteristiğini temsil eden değişkenlerden olan firma büyüklüğü dışındaki diğer tüm değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde negatif etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Demirhan (2007), yılındaki çalışmasında hisse senetleri İMKB’de işlem gören hizmet sektörü firmalarının sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin saptanması amaçlanmıştır ve bu çerçevede söz konusu firmaların İMKB’nin web sitesinden elde edilen mali tablo bilgileri panel veri kullanılarak regresyon modeli ile

analiz edilmiştir. Bunun sonucunda hizmet firmalarının sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörlerin karlılık, firma büyüklüğü, firmanın likiditesi ve firmanın varlık yapısı olduğu saptanmıştır. Ancak borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları, firma riski, vergi ve borçlanma maliyeti gibi değişkenlerin firmaların sermaye yapısını etkileyen önemli faktörler olmadığı ortaya çıkmıştır.

Daha önce de belirttiğimiz gibi finans literatüründe bu konudaki çalışmalar sınırlıdır. Türkiye ekonomisi için özellikle 2006 yılından bu yana tablo 3.1’de görüldüğü gibi önemli etkiler yaratan borçlanma araçlarından birisi olan tahvilin piyasa üzerindeki etkileri bilgimiz dahilinde hiç incelenmemiştir. Ayrıca, bankalar açısından tahvil ihracının büyüklüğünün, vadesinin, yıllık firma toplam aktif büyüklüğünün, borçlanılan para birimi türünün firma piyasa değeri üzerinde etkisi var mıdır? Bu ve benzeri sorular finans literatüründe incelenmemiştir. Bu çalışma bu alandaki eksikliği giderme amacını taşıyarak bu sorulara cevap vermeye çalışacaktır.

IV. BÖLÜM

4. AMPİRİK ÇALIŞMA

4.1. Veri

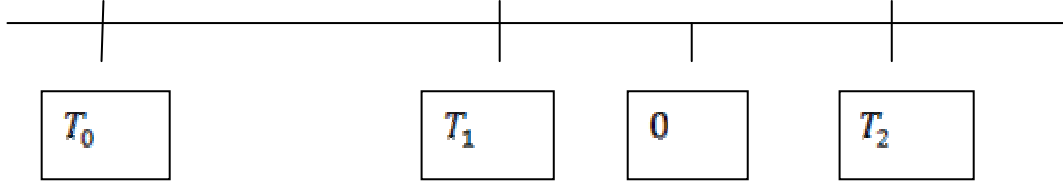
Analize konu olan BİST’da faaliyette bulunan 6 bankanın 2006 ve 2014 yılları arasındaki tahvil ihraç miktarları, tarihleri, vadeleri ve hangi para türünden ihraç yapıldığı KAP’tan (Kamuyu Aydınlatma Platformu) temin edilmiştir. Aynı zamanda bankaların günlük hisse senedi fiyatları düzenli olarak Datastream Programından indirilmiş olup, piyasa endeksleri ise BİST-100’ den elde edilmiştir. Elde edilen bu veriler düzenlenerek bankaların 6 bankanın gerçekleştirdiği 92 tahvil ihracının getirileri ayrıntılı olarak hesaplanmıştır. Çalışmada yer alan 2006 ve 2014 yılları arasında tahvil ihracı gerçekleştiren ve verileri Datastream Programından indirilebilen 6 banka;

- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
- İş Bankası
- Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.
- Türkiye Halk Bankası A.Ş.
- Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
- Akbank

olarak belirlenmiştir. İhraç edilen tahviller firma değeri açısından önem taşımaktadır. Ayrıca 6 bankaların tahvil ihraç tarihleri göz önüne alınarak Türkiye Bankalar Birliği web sayfasından yıllık toplam aktif büyüklükleri alınmış ve bankaların ihraç büyüklükleri ile karşılaştırılıp orantılanmıştır ve böylece 6 bankanın tahvil ihraçlarının toplam aktifleri içerisindeki payı öğrenilmiştir. Elde edilen bu oranlar büyüklüklerine göre gruplandırılarak getirileri değerlendirilmiştir.

4.2. Metod

Olay çalışmasında kullanılan yöntemler bazı değişkenlikler gösterebilir de genelde birbirinin benzeridir. Birinci aşamada olay penceresinin belirlenmesi gerekir (Çukur ve Eryiğit 2006: 101).



Şekil 4.1: Olay zaman aralıkları

T_0 - T_1 zaman aralığı, normal getirinin hesaplanması için parametrelerin tahmin edildiği dönemdir. Peterson (1989) günlük veriler için bu aralığın 100-300 gün arası olarak genelleştirdiğini ifade etmektedir. Bu çalışmada 250 günlük zaman aralığı kullanılmıştır. T_1 -0 arasındaki dönem ise olaydan önceki dönemi ifade etmektedir. Suarez (2002) olayın kısmen de olsa fiyatlara yansıma ihtimali olabileceğinden, bu dönemin tahmin döneminden çıkarılması ve olay penceresine eklenmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu süre bundan önceki birçok çalışmada olduğu gibi bu çalışmada da -5 gün olarak belirlenmiştir. Sıfır (0) noktası ise olayın gerçekleştiği noktayı ifade etmektedir. 0- T_2 arasındaki dönem ise olay sonrası dönemi ifade etmektedir ve bu sürede +5 gün olarak belirlenmiştir.

4.2.1. Parametrelerin Tahmini

Normal getirinin ölçülmesinde istatistiki ve ekonomik modellerin olduğunu ifade etmektedir. İstatistiki modeller her hangi bir ekonomik teoriye dayanmayan ve fiyat davranışları konusundaki istatistiki varsayımlardan ortaya çıkan modellerdir. Bu modeller sabit ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve faktör modelleridir. Ekonomik modeller ise sermaye varlıkları fiyatlama modeli ve arbitraj fiyatlama modelidir. Bu çalışmada tercih edilen model piyasa modelidir ve parametreler aşağıdaki eşitlik yardımı ile hesaplanabilir (MacKinlay 1997, Aktaran: Çukur ve Eryiğit 2006:102).

Anormal getiriler, beklenen getirileri gerçekleşmiş getirilerden çıkararak hesaplanır. Beklenen getiriler aşağıda denklem 1 kullanılarak hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} R_{it} &= \alpha_i + \beta_{it} R_{mt} + \varepsilon_{it} \\ E(\varepsilon_{it}) &= 0 \quad \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon i}^2 \end{aligned} \quad (1)$$

Bu eşitlikte R_{it} i hissesinin t dönemindeki getirisini, R_{mt} ise t dönemindeki piyasa portföyünün (BİST 100) getirisini göstermektedir. ε_{it} ise sıfır (0) ortalamalı hata terimini göstermektedir. α_i , β_i , $\sigma_{\varepsilon i}^2$ ise pazar modelinin parametreleridir ve bu parametreler en küçük kareler yöntemiyle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Çukur ve Eryiğit 2006: 103).

$$\begin{aligned} \hat{\beta}_i &= \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\mu}_i)(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\mu}_i)^2} \\ \hat{\alpha}_i &= \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m \end{aligned} \quad (2)$$

Varyans ise aşağıdaki gibi hesaplanır. Bu eşitlikte L_1 tahmin periyodunun uzunluğudur.

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau})^2 \quad (3)$$

Olay öncesi dönemdeki ortalama getirinin (i hissesi ve piyasa endeksi için) hesaplanması:

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i\tau} \quad \hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m\tau} \quad (4)$$

i hisse senedinin τ günündeki anormal getirisi ($AG_{i\tau}$) gerçekleşen getiriden, beklenen getirinin çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Her şirketin olay penceresindeki günlük anormal getirileri hesaplanır.

$$AG_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_{i\tau} - \hat{\beta}_{i\tau} R_{m\tau} \quad (5)$$

Normal getirinin varyansı ise aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$\sigma^2(AG_{i\tau}) = \sigma_{\varepsilon i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_{\varepsilon m}^2} \right] \quad (6)$$

Bu eşitlikte L_1 tahmin periyodunun uzunluğunu göstermektedir.

Anormal getirinin özellikleri aşağıdaki gibi oluşturulur:

$$AG_{it} \approx N(0, \sigma^2(AG_{it})). \quad (7)$$

MacKinlay (1997: 21) söz konusu olayın AG'lerinin toplulaştırılması gerektiğini ve böylelikle olayın genel etkilerinin görülebileceğini ifade etmektedir. Zamana ve hisselerle göre olmak üzere toplulaştırma iki şekilde yapılabilmektedir. Zamana göre toplulaştırma olay zamanında ortaya çıkan anormal getirinin toplanmasını ifade etmekte ve aşağıdaki gibi oluşturulmaktadır.

$$KAG_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AG_{it} \quad (8)$$

KAG'nin varyansı ise aşağıdaki gibi formüle edilecektir.

$$\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) = (\tau_2 - \tau_1 + 1) \sigma_{\epsilon i}^2 \quad (9)$$

KAG'nin normal dağılımı ise aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$KAG_i(\tau_1, \tau_2) \approx N(0, \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)) \quad (10)$$

N adet olayda KAG'nin hesaplanabilmesi için önce ortalama $\overline{AG}_\tau$ ve bu AG'lerin varyansı hesaplanmalıdır.

$$\overline{AG}_\tau = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AG_{it} \quad (11)$$

L_1 büyük oldukça, varyans aşağıdaki gibi olacaktır.

$$\sigma^2(\overline{AG}_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\epsilon i}^2 \quad (12)$$

Yukarıda ortalaması ve varyansı verilen AG aşağıdaki işlemle toplulaştırılır.

$$\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(\overline{AG}_\tau) \quad (13)$$

Varyansı ise;

$$\sigma^2(\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(\overline{AG}_\tau) \quad (14)$$

Bu durumda KAG'nin özellikleri aşağıdaki gibi olacaktır.

$$\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2) \sim N[0, \text{var}(\overline{KAG}(\tau_1, \tau_2))] \quad (15)$$

4.2.2. Hipotezler

Yukarıdaki denklemlerden yararlanılarak hesaplanan AG ve KAG aşağıdaki gibi test edilmektedir.

$H_0: AG = 0$ H_0 : Olay gününde anormal getiri yoktur.

$$t = \frac{AG}{\sqrt{\sigma^2 (AG_{it})}}$$

$H_0: KAG = 0$

$$t = \frac{KAG}{\sqrt{(2k+1)\sigma^2}}$$

Bu eşitliklerde yer alan t değerlerinin standart normal dağılıma sahip olduğu kabul edilerek hipotezlerde belirtilen AG ve KAG'lerin sıfırdan farklı olup olmadığı t değerlerine bakılarak kontrol edilir.

V. BÖLÜM

5. ANALİZ SONUÇLARI

5.1. Tahvil İhraçlarının Firma Piyasa Değerine Etkisi

Tahvil ihracı son zamanlarda özel sektör tarafında en çok kullanılan borçlanma aracı olmaktadır. Bu ihraçların büyüklüğü, vadeleri, yurtiçi yurtdışı olmasına bağlı olarak değişen para birimleri ve firmanın büyüklüğü göz önüne alınarak değerlendirildiğinde firma piyasa değeri üzerinde pozitif veya negatif bir etkisinin olacağı beklenmektedir. Literatür incelendiğinde daha önce bu çalışmaya benzer bir çalışmanın yapılmadığı görülmüştür. Dolayısıyla bu çalışmanın bu alanda ilk olduğunu söyleyebiliriz.

Çalışmanın 4. bölümünde tahvil ihraçlarının Türk bankacılık sistemindeki önemine işaret edilmiştir. Tablo 5.1’de görüldüğü gibi bu ihraçların %50’den fazlası çalışmamıza konu olan borsaya kote olan bankalardan sağlanmıştır. Bu açıdan seçilen örneklem büyüklüğü tüm tahvil piyasasını temsil etmesi açısından yeterlidir.

Çalışmamızda BİST’da işlem gören 6 büyük bankanın 2006 ve 2014 sonu itibariyle gerçekleştirmiş olduğu 92 tahvil ihraç olayları 250 gün baz alınarak (-5,+5) olay penceresinde incelenmiştir. 92 olay (-5,+5) olay penceresinde incelendiğinde ise 51 anlamlı getiri elde edilmiştir. Bunların 28 pozitif, 23 tanesi negatif anlamlı getiriden oluşurken ayrıca olay günü (0) incelendiğinde ise 4 pozitif anlamlı getiri ve 2 negatif anlamlı getiriye rastlanmaktadır. Bu sonuçlar tablo 5.1’de ayrıntılı olarak gösterilmektedir. 2 yıl ve 2 yıldan uzun vadeli tahvil ihraçlarının AG, t-st ve KAG sonuçlarında da bankanın yıl içerisinde yaptığı ilk uzun vadeli ihraçta genellikle

Tablo 5.1: Borsaya kote olan bankaların son yıllarda ihraç ettikleri tahvil miktarları

Tahviller	Borsaya Kote Olan Bankaların İhraç Miktarları ve Toplamları (Milyon TL)			Bankaların Toplam Tahvil İhraç Miktarları (Milyon TL)	Borsaya Kote Bankaların Toplam Banklar İçindeki %'si ve Büyüme Oranı	
	Türk Parası	Yabancı Para	Toplam TP+YP	Toplam ihraç miktarları	TP.+YP./Toplam İhraç Miktarları	Top.TP.+YP. % Büyüme
2010	0	1555	1555	3150	0,4937	0
2011	2413	6260	8673	18802	0,4613	457,7492
2012	4399	14225	18624	38378	0,4853	114,7354
2013	6854	29245	36099	61337	0,5885	93,8305
2014	7241	44692	51933	90322	0,5750	43,8627

Not: Bu tabloda öncelikle borsaya kote bankaların toplam bankalar içerisindeki yüzdesi (2010 yılı için $3150/1555 = 0.49$ şeklinde) hesaplanmış. Daha sonra borsaya kote bankaların yıllar itibariyle toplam ihraç miktarlarındaki % büyüme (2011 yılında 2010 yılına göre $8673-1555*100/1555=457,7492$ şeklinde) hesaplanmıştır.

AG'lere rastlanmıştır yıl içinde gerçekleştirilen diğer uzun vadeli ihraçta AG'lerin olamadı görülmüştür, bunu piyasasın ihraç olaylarına tepkisinin azalması veya alışması olarak da açıklayabiliriz. 2 yıldan uzun vadeli tahvil ihraçlarının analiz sonuçlarına tezin sonunda ayrıntılı olarak tablolarla yer verilecektir.

5.2. Bankanın Olay Penceresinde ve -5,+5 Aralığındaki Anlamlı Olay Sayıları

Analizi yapılan 6 bankanın 92 olayının ayrı ayrı analiz sonuçları incelendiğinde (-5,+5) penceresinde ve olay gününde elde edilen anlamlı getiriler tablo 5.2' de özetlenmiştir.

Genel olarak tahvil ihraç eden altı bankanın analiz sonuçlarını değerlendirecek olursak 92 olayından 51 tane anlamlı getiri elde edilmiş ve bunun 23 tanesi negatif, 28 tanesi ise pozitif anlamlı getiri olarak hesaplanmıştır. Olay penceresine baktığımızda ise toplamda 6 anlamlı getiri hesaplanmış bunun içinde ise 2 tane negatif ve 4 pozitif anlamlı getiri hesaplanmıştır. Aynı zamanda tezin son kısmında da tablolarla açıklandığı gibi 2 yıldan uzun vadeli ve yabancı para cinsinden tahvil ihracı yapan bankalarda ihracın yapıldığı ilk tarihte genellikle anlamlı getirilerin elde edildiği görülecektir. Bundan da yola çıkarak söylenebileceği gibi yukarıdaki tabloda bulunan 51 anlamlı getiriden 19 tanesi 2 yıl ve 2 yıldan uzun vadeli tahvil ihraçlarından elde edilmiştir.

Tablo 5.2: 6 bankanın 92 ihraç olayı üzerinde yapılan değerlendirmeler sonucunda bulunan t-st, AG oranlarının olay penceresinde gösterimi

		-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
YKBNK (12olay)	t-st	(2,13)					(-2,35)	(2,06)		(-5,90)	(2,28)	(-4,55)
	AG	(0,02)					(-0,02)	(0,02)		(-0,06)	(0,02)	(-0,05)
	Vade/Bir .	7yıl					420gün	10yıl/USD		7yıl	7yıl	7yıl
İSBNK (40olay)	t-st	(-2,21) (2,09) (-2,68)	(-3,15) (-2,75)		(2,24) (2,11) (2,96)	(-1,96)	(2,16) (2,31) (-2,58) (2,04)	(-2,23) (2,18)	(2,55) (3,41)	(3,06)	(-2,20) (2,10) (-2,79) (6,44)	(2,09) (-2,33) (-3,22) (-4,93)
	AG	(-0,02) (0,01) (-0,02)	(-0,02) (-0,02)		(0,02) (0,01) (0,02)	(-0,01)	(0,02) (0,02) (-0,02) (0,01)	(-0,01) (0,01)	(0,02) (0,02)	(0,02)	(-0,02) (0,01) (-0,02) (0,05)	(0,01) (-0,01) (-0,02) (-0,04)
	Vade/Bir	5yıl/USD 376gün 370gün	374gün 383gün/USD		5.5yıl/USD 7yıl/USD 368gün	368gün	378gün 378gün 376gün 368gün	726 gün 389 gün	389gün 368gün	374gün	378gün 368gün 368gün 383gün/USD	374gün 5.5yıl/USD 389gün 383gün/USD
VAKBN (6olay)	t-st			(-1,96)			(2,29)				(-2,06)	(2,13)
	AG			(-0,02)			(0,02)				(-0,02)	(0,02)
	Vade/Bir			10yıl/USD			5yıl/USD				5yıl/EURO	10yıl/USD
HALKB(3 olay)												
GARAN (8 olay)	t-st		(2,46)					(2,09)	(2,07)			(-2,23)
	AG		(0,02)					(0,02)	(0,01)			(-0,01)
	Vade/Bir		5yıl/USD					368gün	5yıl/USD			369gün
AKBNK (23olay)	t-st		(-3,00) (-2,06) (2,63)	(-2,38)	(4,38) (2,12)	(-1,99) (5,34) (2,40)		(-2,13) (-1,95)	(2,05)		(2,11)	(-2,76) (-5,38) (2,15)
	AG		(-0,02) (-0,02) (0,02)	(-0,02)	(0,05) (0,02)	(-0,02) (0,04) (0,02)		(-0,02) (-0,01)	(0,01)		(0,02)	(-0,03) (-0,05) (0,01)
	Vade/Bir		401gün 385gün 423gün	426gün	403gün 426gün	1116gün 432gün 402gün		403gün 453gün	432gün		696gün	1116gün 1116gün 432gün

5.3. Bankaların Toplulaştırılmış Değerleme Sonuçları

Tahvil ihraç eden altı firmanın toplam gerçekleştirmiş olduğu 92 ihraç olayının ortalaması alınarak elde edilen AG, KAG ve t değerleri aşağıda Tablo 5.3'de gösterilmiştir. Ancak yapılan bu toplulaştırma sonucunda anlamlı bir negatif veya pozitif getiri elde edilmemiştir.

Tablo 5.3: 6 bankanın 92 olayının toplulaştırılmış değerlendirme sonuçları

	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-0,0005	-0,32923	0.00	-0,35334
-4	0,0004	0,25368	-0,0001	0,272259
-3	-0,0006	-0,39403	-0,0007	-0,42289
-2	0,0014	1,012669	0,0008	1,086833
-1	0,0000	0,033663	0,0008	0,036129
0	-0,0025	-1,8184	-0,0017	-1,95157
1	-0,0013	-0,95172	-0,0031	-1,02141
2	0,0023	1,612804	-0,0008	1,730918
3	-0,0003	-0,22002	-0,0011	-0,23613
4	-0,0006	-0,68039	-0,0018	-0,49409
5	-0,0018	-1,31293	-0,0036	-1,40908

Toplulaştırılmış sonuçlarda istatistiki olarak anlamlı bir AG tespit edilmemiştir. Olay gününde meydana gelen AG negatif olup anlamlı değere yakındır. Bu açıdan istatistiki olarak anlamlı olmasa bile bu tür ihraçların piyasa tarafından negatif olarak algılandığını söylemek mümkün olacaktır. Toplulaştırılmış sonuçların çok anlamlı sonuç vermemesi olay çalışmasında sıkça rastlanan bir durumdur. Bu açıdan ihraç olayları tek tek ele alınmış ve olay penceresindeki anlamlı olan değerler tablo 5.2'de rapor edilmiştir.

Tablo 5.4: 6 bankanın 92 olayının vadeleri baz alınarak elde edilen toplulaştırma sonuçları

	0-2 Yıl Arası Ortalamalar (69 olay)				2-4 Yıl Arası Ortalamalar (2 olay)				4-∞ Yıl Arası Ortalamalar (21 olay)			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-0,0014	-0,888	0,00	-1,0745	0,0010	0,1559	0,00	0,090912	-0,0001	-0,0549	0,00	-0,08197
-4	-0,0008	-0,556	-0,0022	-1,74686	-0,0105	-1,6520	-0,0095	-0,87214	0,0023	1,0169	0,0022	1,518693
-3	-0,0017	-1,102	-0,0039	-3,0802	-0,0045	-0,7039	-0,0140	-1,28251	-0,0012	-0,5409	0,0010	-0,80775
-2	0,0013	0,822	-0,0026	-2,0854	0,0120	1,8849	-0,0020	-0,1837	0,0011	0,48999	0,0021	0,731776
-1	0,0023	1,526	-0,0003	-0,2405	-0,0057	-0,8974	-0,0077	-0,70688	-0,0031	-1,3665	-0,0010	-2,04074
0	-0,0005	-0,323	-0,0008	-0,63113	-0,0017	-0,2728	-0,0094	-0,86595	-0,0025	-1,0802	-0,0035	-1,6133
1	-0,0017	-1,083	-0,0025	-1,94148	0,0004	0,0692	-0,0090	-0,82558	-0,0001	-0,0347	-0,0036	-0,05183
2	0,0011	0,741	-0,0013	-1,04478	0,0006	0,0998	-0,0084	-0,76738	0,0013	0,57241	-0,0023	0,854871
3	-0,0002	-0,136	-0,0015	-1,2097	-0,0054	-0,8477	-0,0137	-1,26159	-0,0011	-0,466	-0,0033	-0,69593
4	0,0006	0,415	-0,0009	-0,70768	-0,0054	-0,8492	-0,0191	-1,75666	-0,0007	-0,3097	-0,0040	-0,46255
5	-0,0008	-0,548	-0,0017	-1,37127	-0,0346	-5,4544	-0,0537	-4,93633	-0,0003	-0,1515	-0,0044	-0,22626

6 bankanın tahvil ihraçları vadelerine göre ayrı ayrı toplulaştırılarak yapılan analiz sonuçları (-5,+5) penceresinde incelendiğinde (0-2) yıl arası ve (4-∞) vadeli yapılan tahvil ihraçlarının toplulaştırmasından anlamlı bir getirinin elde edilmediği ancak; (2-4) yıl arası vadeli tahvil ihraçlarının toplulaştırılmasının analiz sonucunda olay gününden beşgün sonrasında negatif bir AG hesaplanmıştır ve bu vade aralıklarında yapılan KAG'nin sonuçlarından da negatif bir etkinin olduğu görülmüştür. Gerçek anlamda yapılan toplulaştırmanın gösterdiği sonuçlar tahvil ihracının özellikle olay gününde negatif ama anlamlı olmayan bir AG'nin varlığıdır. Toplulaştırmayı daha farklı özellikler kullanarak yapmak etkinin varlığını gözlemlemek adına olumlu olacaktır. Bu açıdan yapılan ihraçları vadesine göre sınıflandırarak yapılan analizler tablo 5.4'de sunulmuştur. Sonuçlara göre vade uzunluğunun piyasa tarafından önemli bir faktör olmadığı gözlemlenmiştir. Zira -5,+5 penceresinde pozitif veya negatif anlamlı bir AG tespit edilememiştir. Vadeler arasında farklı tepkinin olmaması finans açısından açıklanması belli ölçülerde sıkıntılı olabilecek bir bulgudur. Zira uzun süreli fonların kullanımının bankalar açısından rahatlatıcı etkisini göz ardı etmemek gerekir. Özellikle kamu ve özel sektör projelerini finanse etmek mümkündür. Ancak, sabit faizli borçlanmalarda finansal kurumlarda risk altına girebilmektedir. Bu açıdan piyasada ortalama olarak anlamlı bir AG'nin oluşmaması normal olabilecektir.

Tablo 5.5: 6 bankanın 92 olayının para birimleri baz alınarak elde edilen toplulaştırma sonuçları

	TL Ortalaması (69 olay)				Yabancı Paraların Ortalaması (23 olay)			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-0,0012	-0,90561	0,00	-0,7773	-0,0005	-0,24759	0,00	-0,33687
-4	-0,0001	-0,06825	-0,0013	-0,83588	0,0012	0,559368	0,0007	0,424206
-3	-0,0009	-0,73706	-0,0022	-1,46851	-0,0019	-0,886694	-0,0013	-0,78223
-2	0,0015	1,20142	-0,0007	-0,43731	0,0014	0,6223535	0,0001	0,064544
-1	0,0021	1,61927	0,0014	0,952543	-0,0027	-1,220243	-0,0026	-1,59572
0	-0,0019	-1,51389	-0,0005	-0,34686	-0,0028	-1,291137	-0,0054	-3,35245
1	-0,0021	-1,61467	-0,0026	-1,73276	0,0000	0,0073655	-0,0053	-3,34242
2	0,0020	1,53922	-0,0006	-0,41162	0,0005	0,2325885	-0,0048	-3,02596
3	-0,0004	-0,29248	-0,0010	-0,66266	-0,0015	-0,673368	-0,0063	-3,94215
4	-0,0003	-0,22228	-0,0013	-0,85345	0,0017	0,7650922	-0,0046	-2,90116
5	-0,0021	-1,65273	-0,0034	-2,27202	-0,0022	-1,025567	-0,0069	-4,29655

Tablo 5.5'te ihraç edilen para birimi cinsinden yapılan toplulaştırmada diğer toplulaştırmalarda olduğu gibi anlamlı bir tepki gözlemlenmemiştir. Para birimlerinin farklı olması tepkinin farklı olma ihtimali açısından önemli bir durumdur. Zira yabancı

para cinsinden yapılan ihraçlarda normal risklerin yanı sıra kur riski de devrede olacaktır. Bu sonuçlar piyasanın kur riskini çok fazla dikkate almadığı biçiminde yorumlanabilir. Yabancı para birimiyle yapılan ihraçlar genelde uzun vadeli ve yüksek miktardır. Bu açıdan ihracın yapıldığı tarihlerdeki kur beklentileri tepki açısından önemli olacaktır. Eğer geleceğe yönelik olarak kurlarda bir değişim bekleniyorsa bu takdirde yabancı para birimiyle yapılan ihraçların maliyeti yerli para cinsinden yapılan ihraçların maliyetiyle önemli ölçüde farklılaşabilecektir. Bazen olumlu, bazen olumsuz olabilen bu beklentiler ortalama olarak anlamlı bir AG vermeyebilecektir.

Tablo 5.6: 6 bankanın yıllık toplam aktifleri göz önüne alınıp elde edilen oranlar baz alınarak yapılan toplulaştırma sonuçları

	%0,33 - %1,46 Arası Oranlar- ın ortalaması (24 olay)				%0- %0,27 arası oranlar- ın ortalaması (68 olay)			
	AG	t-st	KAG	t-st	AG	t-st	KAG	t-st
-5	-0,0010	-0,44368	0,00	-0,59626	-0,0010	-0,784999	0,00	-0,62298
-4	0,0023	1,04029	0,0013	1,398036	-0,0005	-0,384623	-0,0015	-0,30524
-3	-0,0022	-1,01067	-0,0009	-1,35823	-0,0009	-0,666969	-0,0024	-0,52931
-2	-0,0003	-0,12394	-0,0012	-0,16656	0,0021	1,5955155	-0,0003	1,266215
-1	-0,0033	-1,52481	-0,0045	-2,04919	0,0024	1,8400458	0,0021	1,460276
0	-0,0019	-0,85932	-0,0064	-1,15483	-0,0023	-1,759404	-0,0002	-1,39628
1	0,0003	0,15143	-0,0060	0,203501	-0,0022	-1,716407	-0,0024	-1,36216
2	0,0019	0,85997	-0,0042	1,155705	0,0015	1,1649612	-0,0009	0,924523
3	-0,0017	-0,75892	-0,0058	-1,01991	-0,0003	-0,254914	-0,0012	-0,2023
4	-0,0006	-0,25576	-0,0064	-0,34372	0,0004	0,3315205	-0,0008	0,263097
5	-0,0016	-0,71632	-0,0079	-0,96266	-0,0023	-1,815948	-0,0032	-1,44115

Tablo 5.6’da ise firmaların yıllık toplam aktifleri göz önüne alınarak ihraç miktarlarının büyüklü yüzde olarak hesaplanmış ve (%0,33-%1,46) arası ayrı gruplandırılmış ve geriye kalan (%0-%0,27) arasındaki olaylar ayrı toplulaştırılarak AG’leri hesaplanmıştır. Ancak toplulaştırma sonucunda anlamlı bir getiriye rastlanmamıştır.

VI. BÖLÜM

6. SONUÇ

BIST’da işlem gören ve tahvil ihraç eden 6 büyük bankanın 2006-2014 yılı sonu itibari ile ihraç ettikleri tahvillerin firma piyasa değerine etkisinin olup olmadığının araştırıldığı bu çalışmada 92 tahvil ihracının 250 günlük verileri baz alınıp (-5,+5) penceresinde farklı özellikleri de göz önüne alınarak analiz edilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde öncelikle genel bir açıklama yapılarak menkul kıymetlerin ve menkul kıymet ihracının ne olduğunu, özellikle piyasada işlem hacmi en yüksek menkul kıymetlerin hisse senetleri ve tahviller olduğu vurgulanmıştır. Daha çok tahvil ihraçlarının son yıllarda en çok kullanılan finansman yöntemi olduğuna ve tahville ilgili son yıllarda yaşanan ulusal ve uluslararası önemli gelişmelere yer verilmiştir. Daha sonra tahvil kavramı, tahvilin özellikleri, tahvil çeşitleri, tahvil türevleri ve tahvilde değer tanımları ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. Hisse senedi ile tahvil he zaman birbiriyle karıştırılan iki kavram olduğu için aralarındaki farklılıklar da bir tabloda sunulmuştur.

İkinci kısımda ise ilk borsanın Batı’da ve Türkiye’de hangi tarihlerde kurulduğu ve borçlanma araçlarının ilk işlem görmeye başlaması gibi tahvil piyasasının tarihi gelişimi hakkında bilgi verilmiştir.

Üçüncü bölümde firma değerinin kapsamı, önemi ve sermaye yapısı üzerinde durulmuştur. Firmaların 1990’lı yılların başına kadar asıl amaçlarının firma karını maksimum yapmak iken günümüzde bu amaç yerini “firmanın Net Bugünkü Değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” (Üreten, Ercan 2000: 10) olarak değiştiğinden bahsedilmiştir. Değişen firma amacı ile birlikte literatürde değer,

değerleme gibi yeni kavramlar ortaya çıkmıştır. Bunlar 3. Bölümde ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Ayrıca uluslararası derecelendirme kuruluşları kurulmuştur. Tablo3.1’de açıklandığı gibi kurulan derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirme sonuçlarına bağlı olarak firmaların değerini etkileyen birçok faktör ortaya çıkmıştır. Firmalar açısından borçla finansmanın bir sınırı olduğunu ve bunun aşıldığında finansal sıkıntıya girebileceğine finansal kaldıraç başlığı altında grafiklerle gösterilerek riskleri de açıklanarak değinilmiştir. Firmanın sermaye yapısı bileşimi başlığı altında ise 5 ana yaklaşım incelenmiştir bundaki amaç ise kullanılan fonların bileşimi değiştirilerek bir firmanın pazar değerinin ya da sermaye maliyetinin etkilenip etkilenmeyeceğinin araştırılmasıdır.

Dördüncü bölümde veri ve metod ile ilgili açıklama yapılmıştır. Çünkü ampirik çalışmalarda en önemli faktörlerden birisi seçilen yöntemdir. Bu çalışmada literatürde bu tür çalışmalar için genel kabul gören olay çalışması metodu kullanılmıştır. Olay çalışması belli bir dönemde ortaya çıkan olayın hisse fiyatları üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlar. Bunu gerçekleştirebilmek için AG kavramından hareket eder. Herhangi bir hissenin endeksle olan ilişkisi beta dikkate alınarak hissenin alması gereken fiyat tespit edilmeye çalışılır. Normal getiri olarak kabul edilebilecek bu getirinin altındaki veya üstündeki getiriler AG olarak kabul edilir. Normal getirinin üstündeki veya altındaki her getiriyi AG olarak kabul etmek mümkün değildir. Zira elde edilen getirinin istatistikî olarak anlamlı olması gerekmektedir. Bunu için t istatistik değerleri kullanılarak elde edilen getirilerin istatistikî olarak anlamlı olup olmadığı belirlenir. Test içi örneklem tespit edilirken yanlı bir etkinin ortaya çıkmaması için 2006 ve 2014 yılı sonu itibariyle hisseleri BİST’da işlem gören 6 bankanın tahvil ihraçları dikkate alınmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise elde edilen 92 analiz sonucu değerlendirilmeye çalışılmıştır. 250 günlük verilerin baz alınarak (-5,+5) olay penceresinde değerlendirildiği analizde toplam 51 anlamlı getiri elde edilmiştir buda olayların %53 anlamlı sonuç verdiği göstermektedir bu getirilerin 23 negatif, 28 pozitif anlamlı getiriden oluşmaktadır. Ayrıca olay gününe baktığımızda ise 6 anlamlı getiri vardır bunun da 2’si negatif, 4’ü pozitif anlamlı getiriden oluşmaktadır. Analiz sonuçları

vadeleri, para birimi ve ihraç miktarları göz önüne alındığında vadesi 2 yıldan yüksek olan bankalar tarafından gerçekleştirilen yılın ilk ihraçlarında genellikle anlamlı getirilerin elde edildiği görülmüştür. Bu yüzden çalışmamızın sonunda örnek olarak 2 yıldan uzun vadeli olan tahvil ihraçları yansıtılacaktır ve 6 bankanın 2 yıldan uzun vadeli tahvil ihraçlarının analiz sonuçları tezin sonunda incelenebilecektir.

Sonrasında tüm olayların toplulaştırılması yapılmıştır ancak AG'ye ulaşılmamıştır. Toplulaştırmanın vadelere göre yapıldığında AG elde edilebileceği düşünülerek (0-2) yıl, (2-4)yıl ve (4-∞) yıl arası vadeli ihraçlar ayrı ayrı toplulaştırılmıştır ancak sadece (2-4) arası vadeli ihraçların toplulaştırılmasından olaydan beş gün sonra negatif bir AG elde edilebildiği görülmüştür. Para birimlerine bağlı olarak TL, yabancı para cinsinden ihraçlar toplulaştırıldığında ve bankaların toplam aktiflerinin ihraç miktarlarına oranları baz alınarak yapılan toplulaştırma sonucunda da anlamlı AG elde edilmemiştir. Son olarak ise tablo5.1'de 6 bankanın gerçekleştirdikleri 92 tahvil ihraç olayının analiz edilmesi sonucunda bulunan negatif ve pozitif anlamlı getiriler (-5,+5) penceresinde hangi bankanın hangi oranlarda ve pencerede anlamlı getiri elde ettiği anlaşılır bir şekilde yansıtılarak açıklanmıştır.

KAYNAKLAR

- Adıgüzel, Burak (2014). Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması. Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 18, 1-48.
- Ağ, Yusuf., Ata, H. Ali (2010). “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi 11:45-60.
- Akgüç, Öztin (1998). Finansal Yönetim. İstanbul: Avcıol Basın Yayın.
- Aksoy, Ahmet (1987). *Menkul kıymet yatırımlarının analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Alice C. Lee vd. (2006). *Encyclopedia of Finance*. USA: Springer Science Business Inc.
- Altan, Mikail (1998). *Modern Bankacılık Fonksiyonları Açısından Özel Finans Kurumlarının Değerlendirilmesi*. Konya: T.C. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Altaş, Gökben, Ünsal, Erdem vd. (2014). *Türkiye Sermaye Piyasası Birliği (TSPB) 2013*. İstanbul: Umut Baskı.
- Arkan, Ferhat (2010). *Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aşıkoğlu, Rıza (1983). *Sermaye piyasası aracı olarak enflasyon ortamında tahvilleri değerlendirme*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, Dizgi-Baskı.
- Ateş, Koray (2011). “Şerefiye Hesabı ve Muhasebe Uygulamaları”, (http://www.muhasebetr.com/sorucevap/haber_oku.php?haber_id=72, 14 Nisan 2015’te erişildi).

- Aydeniz, Nihat vd. (2012). “İMKB-100’de İşlem Gören İşletmelerde Borçlanmanın Sermaye Yapısına Etkilerinin Regresyon Analizi İle Araştırılması”. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi* 42(11): 203-214.
- Bal, Harun (1994). “Uluslararası Finansman, Tahvil Piyasaları, Kredi Değerliliği (Raiting) ve Gelişmekte Olan Ülkeler”. *İktisat İşletme Finans Dergisi* 103:10-24.
- Ban, Ünsal. Tuna, Muharrem (2003). Konaklama işletmelerine özgü firma değerlendirme yöntemleri ve Türkiye açısından uygulanabilirliği. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 18, 92-107.
- Bastı, Eyup (2013). “Türkiye’de Şirketle Kesiminin Doğrudan Finansman Yoluyla Kaynak Sağlaması”. *S.D.Ü. Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi* 30: 185 – 194.
- Berk, Niyazi (2000). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitap Evi.
- Bilir, Hakan (2015). “Finansal Sıkıntının Tanımı ve Piyasa Odaklı Çözümleri: Borç Yapılandırma, Varlık Satışı ve Yeni Sermaye Enjeksiyonu”. *Sosyo Ekonomi Dergisi* 01:10-24.
- Blake, David (1990). *Financial Market Analysis*. England: Mcgraw – Hill Book Company Printed.
- Brigham, F. Eugene vd. (2000). *Essentials of Managerial Finance*. USA: The Dryden Press.
- Brighham, F. Eugene vd. (1995). *Fundamentals of Financial Management*. USA: The Dryden Press.
- Büyüktortop, Müge (2007). *Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Ankara. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ceylan, Ali (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. İstanbul: Ceylan Kitap Evi.
- Ceylan, Ali vd. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basın Yayıncılık.

- Chambers, Nurgül (2005). *Firma değerlemesi*. İstanbul: Avcıol Basın Yayın.
- CİVAN, Mehmet (2007). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitapevi
- Copeland, Tom vd. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. USD: Courier Westford.
- Coşkun, Ender vd. (2008). “Finansal Sıkıntının Maliyetleri: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerde Bir Uygulama”. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi* 10/3: 45-66.
- Çukur, Sadık vd. (2006). “Borsa Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi”. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*: 96-107.
- Demirhan, Dilek (2009). “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”. *Ege Akademik Bakış* 9(2):677-697.
- Demirkol, İsmet (2006). *Entellektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar*. Doktora Tezi. Ankara. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Durukan, M. Banu (1997). “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma”. *İMKB Dergisi* 3 (1): 77-91.
- Düzer, Murat (2008). *Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ercan, K. Metin. BAN, Ünsal (2000). *Firma değerinin tespiti ve yönetimi*. Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Fernandez, Pablo (2004). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School, 2, 1-27.

Fernandez, Pablo (2007). “*Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations*”, (<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>, 15 Nisan 2015’te erişildi).

Fertekligil, Azmi (2000). Türkiye’de borsanın tarihçesi. İstanbul: Mart Matbaacılık.

Glenn,Yago (1990). *Junk Bonds: How High Yield Securities Restructured Corporate*. America: OUP US.

Gürsoy, C. Tuncer (2012). Finansal Yönetim İlkeleri. İstanbul: Beta Basım Yayıncılık.

Güvemli, Oktay., İme, Mustafa vd. (1997). Yatırım Projelerinin düzenlenmesi, Değerlendirilmesi. Ankara. Avcıol Basım Yayın.

Healey, P. Basil vd. (1991). Liquidity Analysis and Management. USA: Addison-Wesley Publishing Company.

Homton, J. John (1982). Modern Financial Theory. Virginia: Reston Publishing Company.

<http://spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=467&ct=f&action=displayfile>, 17.10.2014 tarihinde erişildi.

http://tr.wikipedia.org/wiki/Devlet_tahvili, 25.10.2014 tarihinde erişildi.

<http://www.basarmevzuat.com/dustur/kanun/3/6762/a/6762sk-4.htm#420>, 16.10.2014 tarihinde erişildi.

http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Sabit_Getirili_Menkul_Kiymetler.pdf, 25.10.2014 tarihinde erişildi.

<http://www.duffandphelps.com/>), 05.03.2015 tarihinde erişildi.

<http://www.fitchratings.com/>), 02.03.2015 tarihinde erişildi.

<http://www.moodys.com/>), 25.02.2015 tarihinde erişildi.

<http://www.standardandpoors.com/>, 25.02.2015 tarihinde erişildi.

- İrk, Ersin (2012). *Firmaların Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: İMKB Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Tokat. Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İMKB, (2011). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*. İstanbul. Renk Matbaacılık Ltd.
- Karakuş, Rıfat vd. (2012). “Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırılmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerinde Bir Uygulama”. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi* 14/2: 75-98.
- Karan, M. Baha (2013). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*. Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Karlı, Muharrem (1989). *Sermaye piyasası borsa menkul kıymetler*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.
- Kidwell, S. David vd. (1983). “Bond Banks: A State Assistance Program That Helps Reduce New Issue Borrowing Costs”. Washington: *The American Society for Public Administration* 2: 108 – 113.
- Kocaman, Ç. Berna (2004). *Finansal piyasalar (kurumlar, teknikler ve araçlar)*. Ankara: Siyasal Kitap Evi.
- Köksal, Attila (2011). Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği. İMKB Tahvil Bono Piyasası konuşma metni (14 Haziran, İstanbul, 1, TSPAKB).
- MacKinlay, A.Craig (1997). “Event Studies in Economics and Finance”. *Journal of Economic Literature* 35:13-39.
- Mayes, R.Timothy vd. (2007). *Financial Analysis with Microsoft Excel*. USA: South-Western Collage.
- Nalbat, Mehmet (2008). Menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları ile M.S.İ’nin tanımı ve tüm yönleriyle vergilendirme sürecinin örnekli anlatımı (<http://www.sakaryavdb.gov.tr/document/menkul>, 27.11.2014 tarihinde erişildi).
- Okka, Osman (2006). *Finansal Yönetime Giriş*. Ankara: Nobel Yayınları.

Okka, Osman (2010). Analitik Finans. Ankara: Nobel Yayınları.

Özaltın, Oğuzhan (2006). *Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Isparta. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özdemir, Özlem (1999). *Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler*. Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi. Yeterlilik Etüdü.

Roon, de Frans (1998). “Announcement Effects of Convertible Bond Loans and Warrant – Bond Loans: An Empirical Analysis for The Dutch Market”. *Journal of Banking & Finance Dergisi* 22: 1481 – 1506.

Sarıgül, Haşmet (2015). “Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi”. *Finansal Araştırma ve Çalışmalar Dergisi* 12 (7): 113 – 129.

Sermaye Piyasası Kanunu (7 Haziran 2013). Resmi Gazete, 28670.

Sevinç, Ahmet (2008). *Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akısı Metoduna İlişkin Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Subramani, R. Venkata (2011). *Accounting for investments, volume 2: Fixed income and interest rate derivatives -- A practitioner's handbook*. India: John Wiley & Sons Ltd.

Şenel, Kerem vd. (2005). Finansal Yönetim. Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi. İstanbul:

Taner, Berna vd. (2009). *Sermaye piyasası faaliyet alanı ve menkul kıymetler*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Tekbaş, M. Şükrü (2012). İstanbul Üniversitesi sermaye piyasaları araştırma ve uygulama merkezi. Türkiye Sermaye Piyasası 2012 yılı raporu.

Tevfik, T. Arman (2005). Sermaye yapısı kararları ve efektif vergi oranının sıfır olduğu firmalarda optimal sermaye yapısının belirlenmesi (<http://www.researchgate.net/>, 27.12.2014 tarihinde erişildi).

Tevfik, T. Arman (2012). *Hisse Senedi Değerlemesi*. İstanbul: Literatür Yayınları.

Türk Ticaret Kanunu (29 Haziran 1956). Resmi Gazete, 9353/1587.

Türko, Metin (2002). Finansal Yönetim. İstanbul: Alfa Yayınları

Ünal, K. Oğuz (2003). SPK. ve TTK’ unda tahviller. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1-2,(7). 1-47.

Yakar, Rafer (2011). *Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma*. Yüksek Lisans Tezi. Konya. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yılğör, Y. Ayşe (2005). “İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri”. *D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi* 20: 15-28.

Yücel, İlhami (2001). *Türkiye’deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Woelfel, J. Charles (1994). Financial Statement Analysis, The Investor’s Self-Study Guide to Interpreting & Analyzing Financial Statements. USA: Probus Publishing Company.

www.tbb.org.tr/tr/banka-ve-sektor-bilgileri/4, 01.08.2015 tarihinde erişildi.



EK 1: Tahvil İhraçlarının Bankalar Bazında Elde Edilen Sonuçları

Tahvil ihracı yapan 6 bankanın 2006 ve 2014 sonu itibariyle 2 ve daha uzun yıl vadeli ihraçlarının değerlendirilmesi şöyledir:

EK 1.A: Yapı Kredi Bankasının 4 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

	1. YKBNK (10 yıl) (06.12.2012)USD			YKBNK (7 yıl) (23.01.2013)			2. YKBNK(5 yıl) (26.11.2013)		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	-0,0014	-0,1276	0,00	0,0245	2,1317	0,00	-0,0054	-0,5398	
-4	-0,0085	-0,7622	-0,0099	0,0066	0,5713	0,0311	-0,0081	-0,8184	-0,0135
-3	-0,0023	-0,2076	-0,0123	0,0065	0,5671	0,0377	0,0032	0,3267	-0,0103
-2	0,0041	0,3707	-0,0081	-0,0141	-1,2215	0,0236	-0,0022	-0,2247	-0,0125
1	-0,0003	-0,0272	-0,0084	-0,0177	-1,5396	0,0059	-0,0011	-0,1109	-0,0136
0	-0,0031	-0,2755	-0,0115	0,0208	1,8095	0,0267	0,0010	0,0967	-0,0126
1	0,0230	2,0619	0,0115	-0,0107	-0,9333	0,0160	-0,0042	-0,4219	-0,0168
2	-0,0040	-0,3560	0,0076	-0,0178	-1,5501	-0,0019	0,0012	0,1206	-0,0156
3	0,0177	1,5859	0,0253	-0,0680	-5,9040	-0,0699	-0,0174	-1,7459	-0,0330
4	-0,0117	-1,0445	0,0136	0,0264	2,2886	-0,0435	0,0023	0,2337	-0,0306
5	-0,0105	-0,9430	0,0031	-0,0524	-4,5517	-0,0959	-0,0052	-0,5258	-0,0359

EK 1.A: Yapı Kredi Bankasının 4 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

	3. YKBNK (5 yıl) (17.10.2014) USD		
	AG	t-st	KAG
-5	0,0064	0,6735	0,00
-4	0,0137	1,4316	0,0201
-3	0,0091	0,9500	0,0291
-2	0,0086	0,9014	0,0377
-1	0,0067	0,7050	0,0445
0	-0,0061	-0,6413	0,0384
1	-0,0035	-0,3704	0,0348
2	0,0037	0,3869	0,0385
3	-0,0064	-0,6728	0,0321
4	0,0021	0,2198	0,0342
5	-0,0028	-0,2963	0,0314

EK 1.B: İş Bankasının 9 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

1	1. İSBNK (726 gün) (05.12.2011)			2. İSBNK (5 yıl) (07.11.2012)USD			3. İSBNK (10 yıl) (11.10.2012)		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	-0,0070	-0,79899	0,00	-0,0219	-2,21896	0,00	0,0089	0,892761	0,00
-4	-0,0119	-1,35112	-0,0190	0,0025	0,254604	-0,0194	0,0010	0,096712	0,0099
-3	-0,0048	-0,54805	-0,0238	-0,0090	-0,90981	-0,0284	0,0059	0,590674	0,0158
-2	-0,0023	-0,26489	-0,0261	-0,0181	-1,83306	-0,0465	-0,0057	-0,5719	0,0101
1	0,0021	0,233969	-0,0241	-0,0009	-0,09451	-0,0475	0,0024	0,245687	0,0125
0	-0,0018	-0,20058	-0,0258	-0,0025	-0,24862	-0,0499	-0,0085	-0,85353	0,0040
1	-0,0197	-2,23668	-0,0455	-0,0026	-0,26808	-0,0526	-0,0073	-0,73666	-0,0034
2	-0,0104	-1,18336	-0,0560	0,0014	0,143235	-0,0511	-0,0101	-1,01608	-0,0135
3	-0,0035	-0,4013	-0,0595	-0,0054	-0,54515	-0,0565	-0,0032	-0,31718	-0,0166
4	-0,0106	-1,20168	-0,0701	-0,0126	-1,27678	-0,0692	-0,0011	-0,10779	-0,0177
5	0,0011	0,121127	-0,0690	0,0090	0,907447	-0,0602	0,0062	0,625061	-0,0115

EK 1.B: İş Bankasının 9 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

	4. İSBNK (5.5 yıl) (10.04.2013)USD			İSBNK (5.5 yıl) (26.04.2013)USD			5. İSBNK(5.5 yıl) (21.10.2013)USD		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	0,0032	0,32101	0,00	-0,0027	-0,26406	0,00	0,0024	0,260268	0,00
-4	0,0103	1,0273	0,0135	-0,0072	-0,71418	-0,0099	-0,0054	-0,57349	-0,0029
-3	-0,0115	-1,15258	0,0020	0,0095	0,940292	-0,0004	0,0057	0,613485	0,0028
-2	0,0225	2,24424	0,0244	0,0089	0,875792	0,0085	0,0076	0,806681	0,0104
1	-0,0148	-1,47622	0,0097	0,0061	0,60059	0,0146	-0,0076	-0,80741	0,0028
0	0,0057	0,5643	0,0153	-0,0087	-0,8585	0,0059	0,0051	0,542359	0,0079
1	-0,0063	-0,6324	0,0090	0,0050	0,496179	0,0109	0,0057	0,603658	0,0135
2	-0,0078	-0,77749	0,0012	-0,0025	-0,24362	0,0084	-0,0022	-0,23606	0,0113
3	0,0034	0,34075	0,0046	-0,0033	-0,32374	0,0052	-0,0006	-0,0595	0,0108
4	0,0002	0,01616	0,0048	0,0046	0,450844	0,0097	-0,0020	-0,21041	0,0088
5	-0,0072	-0,72236	-0,0025	0,0035	0,342819	0,0132	0,0036	0,381949	0,0124

EK 1.B: İş Bankasının 9 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

	6. İSBNK (10 yıl) (10.12.2013)USD			İSBNK (7 yıl) (25.06.2014)USD			7. İSBNK(5.5 yıl) (30.10.2014)USD		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	-0,0051	-0,55807	0,00	-0,0045	-0,51152	0,00	0,0028	0,34632	0,00
-4	0,0146	1,609797	0,0095	-0,0014	-0,16134	-0,0059	-0,0008	-0,09997	0,0020
-3	-0,0016	-0,17656	0,0079	0,0008	0,090356	-0,0051	-0,0115	-1,41822	-0,0095
-2	-0,0040	-0,44587	0,0039	0,0185	2,110602	0,0134	-0,0010	-0,11817	-0,0105
-1	-0,0053	-0,58583	-0,0014	-0,0018	-0,20926	0,0115	-0,0033	-0,41211	-0,0138
0	-0,0095	-1,04909	-0,0109	-0,0034	-0,39386	0,0081	0,0028	0,350094	-0,0110
1	-0,0011	-0,11683	-0,0120	0,0026	0,292773	0,0107	0,0065	0,80008	-0,0045
2	0,0028	0,305889	-0,0092	-0,0052	-0,5893	0,0055	-0,0045	-0,55759	-0,0090
3	-0,0054	-0,59818	-0,0146	-0,0036	-0,40748	0,0019	0,0002	0,019663	-0,0089
4	0,0062	0,680228	-0,0085	0,0008	0,08929	0,0027	0,0065	0,797971	-0,0024
5	0,0108	1,190088	0,0023	-0,0065	-0,7431	-0,0038	-0,0189	-2,33198	-0,0213

EK 1.C: Türkiye Vakıflar Bankasının 5 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

	1. VAKBN (5 yıl) (24.02.2012)USD			VAKBN (10 yıl) (01.11.2012)USD			2. VAKBN(5 yıl) (15.04.2013)USD		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	-0,0022	-0,18446	0,00	0,0175	1,587469	0,00	-0,0118	-0,98573	0,00
-4	-0,0034	-0,29477	-0,0056	0,0124	1,124017	0,0299	0,0058	0,484282	-0,0060
-3	0,0017	0,145416	-0,0039	-0,0217	-1,96617	0,0082	0,0159	1,32276	0,0099
-2	0,0019	0,163466	-0,0020	-0,0171	-1,55554	-0,0089	-0,0046	-0,38276	0,0053
1	-0,0063	-0,53863	-0,0083	-0,0023	-0,20938	-0,0112	0,0020	0,16464	0,0073
0	-0,0182	-1,56056	-0,0265	0,0166	1,503773	0,0053	0,0276	2,293485	0,0348
1	0,0200	1,708515	-0,0066	-0,0043	-0,39332	0,0010	-0,0070	-0,5817	0,0278
2	0,0069	0,588506	0,0003	-0,0037	-0,33147	-0,0027	0,0080	0,668982	0,0359
3	0,0010	0,089848	0,0014	0,0057	0,520201	0,0031	-0,0079	-0,65734	0,0280
4	-0,0025	-0,21139	-0,0011	-0,0049	-0,4444	-0,0018	-0,0011	-0,08945	0,0269
5	0,0098	0,841705	0,0087	0,0236	2,13866	0,0217	0,0037	0,305478	0,0306

EK 1.C: Türkiye Vakıflar Bankasının 5 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

	3. VAKBN (5 yıl) (31.10.2013)USD			VAKBN (5 yıl) (10.06.2014)USD		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	0,0076	0,583197	0,00	0,0035	0,311422	0,00
-4	-0,0058	-0,4482	0,0018	-0,0131	-1,15401	-0,0095
-3	-0,0186	-1,4324	-0,0169	0,0175	1,547698	0,0080
-2	-0,0094	-0,72214	-0,0262	0,0122	1,077892	0,0202
1	-0,0058	-0,44418	-0,0320	0,0038	0,338882	0,0240
0	-0,0229	-1,76344	-0,0549	0,0029	0,260462	0,0269
1	-0,0032	-0,2451	-0,0581	-0,0142	-1,25297	0,0128
2	0,0040	0,307047	-0,0541	0,0026	0,232176	0,0154
3	-0,0010	-0,07884	-0,0551	-0,0063	-0,55884	0,0091
4	-0,0005	-0,03874	-0,0556	-0,0234	-2,06628	-0,0143
5	-0,0032	-0,24324	-0,0588	0,0023	0,202231	-0,0120

EK 1.D: Türkiye Halk Bankasının 3 olayının değerlendirilmesinin sonuçları:

	1. HALKBN (5 yıl) (19.07.2012)USD			2. HALKBN(7yıl) (05.02.2013) USD			3. HALKBN(5yıl) (04.06.2014)USD		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	-0,0004	-0,03052	0,00	0,0064	0,476819	0,00	0,0023	0,180948	0,00
-4	0,0100	0,752506	0,0096	0,0061	0,453131	0,0125	0,0139	1,102029	0,0162
-3	-0,0117	-0,88103	-0,0021	-0,0141	-1,04713	-0,0016	0,0031	0,248423	0,0193
-2	0,0031	0,229999	0,0009	0,0200	1,492687	0,0185	-0,0168	-1,32927	0,0026
1	-0,0217	-1,62808	-0,0207	-0,0080	-0,59354	0,0105	0,0008	0,064497	0,0034
0	-0,0129	-0,97268	-0,0337	-0,0128	-0,95522	-0,0023	-0,0084	-0,66716	-0,0051
1	-0,0043	-0,32463	-0,0380	-0,0016	-0,11704	-0,0039	0,0054	0,426063	0,0003
2	0,0090	0,67652	-0,0290	-0,0038	-0,28469	-0,0077	0,0028	0,221683	0,0031
3	0,0135	1,013233	-0,0155	0,0117	0,87017	0,0040	0,0099	0,78095	0,0130
4	0,0019	0,145395	-0,0136	0,0198	1,476679	0,0238	-0,0053	-0,42108	0,0077
5	0,0063	0,476813	-0,0072	-0,0105	-0,77911	0,0133	-0,0146	-1,15339	-0,0069

EK 1.E: Türkiye Garanti Bankasının 3 olayının değerlendirilmesinin sonuçları.

	GARAN (728 gün) (13.02.2013)			2. GARAN(5yıl) (07.03.2013)USD			3. GARAN (743 gün) (30.09.2013) USD		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	0,0001	0,0161457	0,00	-0,0155	-1,80039	0,00	-0,0073	-0,64175	0,00
-4	-0,0040	-0,467431	-0,0039	0,0213	2,46713	0,0058	-0,0116	-1,02207	-0,0189
-3	0,0077	0,8895136	0,0038	-0,0035	-0,40253	0,0023	-0,0116	-1,01874	-0,0305
-2	-0,0077	-0,890781	-0,0039	-0,0072	-0,83152	-0,0049	0,0082	0,723653	-0,0223
-1	0,0148	1,7118068	0,0109	0,0081	0,94098	0,0032	-0,0144	-1,26866	-0,0367
0	0,0004	0,0455934	0,0112	-0,0027	-0,31744	0,0005	0,0026	0,224158	-0,0342
1	-0,0004	-0,041958	0,0109	0,0046	0,535328	0,0051	0,0027	0,23361	-0,0315
2	-0,0012	-0,137373	0,0097	0,0179	2,071797	0,0230	-0,0186	-1,63643	-0,0502
3	0,0010	0,1209064	0,0107	-0,0056	-0,64516	0,0174	-0,0067	-0,59172	-0,0569
4	0,0104	1,2040412	0,0211	-0,0046	-0,52918	0,0129	-0,0089	-0,77845	-0,0658
5	-0,0101	-1,16731	0,0111	0,0002	0,020052	0,0130	-0,0148	-1,30356	-0,0806

EK 1.F: Akbank Değerlendirilmesinin Sonuçları.

	1. AKBNK (728 gün) 15.11.2011			2. AKBNK(1116gün) (24.01.2012)			3. AKBNK (1116 gün) (19.03.2012)		
	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG	AG	t-st	KAG
-5	-0,0098	-0,82237	0,00	0,0068	0,609948	0,00	0,0033	0,302907	0,00
-4	-0,0040	-0,33213	-0,0138	-0,0029	-0,25942	0,0039	-0,0178	-1,62528	-0,0145
-3	-0,0001	-0,00997	-0,0139	0,0096	0,858301	0,0136	-0,0132	-1,2044	-0,0276
-2	0,0060	0,507151	-0,0078	0,0141	1,253538	0,0276	0,0129	1,182229	-0,0147
-1	-0,0044	-0,36758	-0,0122	-0,0224	-1,99319	0,0053	0,0184	1,682129	0,0037
0	-0,0102	-0,85835	-0,0224	-0,0087	-0,77359	-0,0034	0,0009	0,078394	0,0045
1	0,0093	0,777291	-0,0132	-0,0064	-0,57415	-0,0099	0,0055	0,499976	0,0100
2	0,0168	1,41088	0,0036	0,0175	1,561256	0,0077	0,0021	0,192703	0,0121
3	-0,0005	-0,04441	0,0031	-0,0154	-1,3717	-0,0077	0,0061	0,558372	0,0182
4	0,0137	1,151674	0,0168	0,0036	0,319925	-0,0041	-0,0107	-0,98243	0,0075
5	-0,0225	-1,89223	-0,0057	-0,0311	-2,76826	-0,0352	-0,0589	-5,38968	-0,0515

ÖZ GEÇMİŞ

Adı Soyadı : Sevgi ERGÜN

Sürekli Adresi : Köprübaşı Mah. Hastane Bulvarı No:27 Bafra/SAMSUN

Doğum Yeri ve Yılı : Bafra/SAMSUN – 1989

Yabancı Dili : İngilizce

Ortaöğretim : YDA Bafra Kızılırmak Lisesi – Samsun 2003

Lisans : Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme – 2007

Yüksek Lisans : Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme – 2013

Anabilim Dalı : İşletme

Bilim Dalı : İşletme

Yayımları : ----