

T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI

ÇOKULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI VE
İMKB'DE BİR UYGULAMA

MASTER TEZİ

Hazırlayan
Müge BÜYÜKTORTOP

Tez Danışmanı
YRD. DOÇ. Dr. Kürşat YALÇINER

ANKARA – 2007

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Müge BÜYÜKTORTOP'a ait Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB'de Bir Uygulama adlı çalışma jürimiz tarafından Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Ahmet AKSOY

Jüri Başkanı

Prof. Dr. Nevzat AYPEK

Üye

Yrd. Doç. Dr. Kürşat YALÇINER

Danışman

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE GENEL ÇERÇEVESİ

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı	3
1.2. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler	5
1.2.1. Genel Ekonomik Durum	5
1.2.2. Endüstrinin Özellikleri	6
1.2.3. Firmanın Özellikleri	6
1.2.4. Yasal Hükümler ve Para Otoritelerinin Kararları	7
1.2.5. Borç Verecek Olanların Davranış	7
1.3. Sermaye Yapısı ile İlgili Yaklaşımlar	7
1.3.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	8
1.3.2. Net Gelir Yaklaşımı	10
1.3.3. Geleneksel Yaklaşım	12
1.3.4. Modiglianni-Miller Yaklaşımı	14
1.3.5. Günümüzde Geçerli Olan Yaklaşım	18
1.3.5.1. Vergi Yaklaşımı	18
1.3.5.2. Finansal Sızıntı Yaklaşımı	19
1.3.5.3. Temsilci Maliyetleri Yaklaşımı	20
1.3.5.4. Bilgi Farklılığı Yaklaşımı	21
1.4. Sermaye Yapısı Teorisi ve İlgili Alan Çalışmaları	23
1.5. Optimal Sermaye Yapısı	27
1.5.1. Hisse Başı Gelir – Faiz ve Vergi Öncesi Kar Analizi	29
1.5.2. Para Akışı Analizi	31
1.6. Sermaye Yapısı Unsurları	32

1.6.1. Özkaynaklar	32
1.6.1.1. Hisse Senetleri	33
1.6.1.2. Oto Finansman Kaynakları	34
1.6.1.2.1. Yedekler	35
1.6.1.2.2. Amortisman	36
1.6.1.2.3. Karşılıklar	37
1.6.2. Yabancı Kaynaklar	37
1.6.2.1. Ticari Krediler	39
1.6.2.2. Banka Kredileri	41
1.6.2.3. Finansman Bonoları ve Tahviller	42
1.6.3. Öz Kaynaklar ile Yabancı Kaynakların Karşılaştırılması	43

İKİNCİ BÖLÜM

ÇOKULUSLU İŞLETMELER VE SERMAYE YAPISI

2.1. Çokuluslu İşletmeler ve İlgili Kavramlar	46
2.1.1. Uluslararası İşletmecilik	48
2.1.2. Çokuluslu İşletmeler	48
2.1.3. Bağlı Ortaklar	51
2.1.4. Yabancı Direkt Yatırımlar	53
2.2. Çokuluslu İşletmelerin Tarihi Gelişimi	55
2.2.1. Ticaret Dönemi	55
2.2.2. Sömürgecilik Dönemi	56
2.2.3. İmtiyazlar Dönemi	57
2.2.4. Uluslararası Dönem	58
2.3. Firmaların Çok Uluslaşma Aşamaları	60
2.3.1. İhracat Aşaması	61
2.3.2. Doğrudan Satış ve Pazarlama Aşaması	61
2.3.3. Dışarıda Ortak Üretim Aşaması	62
2.3.4. Ortak Yatırım	62

2.3.5. Dışarıda Doğrudan Üretim Aşaması	63
2.3.6. Global Entegrasyon Aşaması	63
2.4. Çokuluslu İşletmelerin Faaliyet Alanları	63
2.4.1. Gelişmiş Ülkelerde Faaliyet Gösteren Çokuluslu İşletmeler	63
2.4.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Faaliyet Gösteren Çokuluslu İşletmeler	65
2.5. Çokuluslu İşletmelerin Faaliyet Nedenleri	66
2.5.1. Uluslararası Fiyat Farklılıklarının Oluşması	67
2.5.2. Ülkelerin Üretimlerinin Yetersizliği	68
2.5.3. Ülke Dışındaki Fiyatlardan Yararlanma ve Maliyet Düşürme	69
2.5.4. Teknolojik Etkenler	70
2.5.5. Dış Ticaret Engellerinin Kaldırılması	71
2.5.6. İç Piyasa Şartlarının Yetersizliği	72
2.5.7. Riski Dağıtmak	73
2.6. Çokuluslu İşletmelerin Sermaye Yapıları	73
2.6.1. Bağlı Ortakların Sermaye Yapıları	74
2.6.2. Çokuluslu İşletmelerin Sermaye Yapılarını Etkileyen Unsurlar	75
2.6.2.1. Bağlı Ortakların Etkisi	76
2.6.2.1.1. Bağlı Ortakların Kararları	77
2.6.2.1.2. Bağlı Ortakların Aracılık Sorunları	78
2.6.2.2. Ülke Riski Etkisine Açık Olma	78
2.6.2.3. Borç Maliyeti	79
2.6.2.4. Döviz Kuru Hareketleri	80
2.6.3. Çokuluslu İşletmelerin Bağlı Ortakların Sermaye Yapılarına Etkileri	80
2.6.4. ABD Merkezli Çokuluslu İşletmelerin Sermaye Yapılarının Diğer Ülke Merkezli Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapılarından Farklılıkları	81

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'YE KOTE OLAN ÇOK ULUSLU FİRMALARDA SERMAYE YAPISI KARARLARINA DÖNÜK UYGULAMA

3.1. İşletmelerin Sermaye Yapısını İnceleyen Çalışmalar	83
3.2. Çalışmanın Analizi	87
3.2.1. Analizin Amacı	87
3.2.2. Çalışmanın Kısıt ve Varsayımları	87
3.2.3. Veri Seti ve Verilerin Dizaynı	87
3.2.4. Modelin Teorik Yapısı	88
3.2.5. Modelde Kullanılan Değişkenler	89
3.2.5.1. Firma Büyüklüğü Değişkeni	89
3.2.5.2. İşletme Riski Değişkeni	90
3.2.5.3. Karlılık Değişkeni	90
3.2.5.4. Borç Dışı Vergi Kalkanı Değişkeni	90
3.2.5.5. Büyüme Oranı Değişkeni	91
3.3. Analiz Sonuçları	91
 SONUÇ	 101
KAYNAKÇA	103
EKLER	114
ÖZET	117
ABSTRACT	118

KISALTMALAR CETVELİ

a.g.e.: Adı geçen eser

a.g.m. : Adı geçen eser

AT: Avrupa Topluluğu

EFTA: Avrupa Serbest Bölge Antlaşması

FVÖK: Faiz ve vergi öncesi kar

GATT: Genel Tarifeler ve Ticaret Antlaşması

GOP: Gelişmekte olan piyasalar

IMF: Uluslararası Para Fonu

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

NYSE: New York Stock Exchange

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TABLO, GRAFİK VE ŞEKİLLER CETVELİ

Grafik 1: Net Faaliyet Geliri	9
Grafik 2: Net Gelir Yaklaşımı	11
Grafik 3: Geleneksel Yaklaşım	13
Grafik 4: Modigliani-Miller Modelinin Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri İle Birleşmesi	22
Grafik 5: Hisse Başı Gelir- Faiz ve Vergi Öncesi Kar Analizi	29
Tablo 1: Model İçin Kullanılan Değişkenler	93
Tablo 2: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Normatik Sınaması Test Sonuçları	94
Tablo 3: Modelde Kullanılan Değişkenler Arası Korelasyon Değerleri	94
Tablo 4: Hausman Testi Sonuçları	95
Tablo 5: Model Parametrelerinin Tahmin Sonuçları	95
Tablo 6: Çokuluslu Firmalar İçin Oluşturulan Modelin Hausman Testi Sonuçları	97
Tablo 7: Çokuluslu Firmalar İçin Oluşturulan Model Parametrelerinin Tahmin Sonuçları	97
Tablo 8: Ulusal Firmalar İçin Oluşturulan Modelin Hausman Testi Sonuçları	98
Tablo 9: Ulusal Firmalar İçin Oluşturulan Model Parametrelerinin Tahmin sonuçları	99

GİRİŞ

Ekonomik, teknolojik ve sosyal gelişmeler doğrultusunda şirketlerin vizyonları gelişmiş ve uluslar arası yatırımların önemi giderek artmıştır. Günümüzde, globalleşen dünyada, çokuluslu şirketlerin yatırımları dünya ekonomisine ivme kazandıran bir unsur haline gelmiştir. Günümüzde, yabancı yatırımcılar; altyapı sorunu ve boşluğu olmayan, ekonomik ve politik istikrar gösteren, teknik, işgücü ve üretim girdileri imkânları olan bürokratik engellerden arındırılmış gelişmiş ülkelere yatırım yapmak istemektedirler. Gerek iktisadi, gerek sosyal ve gerekse de siyasi açıdan güvenli bir ülke olma zorunluluğu vardır.

Bu çalışmanın amacı; çokuluslu işletmelerin sermaye ile ulusal işletmelerin sermaye yapıları arasındaki farklılıkları Türkiye ölçeğinde belirlemektir. Bu çalışma; işletmelerin başarısında önemli rol oynayan ancak, saptanması yoğun çapa gerektiren sermaye yapısı sorununa Türkiye’de faaliyetlerini sürdüren çokuluslu işletmelerin verilerini analiz ederek ışık tutmayı amaçlamaktadır. Çalışmamızın amacı uluslar arası girişimlerin hızla arttığı globalleşen dünyada yatırım ve şirket kararlarında, sermaye yapısı faktörünün önemine dikkat çekmek ve etkilerini ortaya koymaktır.

Tez üç bölümden oluşmaktadır. Konu; birinci bölümde sermaye yapısı ve genel çerçevesi, ikinci bölümde çokuluslu işletmeler ve sermaye yapısı ve son bölümde İMKB’YE kote olan çokuluslu firmalarda sermaye yapısı kararlarına dönük uygulama başlıklarında incelenmiştir. Tezin birinci bölümünde “Sermaye Yapısı” kavramı oldukça geniş bir içerikle incelenmiştir. Sermaye yapısı kavramı ve unsurları tanımlanmıştır. Sermaye yapısı unsurları tanımlandıktan sonra borç ve özkaynak karşılaştırması yapılmıştır. Sermaye yapısı teorisi geçmişten bugüne tarih sürecinde irdelenmiştir.

İşletmelerin sermaye yapısı kararlarını almalarında göz önünde bulundurdıkları faktörler incelenmiştir. Daha sonra sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımlar tek tek detaylı olarak incelenmiştir. Günümüzdeki sermaye yapısı yaklaşımları anlatılmıştır. Optimum sermaye yapısı ve optimum sermaye yapısının belirlenmesine değinilmiştir.

“Çokuluslu İşletmeler ve Sermaye Yapısı” adlı ikinci bölümünde çokuluslu işletmeler ve ilgili kavramların tanımlanması, çokuluslu işletmelerin tarihi gelişimi ve firmaların çok uluslaşma aşamaları, çokuluslu işletmelerin faaliyet alanları ve nedenleri, çokuluslu işletmelerin üstünlükleri konularına değinilmiştir. Daha sonra genel olarak çokuluslu işletmelerin sermaye yapısı kararları incelenmiş detaylı bir şekilde de çokuluslu işletmelerin bağlı ortaklarının sermaye yapılarına değinilmiştir.

Üçüncü bölümde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na hisse senetlerini kote ettirmiş çokuluslu işletmelerle, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören ulusal işletmelerin sermaye yapıları arasındaki farklılıklar analiz edilmiştir. Firmaların sermaye yapılarını belirleyen unsurlar ele alınmıştır. Bu bölümde öncelikle, konunun teorik kısmı özetlenmiş, konu hakkında yapılmış diğer çalışmalar ve sonuçları hakkında kısaca bilgi verilmiştir. Daha sonrasında analizde kullanılan model ve modele ilişkin değişkenler açıklanarak elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE GENEL ÇERÇEVESİ

1.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Sermaye yapısı kavramı; dar anlamda, öz sermaye ve borç arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Firmalar sermaye ihtiyacını öz sermaye kullanarak yada borçlanma yoluna giderek karşılayabilirler. Borç firma dışından sağlandığı halde öz sermaye, dağıtılmamış karlar, yedek akçeler yoluyla firma tarafından yaratılabileceği gibi, sermaye artışı, yeni ortakların alınışı gibi yollarla firma dışından da sağlanabilir.¹

Geniş anlamda sermaye yapısı kavramı ise, bir firmanın (ve iştiraklerinin) menkul kıymet, özel plasman, banka borcu, ticari borç, finansal kiralama sözleşmeleri, vergi yükümlülükleri, sosyal sigorta ve emeklilik yükümlülükleri, yönetim ve işçilerin ertelenmiş tazminatları, iş ve ürün garantileri ve diğer yükümlülüklerini içerir.²

“Sermaye yapısı uzun vadeli borçların yapısı ve oranlarıyla ve şirket varlıklarının finansmanında kullanılan öz sermaye ile ilgilidir. Yönetim, borcun miktarını, bunun döviz olarak cinsini, vadesini,

¹ YENER, Ahmet, Levent; “Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler” Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 1993, s.4.

² MASULIS, R. W.; “The Debt/Equity Choice”, Balinger Publishing Co., Cambridge, 1988, s.114.

büyükliğini, sabit veya dalgalı kurunu değiştirebilen veya istenilebilen seçeneklerini ve diğer sözleşme karşılıklarını belirlemelidir. Sermaye yapısı şirketin tüm sermaye maliyetinin başlı başına etkileyici bir etkeni olup, yatırımcıların uzun vadeli borçları ve öz sermayelerinin beklenen getiri oranlarını ifade eder. Mantıklı sermaye yapısı seçenekleri içerisinde, şirket sermaye maliyetlerini en aza indirebilir ve işlem nakit akışını yükseltebilir.”³

Sermaye yapısı üzerindeki tartışmalar, Modigliani ve Miller'in, firmanın toplam piyasa değeri ve sermaye maliyetinin, firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve firmanın piyasa değerinin, beklenen faaliyet gelirlerinin anılan risk sınıfı için belirlenmiş iskonto oranı ile hesaplandığını açıkladıkları çalışmaları ile hareketlenmiştir.⁴

Finans yöneticisinin amacı firmanın değerini ortakları açısından maksimum kılmak olduğu için firmanın ihtiyaçlarını en iyi şekilde karşılayacak sermaye yapısını oluşturmalıdır. Kaynak maliyetinin minimum, firma değerinin maksimum olduğu sermaye yapısı optimum sermaye yapısıdır. Bütün firmalar optimum sermaye yapısında faaliyet göstermek isterler. Her firma için geçerli olan tek bir optimum sermaye yapısının varlığı firmadan firmaya değişiklik göstermektedir. Optimum sermaye yapısının var olup olmadığına dair çeşitli yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bu yaklaşımlar; firmaların borçlanma düzeylerindeki değişmelerin firma değeri ve sermaye maliyetine etkisini incelemektedir.

3 SHAPIRO,C., Alan; “Multinational Financial Management”, University of Sourther California, 1998,s.407.

4 MODIGLIANI, Franco; MILLER Merton H; “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Insventment” The American Economic Review, volume XLVIII, Number: 3, Haziran 1985, s.261.

1.2. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

Finansman teorisine göre, her işletme optimal sermaye yapısını araştırmalı ve yatırım projelerini bu yapıyı bozmayacak şekilde finanse etmelidir.⁵ “Uygulamada finansal yönetici için optimal sermaye yapısını saptamak zordur. Bunun için, birçok yöntem kullanılmaktadır. Ancak, hiçbir yöntem tek başına tatmin edici değildir. Bununla beraber, bu yöntemlerin kullanılması, finansal yöneticiye doğru kararlar almada yardımcı olmaktadır.”⁶

Sermaye yapısının oluşturulmasında, işletmelerin ne kadar öz kaynak, ne kadar yabancı kaynak kullanması gerektiği konusu ülkeden ülkeye, sektörden sektöre değişmektedir. En genel anlamda bu kararı etkileyen faktörler arasında, genel ekonomik durum, endüstrinin özellikleri, firmanın özellikleri, yasal hükümler ve para otoritelerinin kararları ve borç verecek olanların davranışı sayılabilir.

1.2.1. Genel Ekonomik Durum

Doğru ve sağlıklı finansman kararlarının alınması ekonominin gelecekteki durumuyla ilgili tahminlere büyük ölçüde bağlı olacaktır.⁷ Bu nedenle finansman kararları, bilinçli bir şekilde yapılan gelecek hakkındaki beklentilerin ışığı ve çerçevesi içinde alınmalıdır.⁸ Genel ekonominin durumu hakkındaki gelecekle ilgili bir takım tahminlerde bulunurken, bazı noktalara ağırlık verilmelidir. Bu noktalar; faaliyet hacmindeki gelişmeler, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler, vergi oranlarındaki gelişmeler, kambiyo pazarlarında ve döviz kurlarında gelişmelerdir.

⁵ CEYLAN, Ali; “İşletmelerde Finansal Yönetim”, Ekin Kitabevi Yayınları no:14, (dördüncü basım), Bursa, Kasım 1995, s.171.

⁶ CEYLAN, Ali; s.171.

⁷ ÖZDEMİR, Muharrem; “Finansal Yönetim” Türkmen Yayınları: no:142, İstanbul, 1999, s.317.

⁸ AKGÜÇ, Öztin “Finansal Yönetim” (Yenilenmiş 7. Basım) İstanbul, Mart 1998, s.505.

1.2.2. Endüstrinin Özellikleri

Endüstrinin özellikleri sermaye yapısını etkiler. Örneğin rekabetin yoğun olduğu gelecek dönemlerde satışların ve karların sağlıklı tahmin edilemediği endüstrilerde işletmeler riskten kaçınmak için özsermaye ile finansman şeklini seçerek optimal sermaye yapısından uzaklaşırlar.⁹ Finansman kararlarını etkileyen özellikler: dönemsel hareketlerden etkilenme, mevsimsel hareketlerden etkilenme, endüstrinin içinde bulunduğu dönem, endüstrinin rekabet şekli, endüstrilerde yerleşmiş gelenek ve göreneklerdir.

1.2.3. Firmanın Özellikleri

Firmaların bir takım özellikleri finansal kararları etkilemektedir. Bunlardan bazıları; organizasyon şekli, firmaların hukuki yapısı, firmaların hacmi ve büyüklüğü, firmaların kredi değerliliği ve sermaye yapısı, firmaların varlık yapıları, firmaların büyüme arzusu, firma yöneticilerinin tutumu olarak sayılabilir.

Finansmanda uygunluk, risk, maliyet, kontrol, esneklik ve zamanlama etmenlerinden hangisine öncelik tanınacağı konusunda yöneticilerin seçim serbestisi, ihtiyaç duyulan fonların sağlayacağı piyasaların koşulları ve kapasitesi ile sınırlıdır.¹⁰ Küçük işletmelerde yöneticilerin seçim yapabilecekleri alternatif finansman kaynakları oldukça azdır. Bu işletmeler finansmanda genellikle özsermaye ve satıcı kredilerini kullanırlar. Büyük işletmelerin finansman kaynakları küçük işletmelere göre daha çeşitlidir.

İşletmelerin kredi değerliliğinin yüksek olması, finansman kaynaklarının seçiminde işletmelere daha geniş bir alan sağlar.

⁹ BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR Mehmet; “Finansal Yönetim”, Eskişehir, 2001, s.75.

¹⁰ AKGÜÇ, Öztin; “Finansal Yönetim” (Yenilenmiş 7. Basım) İstanbul, Mart 1998, s.510.

Firma yöneticilerinin riske karşı tutumları işletmelerin finansman kararlarını etkiler. Bazı yöneticiler finansmanda daha yüksek riski alırken, bazıları ise tutucu davranarak, emniyetli bir sermaye yapısını tercih ederler.

1.2.4. Yasal Hükümler ve Para Otoritelerinin Kararları

Yasal yükümler ve para otoritelerinin izledikleri politikalar, dolaylı ve dolaysız şekilde, firmaların finansman kararlarını etkileyebilir.¹¹ Bankalar Kanunu, Merkez Bankası'nın uygulamaları, yatırımları özendirici politikalar, tahvil, finansman bonusu gibi menkul değerlerin çıkarılması ile sınırlar, para otoritelerinin almış oldukları kararlar, izlenen döviz kuru ve faiz politikaları gibi yasal hükümler ve para otoritelerinin kararları işletmelerin finansman kararlarını etkilemektedir.

1.2.5. Borç Verecek Olanların Davranışı

Firmanın finansmana ilişkin yaptığı analizlerin sonucu ne olursa olsun, borç verecek kredi kurumlarının tutumları, sermaye piyasasından gelecek tepkiler, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler çoğu kez finans yapısını belirleyen en önemli etmenler olmaktadır.¹² Çünkü birçok durumda, işletme yönetimi işletmenin sermaye yapısını kredi verenlerle tartışır ve işletmenin sermaye yapısını onların işletmeye karşı davranışlarına göre düzenler.¹³

1.3. Sermaye Yapısı ile İlgili Yaklaşımlar

Firmanın sermaye yapısının, yani Yabancı Kaynaklar / Öz Sermaye oranının değiştirilmesinin sermaye maliyeti ve firmanın değeri üzerinde etkisinin ne olacağına cevaplamaya yönelik olarak geliştirilen çeşitli

¹¹ AKGÜÇ, Öztin; s.511.

¹² AKGÜÇ, Öztin; s.512.

¹³ CEYLAN, Ali; s.173.

yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bunlar; Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Net Gelir Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımıdır.

1.3.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımının dayandığı iki temel varsayım; tüm sermaye yapılarında borç maliyeti sabittir ve kullanılan her birim borca karşılık artan finansal risk nedeniyle ortaklar bekledikleri verimlilik oranını aynı oranda yükseltmektedirler. Bu varsayımlar kabul edilemez. Çünkü firmaya borç kullandıranlar belirli bir borç oranından sonra artan riski karşılamak için borç maliyetini yükselteceklerdir. Finansal risk işletmenin ortaklarını etkilemektedir. Ancak finansal riskteki artışla öz kaynak maliyetinin aynı oranda artacağı söylenemez.

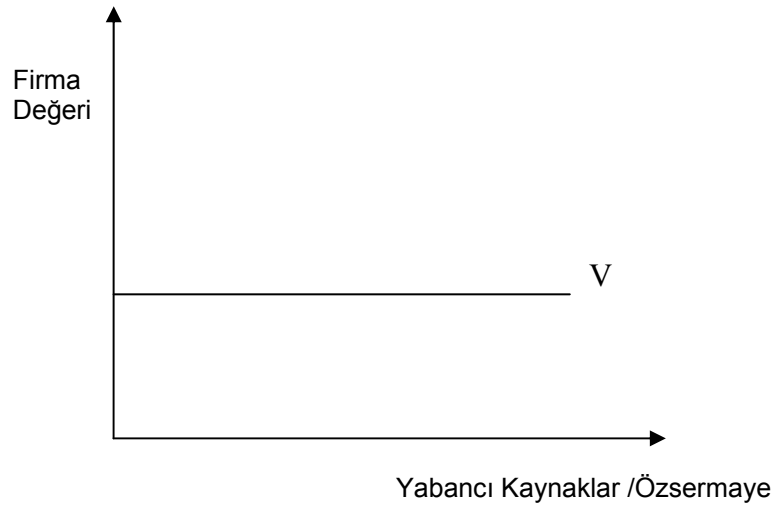
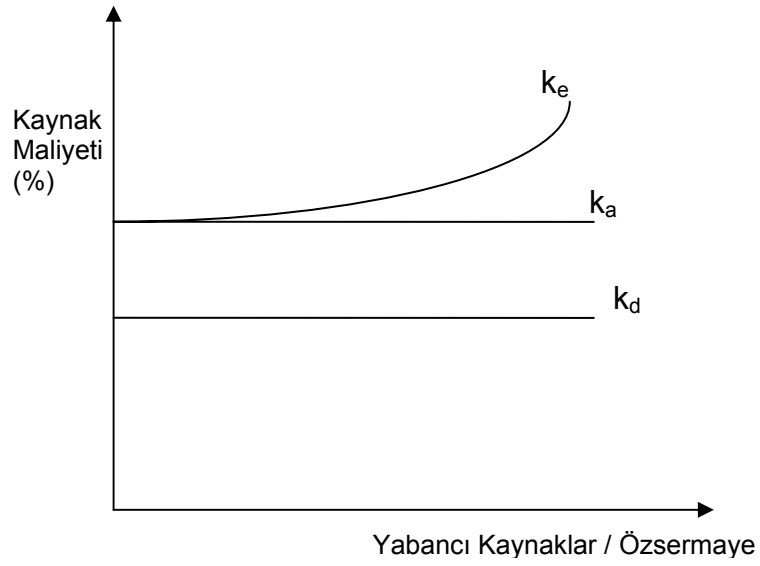
Bu yaklaşımı destekleyenlere göre, işletme riski ve yatırımlarından elde ettiği gelirlerin dağılımı benzer olan iki işletme aynı beklenen getiri oranına veya piyasa değerine sahip olacaktır.¹⁴ Bu görüşün savunucuları, teorilerini etkin bir sermaye piyasasındaki arbitraj olanaklarına dayandırır.¹⁵

Net faaliyet geliri yaklaşımı çeşitli açılardan eleştirilmiştir. Yapılan bu eleştirilere göre; “Borç/özkaynak oranının yükselmesinin, özkaynak maliyetinin artışına neden olması doğaldır. Ancak bu iki değişken arasındaki doğrusal ilişki varsayımı her durumda geçerli olmaz.”¹⁶ Tüm sermaye yapılarında borç maliyetinin sabit kabul edilmesi yanlıştır. Belirli bir borç oranından sonra risk artışının karşılanması borç maliyetini yükseltecektir.

¹⁴ DURUKAN, Mübeccel, Banu; “İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İzmir, 1997.

¹⁵ BOLAK, Mehmet, “İşletme Finansı” Birsan Yayınevi, İstanbul, 1998, s.252.

¹⁶ AKSÖYEK, İsmet, “Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi”, ” Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 1994, s.72

Grafik 1: Net Faaliyet Geliri

k_e = Öz kaynak maliyeti

k_a = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

k_d = Borç maliyeti

V = Firma Değeri

1.3.2. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşım David Durand¹⁷ tarafından 1952 yılında geliştirilmiştir. Net gelir yaklaşımı, bir firmanın değerlendirilmesinde, değerinin saptanmasına kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşım olarak nitelendirilebilir.¹⁸ Bu yaklaşım net faaliyet geliri yaklaşımının karşıtı olup, bir firmada borçlanmaya başvurularak, firmanın sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetinin azaltılabileceğini, dolayısıyla firma değerinin arttırılabileceğini ileri sürmektedir.

Net gelir yaklaşımının sonucu olarak $k_e < k_d$ olduğu sürece, optimum sermaye yapısının maksimum borçlanma durumunda gerçekleştiğini göstermektedir¹⁹. Böylece işletme finansal kaldıraç oranını arttırarak toplam sermaye maliyetini azaltır ve piyasa değerini arttırabilir.

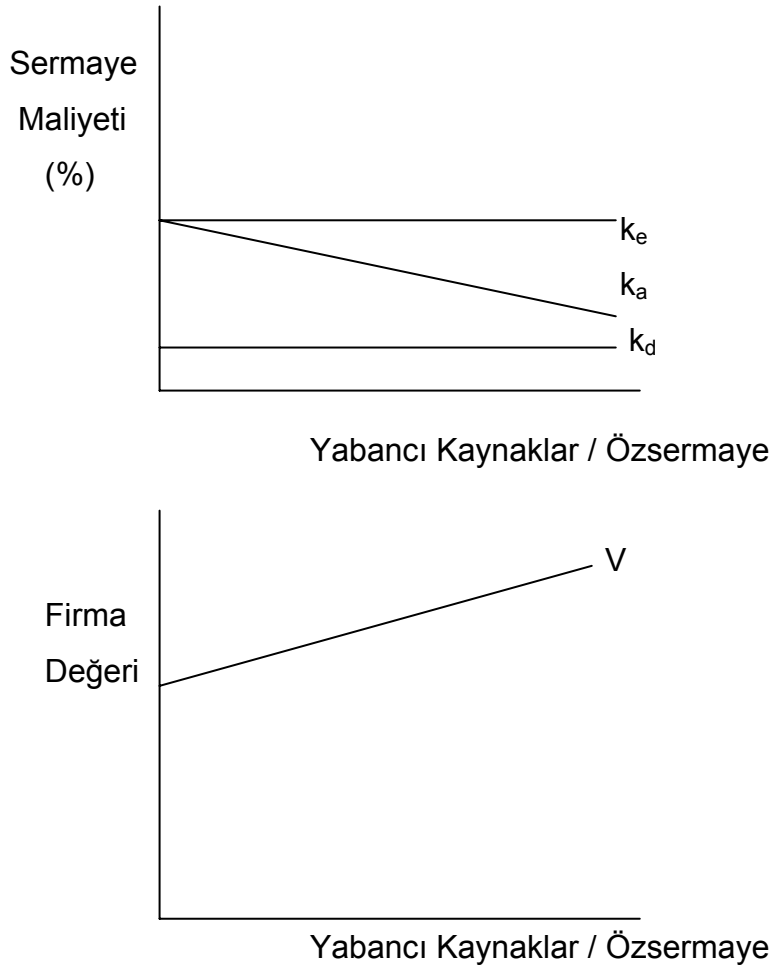
Net gelir yaklaşımın dayandığı iki temel varsayım; tüm sermaye yapılarında öz kaynak maliyetlerinin ve yabancı kaynakların sabit kalacağıdır. Bu varsayımlar altında kullandıran açısından düşük risk taşıdığından öz kaynaklara göre teorik olarak daha ucuz maliyetli bir kaynak türü olan borcun, toplam kaynaklar içerisindeki ağırlığının artması ağırlıklı ortalama kaynak maliyetinin düşmesine, işletmenin cari değerinin artmasına neden olmaktadır.²⁰

¹⁷ DURAND, David; “The Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”, Conference On Research On Business Finance, New York National Bureau of Economic Research, 1952, s. 215-220

¹⁸ AKGÜÇ, Öztin; s.485.

¹⁹ BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR, Mehmet; “Finansal Yönetim”, Eskişehir, 2001, s.60.

²⁰ AKSÖYEK, İsmet; YALÇINER, Kürşat; “Finansman Problemleri ve Açıklamalı Çözümleri”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000, s.198.

Grafik 2: Net Gelir Yaklaşımı

k_e = Özsermaye maliyeti

k_a = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

k_d = Borç maliyeti

V = Firma değeri

Net Gelir Yaklaşımı'na yönelik eleştiriler; tüm sermaye yapılarında öz kaynak maliyetlerinin ve yabancı kaynakların sabit kalacağı varsayımı kabul edilemez. Toplam kaynaklar içerisinde borcun ağırlığının artması, belirli bir noktadan sonra işletmeyi finansal açıdan riskli hale getirecek, öncelikle ortaklar ve daha sonra borç kullandıranlar artan riski karşılamak için daha

yüksek getiri isteyeceklerdir.²¹ Hem borç maliyetini hem de öz kaynak maliyeti yükselecektir.

Firma, ortalama sermaye maliyetinden ucuz yabancı kaynak temin ettiğinde, artan riski karşılamak için özsermaye iskonto oranı yükselecektir. Bu durumda firma piyasa değerini düşürmemek için daha yüksek oranda temettü dağıtımını yapacak ve özsermaye maliyeti yükselecektir. Sonuçta da, firma açısından yabancı kaynağın ve özsermayenin reel maliyetleri birbirine eşit olacaktır. Bu yaklaşımda, sermaye yapısını değiştirmekle, firmanın değerini arttırmak mümkün olmamaktadır.

1.3.3. Geleneksel Yaklaşım

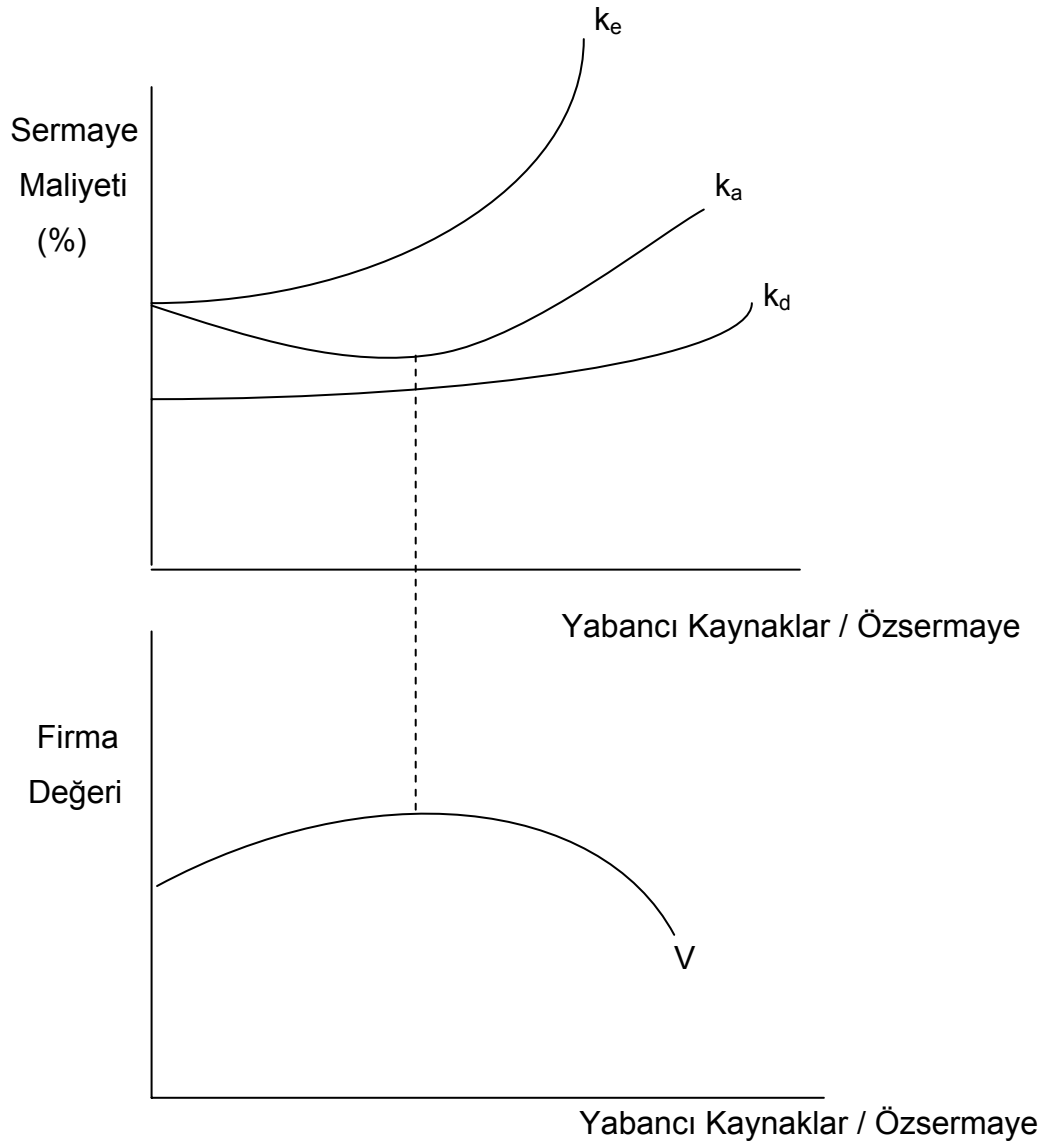
Geleneksel yaklaşıma göre; bir firma için tek bir optimum sermaye yapısı vardır. Firma finansal kaldıraçtan yararlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir ve böylece piyasa değerini yükseltebilir.²²

“Gerek net gelir yaklaşımında, gerek vergi oranının etkisini dikkate alan net faaliyet geliri yaklaşımında, borçlanma düzeyi ne kadar artarsa, ortalama sermaye maliyetinin o kadar düşeceği ve sonuç olarak firma için en iyi durumun % 100 borçlanma olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Oysa borçlanma oranı yükseldikçe, firmanın finansal riski artmakta, iflas olanağı ve iflas maliyetleri gündeme gelmektedir. Bu durumda, firma gelirlerindeki küçük bir dalgalanma, faiz ödemelerini zora sokabilmekte, gerek borç verenlerin talep ettikleri faiz oranı, gerekse hissedarların kabullendikleri getiri oranı yükselerek ortalama sermaye maliyetini etkilemektedir.”²³

²¹ AKSÖYEK, İsmet; YALÇINER, Kürşat; s.201.

²² TÜRKÖ, Metin R., “Finansal Yönetim” Alfa: yayın no:536. İşl. Muh. Fin. Dizi no: 66, Erzurum, 1994, s.469.

²³ BOLAK, Mehmet, s.253.

Grafik 3: Geleneksel Yaklaşım

k_e = Özsermaye maliyeti

k_a = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

k_d = Borç maliyeti

V = Firma değeri

Firmalar açısından öz sermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetinden daha yüksektir. Firma sermayesine katılımın, borç vermeye kıyasla daha riskli olması nedeniyle ortakların bu riski de karşılayacak şekilde normal faiz oranının üstünde kar beklmeleri ve borç faizlerinin gider yazılarak vergi

matrahından düşülmesi dolayısıyla vergi tasarrufu sağlanmasına karşılık dağıtılan kar payı için böyle bir olanağın mevcut olmaması, öz sermaye maliyetinin, genellikle yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olmasına yol açmaktadır.²⁴

Firma daha az maliyetli olan borcu sermaye yapısına katarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Ancak bu düşüş bir noktaya kadar devam eder. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu sermaye yapısı firmanın optimal sermaye yapısı olmaktadır. Bu noktaya ulaştıktan sonra firmanın borçlanmaya devam etmesi gerek özsermaye, gerekse borç maliyetlerini artıracığından ortalama sermaye maliyeti yükselmeye başlayacaktır. Çünkü borç artışından dolayı firmanın sermaye yapısı riskli hale gelmekte, ortaklar artan bu finansal riski karşılayabilecek şekilde yatırımlarından daha yüksek bir verim (kâr payı) istemeye başlayacaklardır.²⁵ Ayrıca firmanın sermaye yapısına daha fazla borcun katılması, borç/özsermaye oranını kritik bir noktaya getirecektir. Bu durumda firmaya borç verenler borç yükünün yarattığı risklerini karşılamak üzere ek güvenceler isteyebilirler, dolaylı veya dolaysız bir şekilde faiz oranını yükseltebilirler. Kredi verenlerin bu tutumu borç maliyetinin yükselmesine neden olur.

1.3.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Franco Modigliani ve Melton H. Miller tarafından geliştirilen ve onların adıyla anılan bu yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynı özellikleri taşımaktadır. Bir firmanın sermaye yapısını değiştirerek o firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemek olanaksızdır. Modigliani-Miller görüşlerini savunurken bazı temel varsayımlara dayanmaktadır.

Söz konusu varsayımlar;²⁶

²⁴ AKGÜÇ, Öztin; s.491.

²⁵ TÜRKO, Metin R.; s.469.

²⁶ AKGÜÇ, Öztin; s.497.

(i) Sermaye piyasaları etkindir ve bu piyasalarda tam rekabet koşulları geçerlidir. Daha açık bir deyişle, sermaye piyasası ile ilgili tüm bilgiler karşılık ödenmeksizin birikim sahiplerince kolaylıkla sağlanmakta; piyasadaki işlemler ayrıca bir gider gerektirmemekte; tüm menkul değerler, en küçük parçalara kadar bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel (ussal) davranmaktadır.

(ii) Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.

(iii) Firmalar, eş risk kategorileri itibariyle gruplandırılabilir. Her eş risk kategorisine giren firmanın iş riski, daha açık bir deyişle gelecek için beklenen gelirlerin elde edilememe olasılığı aynıdır.

(iv) Gelir üzerinden ödenen vergiler mevcut değildir (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır).

Bu varsayımlardan yola çıkan yazarlar şu önerilerde bulunuyorlar;²⁷

(i) Bir firmanın sermaye maliyeti ve piyasa değeri, onun sermaye yapısından tamamıyla bağımsızdır. Bir firmanın piyasa değeri, o firmanın sağlayacağı net nakit girişlerinin söz konusu firmanın girdiği risk grubuna uygun olarak tespit edilmiş iskontosuyla (iskonto oranı ile çarpımıyla) bulunacak bugünkü değeri olmaktadır.

(ii) Bir firmanın finansman bileşimini değiştirmesi, örneğin borçlanması, nedeniyle finansman riski arttığı zaman özsermaye maliyeti de artar. Çünkü borçlanma ile finansman riski artan bir firmanın ortakları, kendi gelirlerini artan finansman riskinden korumak için daha yüksek bir kâr payı beklemeye başlarlar. Borçlanma her ne kadar ucuz yabancı kaynak sayılıyorsa da, ortalama, sermaye maliyeti üzerine

²⁷ TÜRKO, Metin R.; s. 474.

olabilecek düşürücü etkisi, özsermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkar.

(iii) Yatırım kararının alınmasında kullanılacak iskonto oranı, yani yatırım kararları için öngörülen minimum kârlılık oranı, yatırımın finansman şeklinden tamamıyla bağımsızdır. Yani bir yatırım kararının geri çevrilmesine neden olan oran, o yatırımın hangi kaynaktan finanse edildiğine hiçbir surette bağlı değildir. Modigliani ve Miller'e göre bir yatırım projesi ne şekilde finanse edilirse edilsin, bunun yatırım karar üzerine etkisi olmaz, yatırım ve finansman kararları birbirinden bağımsız kararlardır.

Modigliani-Miller'in görüşünün geçerliliği, sermaye piyasasında arbitrajın yapılmasına dayanmaktadır. Daha açık olarak, tasarruf sahiplerinin portföylerinde bulunan hisse senetlerini satarak, yerlerine kendi açılarından daha avantajlı olanlarını satın alma imkanının varlığı, faaliyet geliri eşit, aynı risk sınıfına giren firmaların, piyasa değerlerinin birbirlerinden farklı olmasına engel olur.²⁸ Eğer, herhangi bir şirket, ucuz yabancı kaynakla sermaye yapısını değiştirerek daha yüksek bir piyasa değerine ulaşırsa, arbitraj nedeniyle ortaklar aynı risk sınıfındaki finansal riski daha az olan işletmenin pay senetlerine yatırım yapacaklardır.²⁹ Böylece, finansal riski az olan işletmenin, pay senetlerinin sermaye piyasasındaki fiyat artışı, diğer işletmenin pay senetleriyle dengeye gelecektir.

Modigliani-Miller'in sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkiler konusundaki görüşleri, dayarılan varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle eleştiriye uğramakta, özellikle sermaye piyasasında arbitrajın, anılan yazarların savunduğu şekilde

²⁸ ÖZDEMİR, Muharrem, "Finansal Yönetim" Türkmen Yayınları: no:142, İstanbul, 1999, s.322.

²⁹ CEYLAN, Ali; s.170.

gerçekleşmeyeceği ileri sürülmektedir³⁰. Modigliani-Miller'e karşı olan görüşün dayandığı kanıtlar şöyle özetlenebilir:³¹

(i) Bir firmanın iflâs etme olasılığının yüksekliği ve iflasın gerektireceği giderler ve değer kayıpları, birikim sahipleri arasında, yabancı kaynak oranı yüksek olan firmalara yatırım yapmanın çekiciliğini azaltmaktadır. Firmanın iflâsı halinde, firmanın varlıklarının gerçek değerlerinin çok altında paraya çevrilmesi olasılığı, iflâsın önemli bir maliyetini oluşturur. Ancak bir firmanın iflâs etmesi olasılığı, yabancı kaynak/öz sermaye oranının doğrusal bir fonksiyonu değildir. Bu olasılık ancak yabancı kaynak/öz sermaye oranı kritik olarak nitelendirilebilecek bir eşiği aştıktan sonra artar. İflâs sonucu uğranılacak olası kayıplarda artış bekleyişi, firmanın değeri ve sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yapar.

(ii) Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetinin bireyler için, büyük firmalara oranla daha yüksek olmasına yol açar. Yalnız bu olgu, finansal kaldıraç faktöründen yararlanan bir firmanın, finansal kaldıraçtan yararlanamayan ya da daha az yararlanan firmalardan daha yüksek bir değere sahip olmasına yol açabilir.

(iii) Sermaye piyasasında arbitrajı geri bıraktıran, sınırlayan kurumsal etmenler vardır. Sermaye piyasasına önemli ölçüde kaynak sağlayan kurumsal tasarrufları toplayan kuruluşlar, Modigliani-Miller'in öngördüğü gibi derhal arbitraj işlemine girişemezler. Bu tür kurumların portföyünde hareketsizliğe yol açan veya arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktiren nedenler vardır.

(iv) Sermaye piyasasında hisse senetlerini satın alma veya satma gibi işlemlerin bir maliyetinin oluşu, arbitrajı sınırlar. Arbitraj, ancak, sağlanacak fayda işlemin gerektireceği giderleri aştığı takdirde yapılabilir.

³⁰ AKGÜÇ, Öztin; s.498.

³¹ AKGÜÇ, Öztin; s.498-499.

Deneyisel çalışmalar ve bulgular sermaye yapısı, sermaye maliyeti ile firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkiler, yatırım ve finansman kararları arasındaki etkileşim konularında hangi görüş ve yaklaşımın daha geçerli olduğu hususunu henüz kanıtlamamakla beraber, geleneksel görüş daha çok taraftar toplamıştır.³²

1.3.5. Günümüzde Geçerli Olan Yaklaşım

Modigliani ve Miller'in kurduğu "ütopik dünyayı", vergi, iflas maliyetleri, temsilci maliyetleri, ve bilgi farklılığı etmenlerine dayanarak "gerçeğe" yaklaştırmayı amaçlayan dört farklı yaklaşım doğmuştur.³³ Çalışmanın bu bölümünde bu dört farklı yaklaşım ele alınacaktır.

1.3.5.1. Vergi Yaklaşımı

Modigliani ve Miller yapmış oldukları analizlerde yalnızca kurumlar vergisini dikkate almışlardır. Melton Miller³⁴ ise kurumlar vergisi ve gelir vergisini birlikte ele alarak modelini oluşturmuştur. Melton Miller'in ilk olarak 1977 yılında savunduğu vergi yaklaşımına göre; borçlanmadan kaynaklanan faiz ödemelerinin kurumlar vergisinden muaf olması, diğer taraftan kar payı ödemelerinin bu muafiyet avantajını sağlamaması firmaların borçlanmayı tercih etmelerinin nedenidir.

Borcun sağladığı bu vergi tasarrufu literatürde "vergi kalkanı" olarak adlandırılır.³⁵ Borcun faizinin vergi tasarrufu değerli bir özelliktir. Özellikle vergi yaklaşımı konusunda 1980'den sonra yapılan çalışmalar; faiz

³² TÜRKO, Metin R.; s.476.

³³ DURUKAN, Mübeccel, Banu; "İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması", Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İzmir, 1997, s.32.

³⁴ MİLLER, Merton, H.; "Dept and Taxes", The Journal of Finance, XXXII, Vol:2, Mayıs 1977, s.261-273.

³⁵ DURUKAN, Banu M.; "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma, 1990 – 1995", İMKB Dergisi, Cilt:1, No:3, Temmuz – Eylül 1997, s.77.

gelirlerinin hem firma hem de kişisel düzeyde vergilendirilebileceğini ve bu durumun firmanın sermaye yapısının saptanmasında önemli rol oynayacağını savunmuşlardır. Buradan hareketle, işletmeye verilen borçtan sağlanan faiz getirisi yatırımcıya hisse senedinin sağladığı vergi sonrası gelirden daha fazla gelir getiriyorsa, bu durumun işletmelerin borçlanma düzeylerini arttırıcı bir rolü olacağını öne sürmüşlerdir.³⁶

Firmalar faizin vergi tasarrufunun yanı sıra yatırım indirimleri ve amortisman gibi borç dışı vergi kalkınlarına da sahiptirler. Ancak firmaların borç dışı vergi kalkınının yüksek olması durumunda borcun sağladığı vergi tasarrufu önemini yitirmektedir.

1.3.5.2. Finansal Sıkıntı Yaklaşımı

Finans literatüründe iflas maliyetleri yaklaşımı olarak da adlandırılmaktadır. İflas riski, sabit ve zorunlu faiz ödemelerini gerektiren borçların adi ortaklara düşen gelirden meydana getireceği dalgalanmayı ve firmanın borçlarına ilişkin yükümlülüklerini karşılayamaması halinde ortakların yatırımlarının bir kısmını ya da tümünü kaybetmeleri olasılığını ifade eder.³⁷ “Finansal sıkıntı, kredi açanlara verilen sözler yerine getirilmediği veya ödemede güçlüklerle karşılaşıldığı zaman ortaya çıkar. İşletmenin finansal riskinin yükselmesi, firmayla iş ilişkisi içinde olan diğer işletmeleri de etkileyecek, bu işletmeler firmayla olan kredili işlemlerini mümkün olduğunca azaltma yönünde bir eğilime gireceklerdir.”³⁸ Örneğin, bir firma faiz ödemelerini karşılamak için verimli ekipmanlarını satmak zorunda ise firma finansal zorluk içindedir.³⁹

³⁶ DURUKAN, Mübeccel, Banu; s.32.

³⁷ YENER, Ahmet, Levent; s.29.

³⁸ AKSÖYEK, İsmet; s.78

³⁹ KOLB, Robert W.; RODRIGUEZ, Ricardo J.; Çeviren: KARACAN, Ali, İhsan; “Finansal Yönetim”, SPK Yayınları, Yayın no:35, Ankara, Temmuz 1996, s.258.

Finansal sıkıntı bazen iflasla sonuçlanır. Bazen de sadece tehlikede olmak anlamına gelir.⁴⁰ Finansal sıkıntı, iflas veya tasfiye süresince maruz kalınan mahkeme ve avukatlık ücretleri gibi direkt (dolaysız) maliyetleri kapsar, dolaylı (indirekt) maliyetler resmi iflas veya tasfiyeden önce maruz kalınan maliyetlerdir.⁴¹ Yöneticilerin finansal riskin yan etkileri üzerinde harcadıkları zaman ve enerjiden ziyade işlerini yapmaları gibi daha düşük satışlar ve daha büyük işlemler ve finansal masraflar dolaylı maliyetlere dahil edilebilir. Finansal sıkıntı ancak firmanın borcunun olması durumunda söz konusu olabilir.⁴²

Finansal sıkıntı yaşayan firmaların borç maliyetlerinin yükselmesi; firmaların kısa ve uzun vadeli likiditeleri açısından çeşitli güçlükler yaşamasına neden olur. Yatırımcıların borçlu firmaların her zaman finansal sıkıntıyla karşılaşabileceklerini bilmelerinin yarattığı endişe; borçlu firmaların menkul kıymetlerinin piyasa değerine yansır.

1.3.5.3. Temsilci Maliyetleri Yaklaşımı

Jencen Meckling (1976) makalelerinde iflas maliyetleri ile temsilcilik maliyetlerini birleştirmişlerdir. Black Scholes (1973) ise Avrupalı tüm kaldıraçlı firmalar için geri alış opsiyonu olan hissedarların örnek fiyatlarda eşit borç değerinde göründüklerini savunmuştur.⁴³

⁴⁰ BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J.; “İşletme Finansının Temelleri”, Çevirenler: BOZKURT, Ünal, ARIKAN, Türkan, DOĞUKANLI, Hatice, üçüncü basım, İstanbul, Ekim 2001, s.417.

⁴¹ SHAPIRO, C., Alan; “Multinational Finansal Management” University of Southern California, 1998, s.409.

⁴² ERCAN, Metin, Kamil; BAN, Ünsal; “Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim” Gazi Kitabevi, Ankara, Ocak 2005, s.238.

⁴³ BARNEA, Amir; HAUGEN, Robert A.; SENBET, Lemma; “An Equilibrium Analysis of Debt Financing Under Costly Tax Arbitrage and Agency Problems”, The Journal of Finance, Vol: XXXVI, No:3, Haziran 1981, s.574.

Modern bir şirket, yönetim, çalışanlar, hissedarlar ve tahvil sahipleri gibi çeşitli oyuncuların katıldığı bir takım çalışmasıdır.⁴⁴ Temsilci maliyetler firmanın yöneticileri ile hissedarları, hissedarları ile kredi verenleri arasındaki zıt yönlü kazanç beklentilerinden doğmaktadır.⁴⁵ “Yöneticiler, firmanın sabit yükümlülüklerini yerine getirmek ve firma ortaklarının varlıklarını maksimize etmek amacıyla kiralınmış kimselerdir. Ancak, yöneticiler kendi refahlarını ve çıkarlarını da düşünürler.”⁴⁶ Yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri hissedarların refahını arttıracak sonuçlar doğurmayabilir. “Sonuçta, yöneticiler firma değerini maksimuma çıkarmak yerine kendi başına buyruk hareket edebilirler. Bu verimsizlik firmanın sahip olduğu mal varlığının kısmi kaybına neden olur.”⁴⁷

“Çok yüksek bir borç finansmanı olan firma Jensen ve Mecking⁴⁸ (1976) ve Myers⁴⁹ (1977) tarafından analiz edildiği üzere sarkan borç nedeniyle iyi yatırım fırsatlarından feragat edebilir. Burada sorun şudur, riskli borç dan hissedarlar ile borç sahipleri gelecek yatırım dönüşlerinde herhangi bir karlılığı paylaşabilirler. Böylece net gelirin bir kısmı elden çıkar. Gelirin bu dönüşümü hissedarların iyi yatırım fırsatlarını geri çekmesine neden olur.”⁵⁰

1.3.5.4. Bilgi Farklılığı Yaklaşımı

Bilgi farklılığı yaklaşımı; firma yöneticileri ile firma dışı çıkar gruplarının firmayla ilgili sahip oldukları bilgilerin farklılığından yola çıkmaktadır. “İşletme

⁴⁴ BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J.; Çevirenler: BOZKURT, Ünal; ARIKAN, Türkan; DOĞUKANLI, Hatice; s.716.

⁴⁵ ERCAN, Metin, Kamil; “Yöneticiler için Finansal Yönetim”, MPM, Ankara, 1994, s.50.

⁴⁶ ÜRETE, Aykan; ERCAN, Metin, Kamil; “Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000, s.42

⁴⁷ HARRIS Milton; RAVIV Arthur; “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance 46, Mart 1991, s.300.

⁴⁸ JENSEN, Michael, MECKLING, William; “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics 3, 1976, s. 305-360.

⁴⁹ MYERS, Stewart; “The Determinants of Corporate Borrowing”, Journal of Financial Economics 5, 1977, s. 147-175.

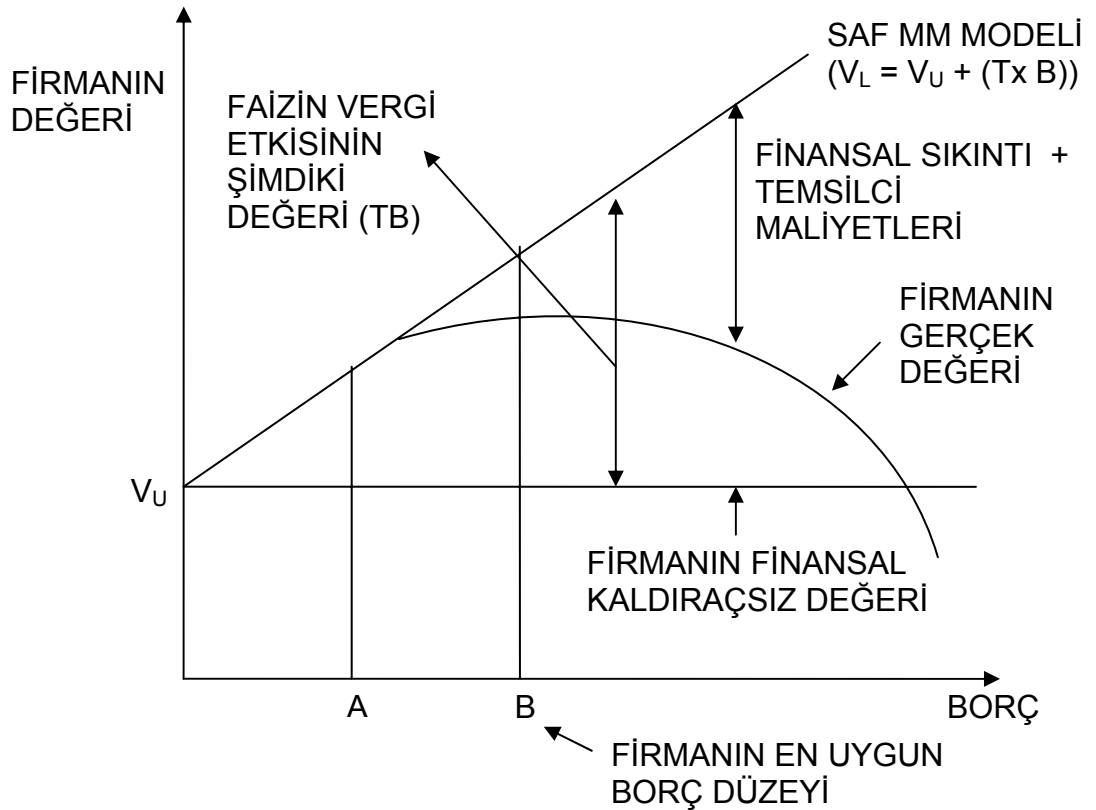
⁵⁰ BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varoluj; DEMIRGUC – KUNT, Aslı; MAKSIMOVIC, Vojislav; “Capital Structures in Developing Countries” The Journal of Finance, Vol:I,IV, No:1 February, 2001, s.100.

dışı çıkar grupları işletmenin verdiği sermaye yapısı kararlarına göre (borçlanma veya hisse senedi ihraç etme), işletme ile ilgili çıkarımlarda bulunarak kendileri ile işletme yöneticileri arasındaki bilgi farklılığı düzeyini indirgemeye çalışırlar.

Sermaye yapısının değişmesi ile yatırımcıların beklentileri de değişir. Bu nedenle, işletme yöneticileri, sermaye yapısını değiştirerek üçüncü şahıslara işletmenin geleceği ile ilgili mesajlar gönderirler.”⁵¹

Günümüzde geçerli olan sermaye yapısı-firma değeri ilişkisini açıklayan son durum Modigliani-Miller Modelinin Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri (Finansal Distress ve Agency Maliyetleri) ile bütünleşmiş halidir.⁵²

Grafik 4: Modigliani-Miller Modelinin Finansal Sıkıntı ve Temsil Maliyetleri İle Birleşmesi



⁵¹ DURUKAN, Mübeccel, Banu; s.35.

⁵² ERCAN, Metin, Kamil; “Yöneticiler için Finansal Yönetim”, MPM, Ankara, 1994, s.45.

$$V_L = V_U + (T \times B) - \left(\begin{array}{c} \text{Sıkıntı} \\ \text{Maliyetlerinin} \\ \text{Şimdiki Değeri} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Temsil} \\ \text{Maliyetlerinin} \\ \text{Şimdiki Değeri} \end{array} \right)$$

V_L = Borcun kaldıraç etkisinden yararlanan firma değeri

V_U = Kaldıraç etkisiz firma değeri

B = Firmaların borçları

T = Vergi oranı

1.4. Sermaye Yapısı Teorisi ve İlgili Alan Çalışmaları

Sermaye yapısı modern teorisi 1958 yılında Modigliani ve Miller'in yazdıkları makaleyle başlamaktadır. Modigliani ve Miller sermaye yapısının hangi durumlar altında anlamsız olduğunu gösteren teorilerin yönünü belirtmiştir.⁵³ Bundan sonra bir çok ekonomist onların çizdikleri yolu izlemişlerdir.

Firmaların sermaye yapılarını nasıl seçtikleri, neden bazı firmaların diğerlerinden daha fazla borçlandıkları, neden bazı firmaların kısa vadeli borçlanırken diğerlerinin uzun vadeli araçlarla borçlandıkları, optimal borç – özsermaye yapısının ne olması gerektiği vb. sorular birçok araştırmacı tarafından açıklanmaya çalışılmıştır.⁵⁴

Modigliani ve Miller (MM) (1958) modellerine kusursuz piyasaların bir varsayımı ile işe başladılar. MM şirket vergilerini bu basit modellerine ekleyerek bu eksikliğin şirketin sermaye yapısı kararını nasıl etkileyeceğini örneklerle açıklar.⁵⁵ MM varsayımları finansal risk maliyetlerinin daha ileride

⁵³ HARRIS Milton; RAVIV Arthur; s.297.

⁵⁴ ACARAVCI, Songül, Kakilli; DOĞUKANLI, Hatice; “Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Aralık 2004, s.44.

⁵⁵ SHAPIRO,C., Alan; “Multinational Finansal Management”, Univercity of Sourther California, 1998, s.408.

hafiflemesine olarak verir. Modigliani ve Miller yaptıkları çalışmada ayrıca etkin piyasa koşullarında ve vergisiz bir ortamda, sermaye yapısının sermaye maliyetini etkilemediğini bu nedenle; firmaların seçeceği finansman politikalarının firma değerini etkilemeyeceği görüşündedirler.

David Durand⁵⁶ (1952) net gelir yaklaşımını geliştirilmiştir. Bu yaklaşım; bir firmanın değerlendirilmesinde, değerinin saptanmasına kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşımdır.

Ravid (1988) yaptığı çalışmada sermaye yapısı ile mal piyasası arasındaki birbirlerini etkileyen ilişkiyi ortaya koymuştur.

Sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler üzerine yapılan çalışmalar genellikle gelişmiş ülkeleri kapsamaktadır. Rajan ve Zingales⁵⁷ 1995 yılında yapmış oldukları çalışmada G-7 ülkeleri olarak bilinen ABD, Japonya, Kanada, İngiltere, Fransa, İtalya, Almanya gibi sanayileşmiş ülkelerdeki kamu firmalarının finansman kararlarına etki eden faktörleri ve ABD firmaların sermaye yapısıyla benzer yanlarını incelemişlerdir. “G-7 ülkeleri arasındaki sermaye yapılarını analiz etmek amacıyla dört belirleyici bağımsız değişken kullanmışlardır. Bu değişkenler; maddi duran varlıklar, piyasa - hesap oranı, satışların logaritması, ve karlılık ölçüsüdür.”⁵⁸

“Chen, Lensink ve Sterken (1998) Hollanda firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörler üzerinde çalışmışlardır. Bevan ve Danbolt (2001), 1991- 1997 yılları arası, 1054 İngiliz şirketinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir.”⁵⁹ Graham ve Harvey (2001) işlem

⁵⁶ DURAND, David; “The Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”, Conference On Research On Business Finance, New York National Bureau of Economic Research, 1952, s.215-220.

⁵⁷ RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi; “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, The Journal of Finance vol:I, No:5 December, 1995, s.1421-1460.

⁵⁸ BOOTH, Laurence, AIVAZIAN, Varoluj, DEMIRGUC – KUNT, Aslı, MAKSIMOVIC, Vojislav; s.88.

⁵⁹ ACARAVCI, Songül, Kakilli; DOĞUKANLI, Hatice; s.45.

maliyetleri, düşük yatırım maliyetleri, mal varlığı ikamesi, çalışanlarla pazarlık, serbest nakit dolaşımı değerlendirmeleri, ve ürün piyasası gibi sermaye yapısı seçimini etkileyen faktörleri işaret eden karışık veya az bir kanıt buldular.⁶⁰ Bu araştırmacılar dışında; Myers⁶¹ (1977), Ferri ve Jones⁶² (1979), Bradley, Jarrel ve Kim⁶³ (1984), Taggart⁶⁴ (1984), Pozdena⁶⁵ (1987), Titman ve Wessels⁶⁶ (1988), Joshi (1992), Mohamad⁶⁷ (1995), Saa Requejo⁶⁸ (1996) sermaye yapısını etkileyen faktörleri ampirik olarak incelemişlerdir.

Booth (2001) farklı kurumsal yapılar barındıran gelişmekte olan 10 ülkedeki şirketlerin sermaye yapısı seçimlerini analiz etmişlerdir ve aynı gelişmiş ülkelerde olduğu gibi bu seçimleri bazı değişkenlerin etkilediklerini kanıtlamışlardır. Mayer'ın (1990) yaygın olan görüşüne göre, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal kararlar bir biçimde farklı gözükmetedir. "Mayer "Anglo - Sakson" sermaye piyasaları modeline dayalı finansal sistemle "Kıtalararası-Alman-Japon" bankacılık modeline dayalı finansal sistemini ayırt etmek için kaynak veri toplam akışını kullanmıştır. Ancak, Mayer'in verileri bireysel firmalardan değil de kaynak veri toplam akışından geldiği için, bu yaklaşımda bir problem teşkil eder. Özel, kamu ve yabancı mülkiyet yapıları arasındaki farklılıklar böyle bir veri üzerinde derin bir etkiye sahiptirler, fakat

⁶⁰ GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field", The Journal of Financial Economics 60, 2001, s.239.

⁶¹ MYERS, Stewart; "The Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, Vol:5, 1977, s.147-175.

⁶² FERRI, Michael, G.; JONES, Wesley, H.; "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach", The Journal of Finance, Vol:34, No:3, 1979, s.631-644.

⁶³ BRADLEY, Michael; JARRELL, Gregg, A.; KIM, E. Han; "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", The Journal of Finance, Vol:39, No:3, 1984, s.857-880

⁶⁴ TAGGART, Robert, A.; "Taxes and Corporate Capital Structure in an Incomplete Market", The Journal of Finance, Vol:35, No:3, 1984, s.645-659.

⁶⁵ POZDENA, Randall, Johnston; "Tax Policy and Corporate Capital Structure", Economic Review, 1987, s.37-51.

⁶⁶ TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto; "The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, Vol:43, No:1, 1988, s.1-19.

⁶⁷ MOHAMAD, H.; "Capital Structure in Large Malaysian Companies", Management International Review, Vol:56, 1995, s.333-341.

⁶⁸ SAA – REQUEJO, Jesus; "Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience", Journal of Financial Management, Vol:25, 1996, No:3, s.44-56.

bu farklılıklar kar amaçlı firmaların bireysel finans kararlarını nasıl oluşturduğu konusunda bize çok az şey anlatabilir.”⁶⁹

Son 20 yıl içerisinde yapılan araştırmaların önemli kısmı temsilci (acenta) maliyeti olarak belirlenen sermaye yapısını modellerini oluşturmaya yöneliktir. Fama ve Miller (1972), Jensen ve Mackling (1976) yaptıkları çalışmalarda iki çeşit çatışmaya değinmişlerdir⁷⁰. Öncelikle hisse senedi sahipleri ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını ortaya koymuşlardır. Bunun yanında Jensen (1986) yaptığı bir diğer çalışmada; firmanın nakdi ödemelerinin, yöneticilerin şahsi işlerini yürütme amaçlı serbest nakit bulundurmalarını azalttığını savunmuştur. Buradan hareketle yönetici ve hisse senedi sahipleri arasındaki çatışmalarını hafifletmek işletmelerin borç finansmanına yarar getireceğini savunmuştur. Jensen 1989 yılında yaptığı başka bir çalışmada ise finansal başarısızlık durumunda firmaların sermaye yapısı kararlarını incelemiştir. Jensen yüksek kaldıraç oranı olan firmaların firma değerinde düşüklük görülmesi durumunda daha hızlı tavır aldıklarını ifade etmektedir.⁷¹

Doukas ve Pantzalis (2003), uluslararası firmaların yurtiçi firmalara göre daha düşük uzun vadeli borç ancak daha yüksek kısa vadeli borç kullanımını, uluslararası firmaların kendi aralarında oluşturabilecekleri iç kaynaklı sermaye kullanımına, uluslar arası firmaların kendi aralarında oluşturabilecekleri iç kaynaklı sermaye kullanımına ve bölgesel çeşitlendirmenin yaratacağı temsilcilik maliyetlerindeki yüksekliğe bağlamaktadırlar.⁷²

⁶⁹ BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varoluj; DEMIRGUC – KUNT, Aslı; MAKSIMOVIC, Vojislav; s.89.

⁷⁰ HARRIS Milton; RAVIV Arthur; “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance 46, Mart 1991, s.297.

⁷¹ YÜCEL, Tülay; “Finansal Başarısızlık Durumunda Sermaye Yapısı ve Firmaların Aldıkları Tavırlar”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:16, Sayı:184, Temmuz 2001, s.85.

⁷² GÖNENÇ, Halit; ARSLAN, Özgür; “Türk Reel sektör Firmalarının Sermaye Yapısına Dayalı Rekabet Gücü: Yurtiçi ve Uluslararası Firmalar için Karşılaştırmalı bir Analiz”, VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler, Ekim 2003, s.297.

1.5. Optimal Sermaye Yapısı

Optimal sermaye yapısı, risk ve kar arasında denge kuran ve böylelikle hisselerin fiyatını maksimize eden ve aynı zamanda sermayenin maliyetini minimize eden sermaye yapısıdır.⁷³ Çeşitli finansman yöntemleri ile sağlanan kaynakların reel marjinal maliyetlerinin birbirine eşit olduğu noktada işletme optimal sermaye yapısına kavuşmuş olmaktadır.⁷⁴ Optimal sermaye yapısı, işletmenin toplam piyasa değerinin en yüksek ve ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu sermaye yapısıdır.⁷⁵

“Finansman kaynakları, yabancı kaynak ve öz sermaye olarak iki büyük gruba ayrılarak analiz edildiğinde, firma optimal sermaye yapısına ulaşıncaya kadar yabancı kaynakların reel maliyeti, öz sermaye ile finansmanın reel maliyetine kıyasla daha düşüktür. Optimal sermaye yapısına ulaşıldığında, yabancı kaynaklarla öz sermaye ile finansmanın reel maliyetleri birbirine eşittir. Firma optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borçlanmayı sürdürürse, bu noktadan itibaren borçlanmanın reel marjinal maliyeti, öz sermayenin reel marjinal maliyetini aşacağından, firmanın ortalama sermaye maliyeti yükselecektir.”⁷⁶

Teoride her işletme, kendisi için optimal sermaye yapısını aramalı ve yatırım projelerini bu optimal yapıyı bozmayacak şekilde finanse etmelidir. Bir işletme için optimal sermaye yapısına kavuşmak sermaye maliyetini en düşük düzeye indirmek anlamında kullanılmaktadır. Gerek finans kuramcıları gerekse finans yöneticileri arasında, borçlanma politikasının belirli yönleri konusunda görüş ayrılıkları olmakla birlikte; bir işletmenin optimal sermaye yapısını araması gerektiği konusunda tam bir

⁷³BRIGHAM, Eugene, F.; “Finansal Yönetimin Temelleri”, Çevirenler: AKMUT, Özdemir; SARIASLAN, Halil; Ankara Üniversitesi Yayınları, Yayın No:213, 1999, s.216.

⁷⁴ BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR Mehmet; s.69.

⁷⁵ CEYLAN, Ali; s.171.

⁷⁶ AKGÜÇ, Öztin; s.500.

görüş birliği bulunmaktadır. Temel sorun, finans yöneticilerinin kendi firmaları için optimal sermaye yapısını nasıl saptayacağıdır.

“Tam bir optimal sermaye yapısının bulunmadığı ancak, belli bir aralıkta işletmelerin sermaye maliyetlerini minimize ederken işletmenin değerini maksimize edebilecekleri kabul edilmektedir. Ancak optimal sermaye yapısı, yani optimum borç / özsermaye oranı için kesin bir formül yoktur.”⁷⁷ İşletmeler optimal sermaye yapısına ulaşıncaya kadar borçla finanse edilmelidir.⁷⁸ Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermayenin kıt ve buna bağlı olarak maliyetinin yüksek olması, firmaları genel olarak borç – özsermaye oranı açısından özel olarak borcun vade yapısı açısından optimal sermaye bileşiminden uzaklaştırmaktadır.⁷⁹

Bir firmanın optimal sermayesinin sağlanması amacıyla kullanabileceği yöntemlere ihtiyacı vardır. Her firmanın durumunun değişik olması nedeniyle, bu yöntemlere verilen önem derecesi de firmadan firmaya ve endüstriler itibarıyla değişebilmektedir.⁸⁰ “Finansal yöneticinin amacı, faiz vergisi kalkanlarındaki değer yükselişinin finansal risk maliyetindeki değer düşüşüyle dengeleyen borç seviyesini belirlemektir. Bu optimal sermaye yapısını belirlemek gelecek tahmini finansal risk maliyetlerinin direkt olarak gözlemlenebilir olmayışı nedeniyle zordur.”⁸¹ Finans yöneticisinin, finansmana ilişkin kararlar alırken uygulayabileceği başlıca yöntemler;

- Hisse Başı Gelir – Faiz ve Vergi Öncesi Kar Analizi ve
- Para Akışı Analizi’dir.

⁷⁷ BAYAR, Doğan, AYDIN, Nurhan, BAŞAR Mehmet; s.69.

⁷⁸ CEYLAN, Ali; s.171.

⁷⁹ DAĞLI, Hüseyin; “Türkiye’de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler”, Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:12, Sayı:1-2, Mayıs 1998, s.115.

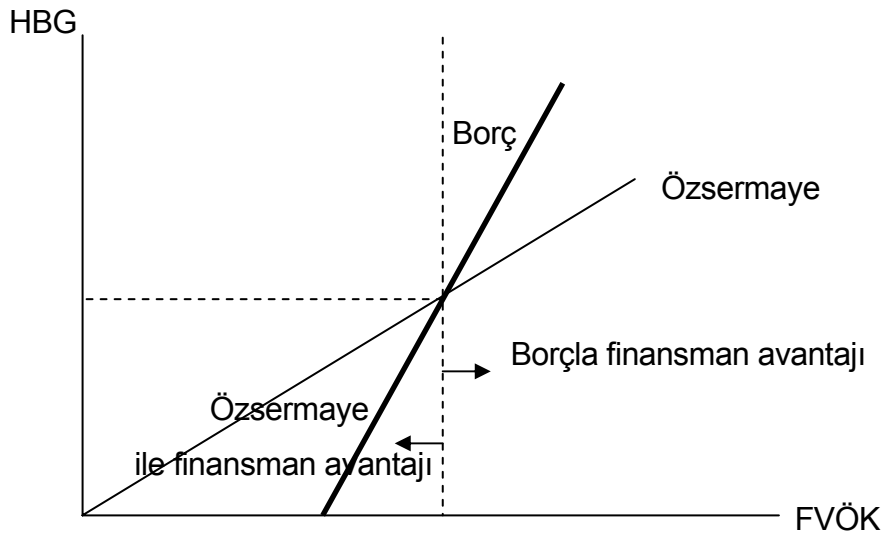
⁸⁰ ÇAĞIL, Gülcan; “Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001,s.57.

⁸¹ SHAPIRO,C., Alan; “Multinational Finansal Management”, Univercity of Sourther California, 1998, s.

1.5.1.1. Hisse Başı Gelir – Faiz ve Vergi Öncesi Kar Analizi

Sermaye yapısı kararının etkilerini değerlendirmenin bir yolu farklı finansman kombinasyonlarının işletmenin hisse başı geliri üzerindeki etkisinin incelenmesidir.⁸² Borç kullanımı hisse başına gelir üzerinde değişikliklere sebep olacaktır. Tüm kararlarda olduğu gibi hisse senedi fiyatını maksimize eden bir sermaye yapısı tercih edilmelidir. EPS (Earnings Pershare) ve EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) analizi olarak da adlandırılmaktadır.

Grafik 5: Hisse Başı Gelir – Faiz ve Vergi Öncesi Kar Analizi



Grafik 5’de; hangi faiz ve vergi öncesi karlarda hisse senedi çıkarma ve hangi düzeyde tahvil ihraç etme kararı vereceği görülmektedir. Kesişim noktası ise iki alternatif altında aynı hisse başı geliri sağlayan faiz ve vergi öncesi gelirdir.

⁸² BAYAR, Doğan; s.69.

Pay başına gelir açısından, pay senedi ihracı veya borçlanma yoluyla finansmandan hangisinin tercih edilmesi gerektiği, borçlanmanın hangi FVÖK düzeyinden sonra yararlı olduğu aşağıdaki formülle hesaplanabilir.⁸³

$$\frac{(1 - t)(X - F_1)}{S_1} = \frac{(1 - t)(X - F_2)}{S_2}$$

Burada;

t= Kurumlar vergisi oranını

X= Başabaş noktasında faiz ve vergiden önceki karı,

F₁= Tahvil çıkarılması durumunda ödenecek faiz tutarını,

F₂= Pay senedi çıkarılması durumunda ödenecek faiz tutarını

S₁= Tahvil çıkarma alternatifinde işletmenin elinde bulunan pay senedi sayısını

S₂= Pay senedi çıkarma alternatifinde işletmenin elinde bulunan pay senedi sayısını göstermektedir.

X değeri bulunduktan sonra, FVÖK'le karşılaştırılır. Eğer, işletmenin faiz ve vergiden önceki karı X değerinden küçük ise, ek finansman gereksinimini pay senedi çıkararak giderilmelidir⁸⁴. Buna karşılık, işletmenin FVÖK'ı X değerinden büyükse, o zaman pay başına gelirin artması açısından tahvil çıkararak ek finansman gereksinimini karşılamak daha uygun olur.⁸⁵

İşletme borçlanma yoluyla tahvil ihracıyla finansman kaynağı yaratma yoluna gittiğinde, piyasanın bu artan borç oranına tepkisi önemlidir. Çünkü borç arttığında işletme riski de artacaktır. Bu nedenle yöneticiler işletmenin piyasa değerindeki değişimi de göz önüne almalıdırlar. Her sermaye yapısının riski finansal başabaş noktası ve

⁸³ VAN HORNE, James, C.; “Finansal Yönetim ve Politikaları”, Çevirenler: TEKOK, Osman, YENER, Demir, BEKÇİOĞLU, Selim, KEŞÇİ, Güngör, Ankara, 1978, s.260-261.

⁸⁴ CEYLAN, Ali; s.175.

⁸⁵ CEYLAN, Ali; s.175.

sermaye yapısı çizgisinin eğiminde yansıyan kaldıraç derecesi ile değerlendirilebilir.⁸⁶ Sermaye yapısı çizgisi dikleştikçe ve finansal başabaş noktası yükseldikçe finansal risk artacaktır.

1.5.1.2. Para Akışı Analizi

Bir firmanın borçlarının tutarı arttıkça ve bu borçlarının süreleri kısaldıkça firmaların karşılaştıkları sabit yükleri artar. Bu sabit yükler, borçların faiz ve anapara taksitlerinden, firma finansal kiralama yoluyla finansman sağlamışsa kira bedellerinden, imtiyazlı hisse senedi çıkartmışsa, imtiyazlı hisse senetlerine öncelikle ödenecek kâr paylarından oluşur.⁸⁷ Firmaların sabit yüklerini karşılamaya yeterli nakitlerinin olmaması durumunda firmalar mali açıdan güç duruma düşmeleri kaçınılmazdır.

Firmanın gelecekte sağlayacağı para girişlerinde artış bekleniyorsa ve para girişlerinde dalgalanma olasılığı az ise, söz konusu firmanın borçlanma kapasitesi, diğer koşullar aynı kalmak üzere, daha fazladır.⁸⁸ Para girişleri istikrarlı ve gelecekte devamlı artış göstermesi beklenen firmalar daha fazla borçlanma yoluna gidebilirler.

Para akışı analizinde, bir firmanın borçlanma kapasitesi, ilgili firma yönetiminin kabul edebileceği bir emniyet marjı içinde, borçlanmanın getireceği sabit yüklerin, firmanın sağlayacağı para akışı ile karşılanıp karşılanmamasına göre saptanmaktadır.⁸⁹

⁸⁶ BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR, Mehmet; s.74.

⁸⁷ AKGÜÇ, Öztin; s.518.

⁸⁸ AKGÜÇ, Öztin; s.518.

⁸⁹ AKGÜÇ, Öztin; s.518.

1.6. Sermaye Yapısı Unsurları

İşletmelerin kurulabilmesi ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri için çeşitli varlıklarının bulunması gerekir. Bu varlıkların elde edilmesi ise fon ihtiyacını doğurur. Bu fonları işletmeler çeşitli kaynaklardan temin edebilirler. İşletmelerin fon temin kaynakları genel olarak özkaynaklar ve yabancı kaynaklar şeklinde sınıflandırılır.

1.6.1. Özkaynaklar

Özkaynaklar işletmenin toplam net varlıkları ile borçları arasındaki farktır.⁹⁰ Özkaynaklar; firmaların gerek yatırım gerekse işletme dönemlerinde firma sahip ve ortaklarının kendi varlıklarından çıkarıp firmaya koymuş olduğu kaynaklarla, firmanın faaliyeti sonucu oluşmuş ve firmada bırakılmış karların toplamından oluşmaktadır.⁹¹ Öz varlık ve özsermaye terimleriyle de adlandırılabilir.

Firma, kuruluşundan sonra, yasal şekline göre yeni ortaklar olarak veya pay senedi çıkarma yoluyla öz sermayesini arttırabileceği gibi, elde edilmiş karları, faaliyetin finansmanında kullanarak (oto-finance yoluyla) da özsermayesini güçlendirebilir.⁹²

Firmalar için öz kaynaklar temel finansman kaynaklarıdır. Özsermaye tabanına dayanmadan sürekli olarak borçlanarak hiçbir firma kaynak sağlayamaz. Hiçbir firma, tamamen yabancı kaynaklarla kurulup faaliyetlerini devam ettiremez.⁹³

⁹⁰ BEKTÖRE, Sabri; BENLİGİRAY, Yılmaz; ERDOĞAN, Nurten; “Tek Düzen Hesap Planına Göre Envanter ve Bilanço”, Birlik Ofset, Eskişehir, 1999, s.199.

⁹¹ TECER, Meral; “İşletmelerde Sermaye Maliyeti”, Ankara, 1980, s.31.

⁹² AKGÜÇ, Öztin; s.753.

⁹³ AKIN, Emine, Ebru; “Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti ile Firma Değeri İlişkisi ve İMKB Uygulaması” Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2003, s.7.

Myers 1984 yılındaki yaptığı çalışmada finansman hiyerarşisi modelini ortaya atmıştır. Finansman hiyerarşisi (gagalama sırası – pecking order) modeline göre; firmaların uygulayabilecekleri uzun dönemli finansman tercihlerinde birinci sırada firmada yaratılan kaynaklar yer alır. “Dış kaynaklarla finansman gerektiğinde, borç finansmanı karlı yatırımların gerçekleştirilebilmesine daha fazla olanak verdiği için özsermaye finansmanından önce tercih edilir ve firma aşırı risk taşımayan tahvil ihracına yönelir. Düşük riskli borç kullanımını daha riskli tahvil ihracı ve melez menkul kıymetlerin ihracı izler. Firma en son çare olarak hisse senedi ihracına yönelir.”⁹⁴

1.6.1.1. Hisse Senetleri

Hisse senedi, anonim ortaklıklar ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda payları temsil ve ifade eden bir finansal varlıktır.⁹⁵ Hisse senedi ihraç eden firmalar, kar payı gibi zorunlu olmayan ödemelere katlanmak zorundadırlar. Hisse senedi ihracı firmaların sabit giderlerinde artış yaratmadığı için risk faktörünü arttırmaz. Ancak firmalar açısından yönetimin paylaşılması, kaldıraçtan yararlanmanın azalması ve diğer finansal kaynaklara göre maliyetinin yüksek olması gibi sakıncaları vardır.

Hisse senedi ihracı ile özkaynak sağlanması şekilleri;

(i) Hisse senetlerinin piyasa fiyatıyla arz edilmesi: Bir hisse senedinin piyasa fiyatının, nominal değerinden fazla olması durumunda, ortaklık için daha az senet ihraç ederek daha fazla fon

⁹⁴ AKKUM, Tülin; “Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde uygulayabilecekleri Finansman hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2003, s.532–533.

⁹⁵ SARIKAMIŞ, Cevat; “Sermaye Pazarları”, Alfa yayınları, Gözden geçirilmiş 4. basım, İstanbul, Kasım 2000, s.31.

sağlama imkanı doğmaktadır.⁹⁶ Firmaya daha az senet ihraç edebilecektir. Sermaye artırımından dolayı meydana gelen hisse başına gelir üzerindeki etki daha az olacaktır.

(ii) Ortakların Rüçhan Hakları Saklı Tutularak Hisse Senedi İhracı: Hisse senetlerinin piyasa fiyatının altında bir fiyatla satılması şeklindedir. Ortakların rüçhan hakkına bir sınırlama getirmediği için ortakların tepkilerini azaltacaktır. Buda sermaye artırımının istenilen düzeyde yapılmasını sağlar.

(iii) Ortakların Hakları Sınırlanarak Hisse Senedi İhracı: Ortakların rüçhan haklarının sınırlandırılması söz konusudur. Firmanın ortak yapısının, hedef olarak alınan ortak yapısından farklı olduğu durumlarda, bu yapıyı değiştirmek için kullanılan bir yöntemdir.

Bu yöntemlerin dışında risk sermayesi sağlanması, kar payı dağıtımı için pay senetleri ihraç edilmesi, oydan yoksun hisse senedi ihraç edilmesi, katılma intifa senetleri ihraç edilmesi yolları da hisse senedi ihracıyla özkaynak sağlanması yollarıdır.

1.6.1.2. Oto Finansman Kaynakları

Elde edilen karların ortaklara dağıtılması yerine işletme bünyesi içinde tutulması ve yeni yatırımlar için fon olarak kullanılması oto finansman olarak adlandırılır.⁹⁷ Başka bir anlatımla oto finansman firmaların kendi bünyesindeki kaynaklarla dışardan kaynak almaksızın sermaye yaratmasıdır. Bir şirketin oto finansman miktarı belirli bir dönemde o şirkette sağlanan nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki fark ya da ortaklara dağıtılmayan kar olarak tanımlanabilir.⁹⁸

⁹⁶ YENİCE, Sedat; “Sermaye Yapısının Firmanın Verimliliği İle Cari Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB’de Test Edilmesi”, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2001, s.51

⁹⁷ BOLAK, Mehmet; s.242.

⁹⁸ UYSAL, Ertuğrul, Umut; “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları ve Şirketlerin Finansman Süreçlerine Etkileri”, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2001, s.45.

Oto finansmanı firmalar açık ve gizli olmak üzere iki şekilde yapabilmektedir. Açık oto finansman, elde edilen karın dağıtılmayıp, bireysel işletmelerde ve şahıs şirketlerinde sermaye hesaplarına alacak kaydedilerek yada yedek akçe hesabına geçirilerek alıkonması sonucunda oluşmaktadır.⁹⁹ Yedek akçe oluşturulması yoluyla gizli oto finansman yapılır. Firma kar elde etmiş ise, ayırdığı karşılık tutarında karda azalma olur ve bu azalmada vergi matrahını düşürür.¹⁰⁰

Oto finansmanla fon sağlamak, genellikle işletmeler açısından yararlı bir finansman kaynağıdır. “Günümüzde işletmeler, finansman gereksinimlerinin büyük bir bölümünü oto finansmanla karşılamaktadır. Çünkü oto finansman, işletmelerin finansal bağımsızlıklarını arttırmakta, kredi verenler için emniyet görevi görmektedir.”¹⁰¹ Aşırı oto finansman işletmeler için çeşitli sakıncalar doğurmaktadır. Bu sakıncaların başında küçük halka açık işletmelerde uzun süre kar dağıtılmadığında ortakların sermaye piyasasına olan güvenlerini sarsabilir. Bu da hisse senetlerinin piyasa fiyatının düşmesine neden olabilir. Ayrıca oto finansman firmaların kaynaklarını rasyonel olmayan şekilde kullanma olanağı verebilir.

Çalışmanın bu bölümünde oto finansman kaynakları olarak yedekler, amortisman ve karşılıklara değinilecektir.

1.6.1.2.1. Yedekler

Yedekler, işletmenin istikrarını sağlamak amacıyla mal fiyatlarındaki ani düşüşler gibi önceden kestirilemeyen zararlara karşılık olarak, kardan ayrılır ve belirli kurallara uyularak kullanılabilir.¹⁰² Yedekler özkaynakları

⁹⁹ YENİCE, Sedat; s.52.

¹⁰⁰ BÜKER, Semih; AŞIKOĞLU, Rıza; SEVİL, Güven; “Finansal Yönetim”, Birlik Ofset, Eskişehir, 1994, s.273

¹⁰¹ CEYLAN, Ali; s.188

¹⁰² CEYLAN, Ali; s.187.

kuvvetlendirir, firmanın istikrarını sağlar, firmanın ortaklarının ve alacaklılarının haklarının korunmasını sağlar ve firmaların faaliyetleri sonucu özkaynaklarda meydana gelebilecek azalışları karşılar. Bu amaçlarla firmalar tarafından net karın alı konan kısmına yedekler denilmektedir. Yedekler sermaye yedekleri ve kar yedekleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

(i) Sermaye Yedekleri: Sermaye hareketleri nedeniyle ortaya çıkan ve işletmede bırakılan tutarlardır. Bunlar; hisse senedi ihraç primi (emisyon primi), hisse senedi iptal karları, maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları, iştirakler yeniden değerlendirme artışları, borsada oluşan değer artışlarıdır.

(ii) Kar Yedekleri: Türk Ticaret Kanununa göre işletmelerin finansal yapılarını güçlendirmek, belirli bir oranda kar dağıtımını sağlamak amacıyla dönem karından yedek ayrılmasıdır. Kar yedekleri ihtiyari kar yedekleri ve zorunlu kar yedekleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İhtiyari kar yedeklerin ayrılmasında bir zorunluluk yoktur. Ancak zorunlu kar yedekleri, kanunlara ve firmaların genel kurul kararlarına göre ayrılan yedeklerdir.

1.6.1.2.2. Amortisman

Bir firmada, bir yıldan daha fazla süre kullanılacağı düşünülen ve herhangi bir biçimde değerden düşmesi söz konusu olan ekonomik değerlerde (taşınmazlar, makine, teçhizat, vb.), bir yıl içinde oluşacak değer kayıplarının üretilen malların maliyet tutarlarına ya da söz konusu kayıpların o yılın giderlerine yazılması amortismanı oluşturur.¹⁰³ Muhasebecilere göre, amortismanlar sabit kıymet maliyetlerinin sistematik ve makul bir şekilde işlemlere verilmesi ve dağıtılması olarak kabul edilirken, finansal yöneticilere göre amortismanlar müşterilerden sağlanan fonların, sabit kıymetler için harcanmaya veya önceki sabit kıymetlerin alımından doğan uzun vadeli

¹⁰³ AYPEK, Nevzat, BAN, Ünsal, “Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü”, Gazikitevi, Ankara, Haziran 2002, s.24

borçların ödenmesine ayrılan ve ayrılması gereken kısım olarak kabul edilmektedir.¹⁰⁴

Amortismanlar vergi hesaplanırken gider gösterilebileceğinden, vergi tasarrufu sağlarlar ve ödenecek vergi tutarını azaltır. Amortismanlar ayrıca karlı firmalarda dağıtılacak karları azaltırlar. Bu sayede işletme içinde kalan tutarlar serbestçe kullanabileceği için, amortisman aracılığıyla işleyen bir oto finansman mekanizması oluşturmaktadır.¹⁰⁵

1.6.1.2.3. Karşılıklar

Bilanço tarihinde meydana gelen yada meydana gelmesi beklenen ancak tutarının ne olacağı kesin olarak bilinmeyen veya tutarı bilinmekle birlikte ne zaman tahakkuk edeceği bilinmeyen giderler için ve bir takım zararları karşılamak amacıyla hesaben ayrılan tutardır. Karşılıklar; dönem karının yada zararının doğru belirlenememesinde, firmanın sermaye yapısının sağlamlaştırılması, likiditenin sağlamlaştırılması gibi durumlarda ayrılır. “Karşılık ayırmak için, belli bir hukuki yükümlülüğün varlığı gerekmez. Bu konuda kuvvetli bir olasılığın varlığı, karşılık ayrılmasını haklı kılan bir neden olabilir.”¹⁰⁶

1.6.2. Yabancı Kaynaklar

Firma dışındaki kişi ve kuruluşlardan faiz karşılığında belirli süre kullanılıp geri ödenmek üzere alınan fonlara yabancı kaynaklar veya borçlar denir.¹⁰⁷ Sadece küçük firmaların 1/3’nün aksine, büyük firmaların çoğunluğu sıkı veya bir biçimde sıkı hedef borç oranına sahiptirler.¹⁰⁸

¹⁰⁴ AKSOY, Ahmet, “İşletme Sermayesi Yönetimi”, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1993, s.28.

¹⁰⁵ YENİCE, Sedat, s.55.

¹⁰⁶ CEYLAN, Ali; s.187.

¹⁰⁷ AKSOY, Ahmet; s.23.

¹⁰⁸ GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, The Journal of Financial Economics 60, 2001, s.188.

Yabancı kaynaklar süre açısından; kısa, orta ve uzun vadeli olarak yabancı kaynaklar olarak ayrılmaktadırlar. Buna göre;

- (i) Kısa Süreli Yabancı Kaynaklar: Firmanın bir faaliyet dönemi içerisinde (genellikle bir yılda) geri ödemek yükümlülüğü altında bulunduğu yabancı kaynaklar şeklinde tanımlanmaktadır.¹⁰⁹ İşletmeler kısa vadeli kaynaklara genellikle alacaklar, stoklar gibi döner varlıkların finansmanında başvururlar.¹¹⁰ Firma yöneticilerinin risk karşısındaki tutumlarına göre, kısa süreli kaynaklardan yararlanma düzeyinin artırılması ya da azalması mümkündür.¹¹¹
- (ii) Orta Süreli Yabancı Kaynaklar: Firmaların genellikle 1 ile 5 yıl arasındaki süre içinde geri ödemek yükümlülüğü altında bulunduğu yabancı kaynaklar şeklinde tanımlanmaktadır. Genellikle firmaların süreklilik gösteren işletme sermayesinin ve duran varlıkların finansmanında kullanılırlar.¹¹²
- (iii) Uzun Süreli Yabancı Kaynaklar: Firmaların genellikle 5 yıldan daha uzun süre içinde geri ödemek yükümlülüğü altında bulunduğu yabancı kaynaklar şeklinde tanımlanmaktadır. Uzun vadeli finansman kaynakları bir firmanın sermaye yapısını oluşturan, onun risk ve karlılığını uzun yıllar yakından etkileyen kaynaklardır.¹¹³

Sermaye yapısı uzun vadeli borçların yapısı ve oranlarıyla ve şirket varlıklarının finansmanında kullanılan öz sermaye ile ilgilidir.¹¹⁴ Ancak gelişmekte olan ülkelerin çoğunda yapısal nedenlerden dolayı uzun vadeli fon arzı çok yetersiz ve hatta bazı durumlarda imkansız olduğundan

¹⁰⁹ AKGÜÇ, Öztin; s.526.

¹¹⁰ AYDIN, Nurhan; “Finansal Yönetim”, Birlik Ofset, Eskişehir, 1999, s.237.

¹¹¹ BOLAK, Mehmet; s.220

¹¹² BERK, Niyazi, “Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, 2. baskı, İstanbul, Mayıs 1995, s.173.

¹¹³ TÜRKO, Metin R.; s.571

¹¹⁴ SHAPIRO,C.; Alan “Multinational Finansal Management” Univercity of Sourther California, 1998, s.407.

finansman çabaları uzun vadeli borçlanma yerine zorunlu olarak kısa vadeli borçlanma üzerine yoğunlaşmaktadır.¹¹⁵ Firmaların yabancı kaynak sağlamak için çeşitli seçenekleri vardır. Bunlar; ticari krediler, banka kredileri, finansman bonoları ve tahviller olarak sınıflandırılabilir.

Finansman hiyerarşisi modeline göre; firmaların optimum sermaye yapıları yoktur. “Borç oranları, firmada yaratılan kaynakların düzeyine ve yatırım harcamalarına göre değişiklik gösterir ve dış kaynaklarla finansman ihtiyacını kümülatif olarak yansıtır. Böylelikle model, firmaların borç oranları ile aktif karlılık oranlarının negatif ilişkili olacağını öngörmektedir. Ayrıca; kalıcı kar payı politikaları izlenmesi hususunu esas almakta ve dağıtılmayan karların yatırımların finansmanında serbestçe kullanılabilmesi için, bu politikaların yatırım fırsatlarına göre belirleneceğini belirtmektedir.”¹¹⁶

1.6.2.1. Ticari Krediler

Kredi; belirli bir süre sonra ödemek vaadiyle, mal, hizmet para cinsinden satın alma gücünün sağlanması yada varolan satın alma gücünün belirli bir zaman sonra geri alınmak üzere başka bir kimseye devredilmesidir.¹¹⁷ Ticari krediler, herhangi bir nakit ödemesi söz konusu olmadan satıcının alıcıya belirli bir ödeme süresi tanıması durumunda oluşur. “Sermaye yapısı seçiminde yöneticiler ağırlıklı olarak pratik, bilgisel kurallara dayanır. Borç politikasını etkileyen en önemli etmenler mali esneklik ve iyi bir kredi oranıdır.”¹¹⁸

Genellikle her firma, hammadde, malzeme veya mal alışlarının önemli bir bölümünü diğer firmalardan kredili olarak satın alır. Diğer bir deyişle

¹¹⁵ DAĞLI, Hüseyin; s.115.

¹¹⁶ AKKUM, Tülin; s.533.

¹¹⁷ PARASIZ, İlkel; “Para Banka ve Finansal Piyasalar”, Ezgi Kitabevi, VI. Basım, Bursa, Ekim 1997, s. 176.

¹¹⁸ GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, The Journal of Financial Economics 60, 2001, s.190.

stokların finansmanında kısa süreli satıcı kredilerinden yararlanır.¹¹⁹ Özellikle küçük işletmeler için bu tür fon kullanımı yaygın olarak görülmektedir. “Ticari kredi, pek çok işletmede satış arttırma aracı olarak da kullanılmaktadır. Özellikle sermaye yapısı zayıf, likiditesi düşük, diğer kaynaklardan fon sağlama olanağı kısıtlı işletmelere ticari kredi yoluyla satış yapma olanağı arttırılabilmektedir.”¹²⁰

Stokların aktif toplamı içindeki payı arttıkça, işletmelerin ticari kredi kullanımı da artmaktadır. Stok devir hızı yüksek, diğer bir deyişle malların stokta kalma süreleri düşük olan firmaların ihtiyaç duyacakları ticari kredi miktarı daha az, stok devir hızı düşük olan yani malları daha uzun süre stokta tutmak zorunda bulunan firmaların ihtiyaç duyacakları ticari kredi miktarı ise daha fazla olacaktır.¹²¹ Ticari kredilerden yararlanmayı düşünen işletmenin kredi değerlendirilmesinde, kredi değerliliğinin 5 K’sı denilen karakter, kapasite, kapital, karşılık, koşul gibi unsurları incelenerek firmanın yararlanabileceği kredinin hem tutarı, hem de vadesi belirlenir.¹²²

Ticari kredilerin vade süreleri çeşitli faktörlere bağlıdır. Öncelikle ticari kredilerin vadesini ticarete konu olan malın nakde dönüşüm süresidir. Bir malın nakde dönüşüm süresiyle ticari kredilerin vade süresi arasında doğru yönde bir ilişki vardır. Yani nakde dönüşüm süresi kısa olan mallar için alınan ticari kredilerin vadesi de kısadır. Satıcının ve alıcının mali gücü de satıcı kredilerinin vade süresi üzerinde etkilidir. Bir malın arz ve talebi arasındaki dengesizlikler işletmelerin ticari kredilerden yararlanma olanağını düşürmektedir.

¹¹⁹ BOLAK, Mehmet; s.220.

¹²⁰ AYDIN, Nurhan; s.238.

¹²¹ BOLAK, Mehmet; s.221.

¹²² AKSOY; Ahmet; YALÇINER, Kürşat; “İşletme Sermayesi Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, Ağustos 2005, s,326.

Ticari kredilerden uzun süre yararlanmanın alternatif bir maliyeti vardır. Bu alternatif maliyet, firmanın yoksun kaldığı para iskontosudur.¹²³ “Para iskontosu, işletmenin borcunu belirli bir süre içerisinde ödemesi halinde elde edeceği iskonto oranıdır. Vadeli mal satın alan işletmeler, ödemelerini vade tarihinde yaptıklarından satıcıların sağladığı iskonto oranından faydalanamazlar. Bu iskonto oranından yoksun kalırlar. İşletmenin iskontodan yararlanamamakla, iskontodan vazgeçip vadeli ödemeyi tercih etmekle katlandığı maliyet ticari kredilerin maliyetidir.”¹²⁴

1.6.2.2. Banka Kredileri

Firmalar fon ihtiyaçlarını bankalardan kısa, orta ve uzun vadeli kredi olarak karşılayabilmektedirler. Uygulamada yaygın olarak karşımıza çıkan kısa vadeli kredilerdir. Ancak orta ve uzun vadeli kredileri yatırım ve kalkınma bankalarından firmalar alabilirler.

Kısa vadeli banka kredileri işletme sermayesi gereksinimini karşılamada kullanılırken, orta ve uzun vadeli banka kredileri ise duran varlık yatırımlarının finansmanında kullanılmaktadır.¹²⁵ Bankaların yüksek ve sürekli enflasyon nedeniyle üretimi arttıracak ve yatırımları hızlandıracak kredi türleri yerine işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimini karşılamaya yönelik kısa vadeli krediler ve riski düşük tüketici kredileri vermeyi tercih ettikleri söylenebilir.¹²⁶

Bankaların işletmelerden kredi kullandırırken çeşitli isimler altında komisyonlar, sigortalar, vergiler veya krediyi kullandırmak için çeşitli bankacılık hizmetlerinden işletmelerin faydalanmaları gibi önkoşul sunmaları işletmeler için maliyet unsurları oluşturmaktadır. Kısa vadeli banka kredilerinin maliyetini uzun vadeli kredilerden daha düşüktür. “Türkiye’de

¹²³ AKGÜÇ, Öztin; s.472.

¹²⁴ AKSOY; Ahmet; YALÇINER, Kürşat; s.327.

¹²⁵ TÜRKO, Metin R.; s.557.

¹²⁶ CANDAS, Serpil; DOĞUKANLI, Hatice; s.200.

uzun bir süredir uzun vadeli banka kredisi verilmemektedir. Bu nedenle kısa vadeli krediler yenilenerek uzun vadeli kredi biçiminde kullanıldığından maliyetleri yüksek olmaktadır.”¹²⁷

1.6.2.3. Finansman Bonoları ve Tahviller

Finansman bonoları; kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için büyük şirketler tarafından ihraç edilen kısa vadeli ve genel olarak teminatsız senetlerdir.¹²⁸ Bu finansal araçların vadesi 30 günden az, 360 günden çok olmamak üzere 30 gün ve katları şeklinde saptanır.¹²⁹ Finansman bonoları iskontolu olarak satılmakta, vade sonunda yapılan ödeme, anapara ve faizi kapsamaktadır.¹³⁰ Halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satılabilir.¹³¹ Taşıdıkları güvencelerine göre gruplara ayrılmaktadır. Bunlar; garanti kaydı taşımayan finansman bonoları, ihraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonoları, banka garantisi taşıyan finansman bonoları, hazine garantisi taşıyan finansman bonoları, bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsiz sıfatıyla ödeme vadini ihtiva eden finansman bonolarıdır.

Finansman bonusu ihraç ederek finansman sağlanmasının işletmelere birçok faydası vardır.¹³² Diğer alternatif yöntemlere göre daha ucuz bir kaynaktır. Kısa vadeli bir kaynak olarak finansman bonosunun temel üstünlüğü, bankalardan sağlanan kısa vadeli kredilere göre daha düşük maliyete sahip olmasıdır.¹³³ İhraç prosedürleri kısadır. Finansman bonolarında bankaların kredi faizlerine ek olarak aldıkları komisyonlar ve karşılık oranları gibi maliyeti arttırıcı unsurlar yoktur. Vade tarihinde ödenme

¹²⁷ AKSOY; Ahmet; YALÇINER, Kürşat; s.330.

¹²⁸ BOLAK, Mehmet; s.224.

¹²⁹ CANDAŞ, Serpil; DOĞUKANLI, Hatice; s.63.

¹³⁰ BOLAK, Mehmet; “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, Beta Yayınları, 4. baskı, İstanbul, Mart 2001, s.184

¹³¹ KARAN, Mehmet, Baha; “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, Ekim 2001, s.398.

¹³² AKGÜÇ, Öztin; s.485.

¹³³ AKSOY; Ahmet; YALÇINER, Kürşat; s.331.

zorunluluğunun olması, yeni bir vade için tekrarlanma imkanının bulunmamamsı işletmeler açısından finansman bonusu ihracıyla elde edilen kaynağın esnekliğini azaltmaktadır.¹³⁴

Tahvil bir borç senedidir. Türk Ticaret Kanunu'nun 420. maddesine göre tahvil; "Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir. Tahvil çıkarma yetkisi TTK'da anonim şirketlere verilmiştir. Özel yasalar anonim şirketler dışında bazı kamu tüzel kişilerinin de tahvil çıkarmalarına olanak sağlamıştır. Özel yasalar uyarınca çıkarılan bu tahviller de (kamu kurumlarınca çıkarılan tahviller) sermaye pazarlarında fon kiralama araçlarıdır ve bu pazarlarda anonim ortaklık tahvilleri gibi işlem görürler.¹³⁵

1.6.3. Öz Kaynaklar ile Yabancı Kaynakların Karşılaştırılması

Finans yöneticisi, firmanın sermaye yapısı içinde optimum yabancı kaynak/özsermaye oranının saptanmasının yanısıra finansman kaynaklarının vade dağılımında da optimum sonucu verecek birleşimi sağlamak durumundadır.¹³⁶

Borç ve özsermaye fon kaynakları arasında niteliksel olarak farklılıklar vardır. İşletmeler bu farklılıkları göz önünde tutarak borç ve özkaynak kullanımında bir denge oluşturmak zorundadırlar. Dengenin sağlanmasında özellikle borcun işletmeye sağladığı avantajlar ve borcun işletmeye getireceği yükümlülüklerin yaratacağı risk önem taşır.

Yabancı kaynağın bir vadesi olup işletmeler vade sonunda borcun anaparasını faiziyle geri ödemek zorundadırlar. Diğer taraftan öz kaynak açısından vade söz konusu olmayıp gerek dışarıdan getirilerek konulan öz

¹³⁴ AKSOY; Ahmet; YALÇINER, Kürşat; s.332.

¹³⁵ SARIKAMIŞ, Cevat; s.23.

¹³⁶ AKGÜÇ, Öztin; s.526.

kaynaklar gerekse de firmanın faaliyetleri sonucu oluşmuş olan karların firmada bırakılması sırasında herhangi bir zaman kısıtı konulmamaktadır.¹³⁷ Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermayenin kıt ve buna bağlı olarak maliyetinin yüksek olması, firmaları genel olarak borç-öz sermaye oranı açısından özel olarak borcun vade yapısı açısından optimal sermaye bileşiminden uzaklaştırmaktadır.¹³⁸

Faizin vergiden düşülebilir bir gider olması ve vergi oranlarının yüksek olması gerçeği, borcu hisse senetlerinden daha düşük maliyetli yapmakta ve bu durum firmaları borçlanmaya teşvik edici bir unsur olmaktadır.¹³⁹ “Bu durum hissedarlar için daha çok kar anlamına geldiğinden firmanın hisselerini daha değerli kılar. Sonuçta, borçla finanslama, özsermaye ile finanslamaya göre avantajlı olur.”¹⁴⁰

Borçla finansmanın bir diğer avantajı, hissedarlarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasını azaltarak, yönetimi değer yaratmaya yönlendirir. Fazla borç kullanan işletmeler aldıkları borçların anapara ve faizlerini ödeyebilmek için sürekli olarak nakit yaratma baskısı altındadırlar.

Borçla finanslamanın vergi avantajları olmasına rağmen, aşırı derecede borçlanma firmayı temerrüde düşürebilir. İşletmenin temerrüde düşmesi halinde alacaklılar, işletmenin yükümlülüklerini yerine getirmesi için yasal yollara başvurabilirler.¹⁴¹ Borç verenler firmanın geliri üzerinde işletmenin sahip ve sahiplerine göre önceliğe sahiptir.¹⁴² İşletme kar etsin veya etmesin kullandığı yabancı kaynaklara karşılık belirli oranda faiz ödemek zorundadır. Firmaya kredi kullandıranların talep tutarı belirli ve

¹³⁷ AKGÜÇ, Öztin; s.482.

¹³⁸ DAĞLI, Hüseyin; s.115.

¹³⁹ ÜRETEN, Aykan; ERCAN, Metin, Kamil; s.37

¹⁴⁰ GÜLOĞLU Bülent; BEKÇIOĞLU, Selim; “İMKB’deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, Uluslararası İktisat Kongresi, ODTÜ, 2001, s.3.

¹⁴¹ DURUKAN, Mübeccel, Banu; s.3.

¹⁴² BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR Mehmet; s.56

anapara ve faiz miktarıyla sınırlıdır. Ancak işletme sahiplerinin kardan alacakları pay, yıldan yıla değişme göstermektedir. Yetkili organlarca alınan kar dağıtılmaması kararı alındığı durumda icra yoluna başvurarak hissedarların kar payı almalarına olanak yoktur.

İşletmenin tasfiyesi halinde, işletme varlıkları üzerinde borç verenlerin işletme sahiplerine göre öncelik hakları vardır.¹⁴³ Firmanın yönetimi temel olarak firmanın hissedarlarına aittir. Kredi verenlerin firma yönetiminde doğrudan söz hakkı yoktur.

Sermaye yapısında bulunan borcun işletme sahiplerine yani hissedarlara getirdiği avantajları borcun kaldıraç etkisi; işletmenin sermaye yapısındaki borç düzeyi ise finansal kaldıraç olarak tanımlanır.¹⁴⁴ “Finansal kaldıraçtan büyük ölçüde yararlanan bir firma, uzun dönemde faaliyetlerini sürdürebilme şansının çok büyük olmasına rağmen, satışlarının kısa dönemde azalması durumunda iflasa sürüklenebilir. Finansal kaldıraç oranı yükseldikçe, alacaklılar daha yüksek faiz oranı talep edebilir ya da borç vermekten kaçınabilirler.”¹⁴⁵

İşletme finansmanında en önemli nokta sermaye yapısını oluşturan borç ve özkaynak bileşiminin; işletmenin sermaye maliyetinin minimuma, öte yandan işletmenin piyasa değerinin maksimuma ulaşmasını sağlayacak şekilde belirlenmelidir.

¹⁴³ BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR Mehmet; s.57

¹⁴⁴ DURUKAN, Mübeccel, Banu; s.2.

¹⁴⁵ GÜLOĞLU Bülent, BEKÇİOĞLU, Selim; s.3.

İKİNCİ BÖLÜM

ÇOKULUSLU İŞLETMELER VE SERMAYE YAPISI

2.1. Çokuluslu İşletmeler ve İlgili Kavramlar

1960’larda ABD kökenli firmaların ilk defa olmak üzere büyük ölçüde yabancı ülkelere gitmeye başlaması ile birlikte ortaya çıkan çok uluslu şirketler, dünya ekonomisinde giderek artan bir önem kazanmaya başlamıştır¹. İkinci Dünya Savaşı sonrası gelişen ticaret hacmi sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Başta ABD olmak üzere birçok ülke uluslararası ticarete serbest sisteme geçmiştir.

Serbest dünya ticareti Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası birlik yapılarının kurulmasının nedeni oldu. Bu kuruluşlar, dünya ticaretini canlandırmak ve hızlandırmak için oluşturulmuştur. Uluslararası para fonunun temel amaçları uluslararası ticaretin yayılmasını ve dengeli gelişmesini kolaylaştırmaktır. Bunu ödemeler dengesi sorunlarını ve kambioları dengeye getirerek ülkeleri birbirlerine yaklaştırarak yapmaktadır. Genel Tarifeler ve Ticaret Anlaşması (GATT) da çok uluslu işletmenin gelişmesini teşvik etti. “Çokuluslu işletme anlaşmalarına ticaret engellerinin üstünde tutmak için yeni bir önemi içeren GATT, dünya ticaretinin düzen ve ilerlemesi için kuvvetli bir baskı haline geldi. Böylece GATT, ticaret yapan

¹ ESADER, C.; “Çokuluslu Şirketler Üzerine Bir İnceleme”, Uluslararası İşletmecilik (Seçme Yazıları), Çev. Rıdvan KARLUK, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 163, Eskişehir, 1986, s.177.

başlıca ulusların birbirleriyle küçük itilaflarla uzlaşma sağlayabildikleri gerçeğinden kısmen sorumluydu.”² Marshall planı ve Avrupa Ortak Pazarının meydana getirilmesi hızlı gelişen dış ticaretin bir sonucu olarak doğmuştur.

“Dünya geneli tek bir pazar gibi faaliyet gösterebilmek için ülke yönetimlerinin ülke gümrüklerini daha geçirgen bir yapıya dönüştürmeleri arzu edilir. Bu çerçevede gelişmiş ülkeler tarafından yönlendirilen Dünya Ticaret Örgütü gibi kimi kurumların oluşturduğu uluslar arası ticaretteki yeni düzenlemeler empoze edilmektedir.”³

Globalleşmeyle birlikte bir ülkede alınan ekonomik kararların sınırlar ötesi bir anlam ifade etmeye başlaması, bunun sonuçlarından etkilenen ülkelerin bir araya gelmelerini ve bölgeselleşme eğilimlerini hızlandırmaktadır.⁴ Bunlardan en önemlisi Avrupa Birliği’dir. 1957 yılında Roma Antlaşması ile Ortak Pazarın (AT) kurulması büyük bir aşamadır. Avrupa Serbest Bölge Anlaşması (EFTA) çokuluslu işletmelerin mallarının satışında önemli bir pazar sağlamıştır.

Avrupa Birliği çokuluslu işletmelerin faaliyetini olumlu olarak etkilemiştir. Üyeler arasında ticaret hızla gelişmektedir. Bu gelişim çokuluslu işletmelerin üye ülkeler arasında serbestçe emek, sermaye, teknoloji transferleri yapmalarına olanak vermektedir. Birliğin oluşturduğu ortak dış ticaret politikaları çokuluslu işletmeleri korumaktadır.

Piyasaların serbestleştirilmesi, iç ve dış rekabet, iş alanlarına giriş çıkışın serbest olması, sübvansiyonların ve kotaların kaldırılması, açık sermaye piyasası ve anti-tröst yasalar çokuluslu işletmelerin büyümelerine ve yayılmalarına neden olmaktadır.

² KENDALL, Donald. M.; “Neden Çokuluslu İşletmeler Vardır?”, Uluslararası İşletmecilik (Seçme Yazıları), Çev. İnan Özalp, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:163, Eskişehir, 1986, s.2.

³ TAĞRAF, Hasan; “Küreselleşme Süreci ve Çokuluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi”, Cumhuriyet Üniversitesi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, 2002, s.34.

⁴ ERDOĞAN, Erol; “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”, İMKB Araştırma Yayınları, No:3, İstanbul, Aralık 1994, s.11.

2.1.1. Uluslararası İşletmecilik

Uluslararası işletmecilik yalnızca ülkeden ülkeye mal akışını ifade eden uluslararası ticaretten daha geniş bir kavramdır. “Uluslararası işletmecilik, ulusal sınırları aşan işletme faaliyetlerini konu alan bir disiplindir. Uluslararası işletme faaliyetleri malların, hizmetlerin, sermayenin, personelin uluslararası hareketi şeklinde olabileceği gibi teknoloji transferi şeklinde de olabilir.”⁵

“Uluslararası işletmecilik; özel yada kamu girişimlerinin, çeşitli ülke sınırları arasında kaynak, mal, hizmet ve benzeri hareketleri gerektiren işletmecilik faaliyetlerinin, tümünü içerir. Aynı zamanda; uluslararası işletmecilik; ülke sınırlarını aşacak şekilde malların, hizmetlerin, teknolojinin, sermayenin ve bilginin hareketi olarak da tanımlanabilir.”⁶

Uluslararası işletmecilikte ana nokta, faaliyetlerin yerel sınırların dışında birden fazla yabancı ülkede gerçekleşmesi gereğidir.⁷ “Son otuz yıl içerisinde uluslararası işletmecilikte önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Uluslararası işletmeciliğin bu gelişmesi çokuluslu şirketler aracılığıyla mümkün olmuştur.”⁸

2.1.2. Çokuluslu İşletmeler

Çokuluslu işletme kavramının tanımına bakıldığında herkes tarafından kabul edilen bir tanımı yoktur. İktisat, işletme, hukuk uzmanlarının farklı kriterleri değerlendirerek farklı tanımlamalar yaptıkları görülmektedir. Birleşmiş Milletler çokuluslu işletmeleri tanımlarken şirketlerin hukuki

⁵ YÜKSEL, Öznur; “Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları”, Gazi Kitabevi, Ankara, 1999, s.16.

⁶ ACAR, Yonca; “Çokuluslu İşletmelerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Çevresel Faktörler ve Ülke Riski” İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 1993, s.26.

⁷ MUTLU, Esin, Can;; “Uluslararası İşletmecilik Teori ve Uygulama”, Beta Basım Yayın, 2. Baskı, İstanbul, Ocak 2005, s.8.

⁸ YÜKSEL, Öznur; s.103.

statülerini ve tabi oldukları hukuk kurallarını esas almıştır. Çokuluslu işletmeler farklı şekillerde isimlendirilmektedir. Bunlar genel olarak; Çokuluslu İşletme (Multinational Corporation), Çokuluslu Firma (Multinational Firm), Çokuluslu Teşebbüs (Multinational Enterprise), Dünya İşletmesi (World Business), Global İşletme (Global Firm), Ulussuz İşletme (Transnational Firm), Uluslararası İşletme (International Company) dir.⁹

Çokuluslu işletme iki veya daha fazla ülkede, genel bir yönetim stratejisi altında faaliyet gösteren, işletme kaynaklarını hiçbir ülkeye bakmaksızın dağıtan, mülkiyeti ve üst yönetimi farklı milliyetlerden oluşan işletmelerdir. Çokuluslu işletmenin başka bir tanımı; yapı ve politika olarak yabancı faaliyetler ile yerli faaliyetler arasında bir farkın gözetilmediği ve yöneticilerin, şirketin hedeflerine varmak için, işletme kaynaklarına ülkenin milli sınırlarını dikkate almayarak dağıtım yapan işletmelerdir.¹⁰

Livingstone'un ortaya koyduğu tanıma göre; uluslararası faaliyet gösteren işletmede seçime bağlı olarak, birden fazla ülkede sürekli personeli olan, personel yapısının bu özelliğine bağlı olarak günlük faaliyetlerde tek bir ülke yönetiminin tamamıyla kontrolünde olmayan yatırımlardır.¹¹

Günümüzde çokuluslu şirketler etkinliklerini önemli ölçüde arttırmış olup ülkeler arasındaki sermaye, teknoloji ve bil – yap (know – how) akımına aracılık etmekte, geniş kapasiteli üretim ve satış faaliyetleri ile dünya ticaretini yönlendirebilmektedirler.¹² Dünya ticaretinin yarısı 500'e yakın çokuluslu işletme tarafından gerçekleştirilmektedir.¹³

Bir işletmenin çokuluslu işletme olarak adlandırılabilmesi için çeşitli kriterlere sahip olması gerekir. Bu kriterler çokuluslu işletmelerin farklı

⁹ ÖZALP, İnan; “Çokuluslu İşletmeler: Uluslararası Yaklaşım”, Eskişehir, 2000, s.11.

¹⁰ SOYDAŞ, Ayda, Uzunçarşılı,; “Çokuluslu İşletmelerde Kurum Kültürü ve Halkla İlişkiler Uygulamaları”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 2001, s.57.

¹¹ TAĞRAF, Hasan; s.37

¹² YÜKSEL, Öznur; s.105.

¹³ MUTLU, Esin, Can; s.4.

alanlarda çeşitli tanımlamalarından ortaya çıkan ölçütlerdir. İşletmelerin faaliyette bulunduğu ülke sayısı, mülkiyetin dağıldığı ülke sayısı veya üst yönetimin milliyeti gibi yapısal kriterler. Bazı bilim adamları çokuluslu işletmeler başarımlı özellikleri olarak da adlandırılabilen kar miktarı, karlılık oranı, satışlar, varlıklar, yabancı faaliyetlerde görevlendirilen eleman sayısı veya ülke dışındaki kazançların, satışların, varlıkların ve personel sayısının genel toplamı içindeki oranı gibi kriterlere göre değerlendirilmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde çokuluslu işletme olarak kabul edilme kriterleri ele alınacaktır. Birinci kriter iki veya daha fazla ülkede faaliyet gösteren işletme çokuluslu işletmedir. Ancak burada çokuluslu işletmelerin iki veya daha fazla ülkede faaliyetlerinin türü ele alınmalıdır. Finansal yatırımlardan çok direkt yatırımlar düşünülmelidir. Ayrıca ihracat faaliyetleri veya basit bir satış organizasyonu düşünülmemelidir.

Çokuluslu işletmelerin faaliyet alanları göz önüne alındığında en az iki ülkede faaliyeti kapsamaktadır. Ülke dışında çeşitli kuruluşları sahip sıfatıyla yönetmek çokuluslu olmak için bir kriter olarak kabul edilmektedir. “Dış ülkelerde işletilen tesislerde mülkiyet oranının ne olacağı tartışma konusudur. Bu oran % 5’den %100’e kadar olabilir, fakat genellikle kabul edilen % 25’lik bir mülkiyet oranıdır.”¹⁴ Çokuluslu işletmeler mülkiyet oranını yüksek tutmaya çalışmaktadırlar. ABD ve İngiliz çokuluslu işletmelerinin yabancı ülkelerdeki işletmelerinin mülkiyet oranının genellikle % 100’ü kendilerine aittir. Ev sahibi ülkeler % 100 mülkiyet oranını istemezler ancak çeşitli anlaşmalarla çokuluslu işletmeler mülkiyet oranının büyük bir bölümünü ele geçirmişlerdir.

Çokuluslu işletmelerde üst yönetimin milliyeti de oldukça önemlidir. Çeşitli ülke yöneticilerinden oluşan çokuluslu işletmeler tek bir ülkenin

¹⁴ ÖZALP, İnan; s.16.

uygulamaları ile çıkarlarından çok genel bir stratejinin uygulanması için çaba harcayacaklardır.¹⁵

Çokuluslu işletme olmada diğer bir kriter, organizasyon yapısının oluşturulmasıdır. Çokuluslu işletmeler ülke içinde oluşturdukları organizasyon yapısının esnekleştiren bir yapı yada uluslararası grup adı altında yine merkeze bağlı tamamen farklı yeni bir organizasyon yapısı geliştirme yoluna gitmektedirler.

Bir şirketin çokuluslu sayılmasını dünya olipolü'nü elinde tutmasına bağlayan görüşler de vardır.¹⁶ Bu görüş Oligopolistik Tepki Teorisine dayanmaktadır. Bu teoride işletmeler karşılıklı bağımlılık oluşturur. Piyasayı etkileyebilecek çok az sayıda işletme olduğu için bu işletmelerden herhangi birinin satış, üretim, fiyatlandırma gibi konularda yaptığı bir değişiklikleri diğer firmalarda takip edeceklerdir. Aynı endüstride faaliyet gösteren işletmelerin yatırım kararları da birbirini izler.

2.1.3. Bağlı Ortaklar

Çokuluslu işletme üretim faaliyetlerini sağlayan ve aynı zamanda yatırımın ilave karlılığını gerçekleştirmesi için farklı ülkelerde üreten ve pazarlama faaliyeti yapan bir organizasyondur.¹⁷ Bu tanıma göre; çokuluslu işletmelerin değişik ülkelerde bağlı ortakları ve bayilerle faaliyet göstermesi; toplam satışları, varlıkları veya işgücünün %20'si ana ülke dışında olması gerekir. Çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren şubeler tek bir ana merkeze bağlıdır.¹⁸

¹⁵ ÖZALP, İnan; s.17.

¹⁶ YÜKSEL, Öznur; s.107.

¹⁷ TAĞRAF, Hasan; s.38.

¹⁸ SEYİDOĞLU, Halil; "Uluslararası Finans", Güzem Can Yayınları, Genişletilmiş 4. Baskı, İstanbul, 2003, s.451.

Çokuluslu işletmelerin ana merkezlerinin bulunduğu ülkelere ana ülke denir. İşletmeler bu ülkelerde tescil olmuşlardır. Çokuluslu işletmelerin yatırım yaptığı ülkeye de ev sahibi ülke denir. Ev sahibi ülke, çokuluslu işletmenin yabancı bağlı kuruluşlarının bulunduğu ülkedir.¹⁹ Ana ülke ve ev sahibi ülke dışında yer alan ve çokuluslu faaliyetlerine çeşitli şekilde katılan ülkelere üçüncü ülke denir.

Bağlı ortaklık; bir ana ortaklığın hisselerinin doğrudan ya da dolaylı olarak yüzde 50'sinden fazlasına veya aynı oranda oy hakkına ya da yönetim çoğunluğu seçme hakkına sahip olduğu şirketleri tanımlar.²⁰

Çokuluslu işletmelerin yerel şirketlerle ortak girişim kurmaktansa tek mülkiyet altındaki bağlı şirketleri kurdukları yaygın olarak görülmektedir. Bunun nedeni, çokuluslu şirketin ana merkezleri, gerçekleştirdiği bir tür şirket sırrı niteliğindeki bilgi ve yöntemlerin yerel ortağın eline geçmesinden ve daha sonra kullanılmasından korkmasıdır. Yerel ortaklar kritik kararların alınmasını engelleyebilir ve bir şube için iyi olan politika veya uygulama tüm şirket için mutlaka iyi olacağı düşünülemez. Bu gibi sebeplerden dolayı çokuluslu işletmeler bağlı şirketler kanalıyla çokuluslaşmayı daha çok tercih ederler. Çoğu üçüncü dünya ülkesi, çokuluslu işletmelerin tamamıyla sahip oldukları bağlı işletme yapısını engellemektedirler. Bazen de, ülke birlikleri, çokuluslu işletmeleri önce ürünlerini ihraç etmek sonra da o ülkede tamamıyla sahip olunan bağlı işletme yaratmak isteğine karşı çıkarlar.²¹ Bazı ülkeler çokuluslu işletmenin bağlı ortaklık kurmasına şirket hisselerinin satışı şartıyla izin verirler. Bu durumda çokuluslu firmanın ana merkezi ev sahibi ülkenin şartına uymak için bir kısmını dış yatırımcıların sahip olduğu bağlı ortaklıklar kurmayı düşünebilir.

¹⁹ AKBAROV, Behzat; “Çokuluslu İşletmelerin Denizaşırı Görevlerde Yöneticilere Uyguladıkları Ücret Politikaları”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2000, s.12.

²⁰ AYPEK, Nevzat; BAN, Ünsal; “Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü”, Gazikitevi, Ankara, Haziran 2002, s.50.

²¹ MUTLU, Esin, Can; s.122

Bağlı ortaklığın bir bölümünün sahipliğinin dış yatırımcılarda olmasının avantajları; bağlı ortaklığın tanıtımının kolay olması, ev sahibi ülkenin siyasi politikalarına karşı bir takım korumalar sağlaması ve azınlık hissedarların direkt karlı şubeden yararlanacakları için devletin aşırı vergilendirmeye gitmesine, çevresel kısıtlamalara veya şubenin karını düşürecek başka uygulamalara karşı duracak olmalarıdır.

2.1.4. Yabancı Direkt Yatırımlar

Bir şirketin üretimini ana merkezin bulunduğu ülke sınırları dışına yaymak üzere yabancı ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut tesisleri satın alması dolaysız yabancı sermaye yatırımıdır.²² Farklı ülkelerde kurduğu şubelerle aynı anda birçok ülkede üretim faaliyetini gerçekleştiren işletmeler çokuluslu işletme olduğu için yabancı direkt yatırımları gerçekleştiren işletmeler çokuluslu işletmelerdir. Çokuluslu şirket yabancı ülkede yatırımda bulunmak için kendisinde mevcut sermaye, teknoloji, personel ve yönetim tekniklerini yabancı ülkeye transfer eder.²³

Yabancı direkt yatırımlar, mali yatırımlar (hisse senedi ve tahvil gibi sermaye piyasası araçlarına yada kısa süreli para piyasası araçlarına yapılan yatırımlar) ve fiziki üretim araçları üzerindeki yatırımlar olarak iki şekilde gerçekleşir. Fiziki üretim araçları üzerindeki yatırımlar çokuluslu işletmelerin ana merkez dışındaki ülkelerde kendi yönetimleri altında bir fabrika, üretim tesisi gibi şubeler kurmaları şeklinde gerçekleştirilir. Çokuluslu şirketler, yabancı direkt yatırımları ya yeni bir tesis kurarak yada halen mevcut bir tesisi satın almak biçiminde gerçekleştirirler. Evsahibi ülkede bir işletmeyi satın almanın birçok yolu bulunmaktadır. Bunlar; yatay (satın alan ve satın alınan işletmenin ürün çizgileri ve pazarları benzerdir), dikey (satın alan işletme satın alınan işletmenin müşterisi veya satıcısıdır), eşmerkezli (satın

²² SEYİDOĞLU, Halil; s.451.

²³ YÜCEL, Tülay, "Finansal Başarısızlık Durumunda Sermaye Yapısı ve Firmaların Aldıkları Tavrılar", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:16, Sayı:184, Temmuz 2001, s.141.

alan işletme aynı pazara fakat, farklı teknolojiye sahiptir veya aynı teknolojiye fakat, farklı pazara sahiptir), yığın (satın alan işletme satın alınan işletmeden farklı bir endüstri kolunda faaliyet göstermektedir) dir.²⁴

“Çokuluslu bir şirket dolaysız dış yatırıma karar verirken, aynı zamanda piyasaya giriş biçimini de belirlemek durumundadır. Bu konuda belli başlı yollar; bir veya daha çok sayıda yerel şirketle ortak girişim kurma, mülkiyetini tek başına kendilerine ait yeni bir bağlı şirket oluşturma, mevcut bir yerel firma ile birleşme veya onu satın alma, bir yada çok sayıdaki ortak ile stratejik birliktir.”²⁵

“İşgücü çokuluslu işletmeleri etkileyen dış çevresel güçler içinde önemli bir yere sahiptir. Çünkü işletmeleri uluslararasılaşmaya iten faktörlerden birisi de ucuz işgücü bulma ve buna bağlı olarak da maliyetleri düşürüp daha fazla kar elde etme isteğidir.”²⁶ Çokuluslu işletmelerin yaptıkları yatırımların büyüklüğü göz önüne alındığında çok büyük oranlarda işgücü talebi yaratmaktadırlar. Buda gelişmekte olan ülkelerin istihdam oranlarına olumlu yönde etki sağlar. Çokuluslu işletmeler evsahibi ülkede yatırım yaparken ilk olarak üst yönetimi belirli bir süre ana ülkeden seçilmekte, daha sonra evsahibi ülkeden yöneticiler yetiştirildikten sonra üst yönetimde önemli görevlere getirilmektedir. Özellikle az gelişmiş ülkelerde yönetici kaynağı kıttır.

Çokuluslu işletmeler yatırım yaptıkları ülkenin istihdamının yanı sıra işgücü eğitime de katkı sağlar. Özel kurslar ve seminerler düzenleyerek veya iş başında eğitimle bu personelin gelişmesine katkıda bulunur. İşgücü transferleri çokuluslu işletmelerde çok yaygın olarak görülür. Buda ana ülkenin işsizlik oranının düşmesine neden olur.

²⁴ MUTLU, Esin, Can; s.123.

²⁵ SEYİDOĞLU, Halil; s.457.

²⁶ MUTLU, Esin, Can; s.332.

2.2. Çokuluslu İşletmelerin Tarihi Gelişimi

Her ne kadar çokuluslu şirket kavramı 1950'li yıllarda ortaya atılmış olsa da, çokuluslaşmaya yol açan gelişmeler oldukça eskidir. “Ancak günümüzdeki anlamıyla çokuluslu işletmelerin 19. yüzyılda görülmeye başlandığı söylenebilir. Bu yüzyılda başlıca 2 tür uluslararası faaliyet görülmektedir. Birincisi, Avrupa ülkelerinin sermaye piyasalarında satılan hisse senedi ve tahville finanse edilen az gelişmiş ülkelerdeki altyapı inşaatları (demiryolu, köprü, liman inşaatları gibi); ikincisi ise, gelişmiş ülkelerin hammadde ve ara mal ihtiyaçlarının karşılanması için yapılan yatırımlardır.”²⁷

Çokuluslu işletmelerin tarihsel süreç içindeki gelişimi dört ayrı dönem olarak incelenebilir. Bunlar ticaret dönemi, sömürgecilik dönemi, imtiyazlar dönemi ve uluslararası dönemdir. Bu süreç içerisinde devletlerin uluslararası ticaretteki rolleri azalırken zamanla çokuluslu şirketlerin rolü artmıştır.

2.2.1. Ticaret Dönemi

XV. Yüzyılda başlayıp XVIII. Yüzyılın ikinci yarısına kadar devam eden bu dönem özellikle Avrupa'daki sanayi devrimine kadar devam etmiştir.²⁸ Ticaret dönemi, kişisel arayışlar nedeniyle 1500'lü yılların başlarında C. Columbus ve arkadaşlarının denizlere açılmasıyla başlamış ve 1850'lerde Sanayi Devrimi'nin ortaya çıkışı ile son bulmuştur.²⁹ Bu dönemde ticaret faaliyetleri oldukça sınırlıdır ve birçok risk taşır. Çünkü ülkeler arası ilişkilerin yapısı, siyasi ve politik baskılar bu dönemde geniş çapta faaliyetler olmasını engelleyici niteliktedir.

²⁷ NAUSHABEKOV, Ersain, “Çok Uluslu İşletmelerde Uygulanan Organizasyon Yapıları ve Siemens Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2002, s.13.

²⁸ ÖZALP, İnan; s.24.

²⁹ YILDIRIM, Mehmet, Halit; “Çokuluslu İşletmelerde İşe Alma Politikası Ankara ve İstanbul'da İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Çokuluslu İşletmelerde Uygulama”, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2001, s.2. a.g.e. MUTLU (CAN), Esin, “Uluslararası İşletmecilik”, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1999, s.15.

Bu dönemi şöyle tanımlayabiliriz: Çeşitli bireylerin ülke dışında şanslarını denemek ve dış ülkelerde satın aldıkları malları Avrupa'ya yollamak suretiyle büyük karlar sağlamalarıdır.³⁰ Bu dönem sayısı oldukça az olan kıymetli madenlerin, baharatların, ipeklerin tüccarlar kanalıyla uzak kıtalara yapılan deniz yolculuklarıyla satışlarının veya mal değişimleri sayesinde bu tüccarların yüksek kar elde ettikleri bir dönemdir. Bu tüccarlar genellikle Hollandalı, İngiliz ve Fransız'dır. Çeşitli ülkelerin bu ülkelere imtiyaz tanımları bu ülkelerin diğer Avrupa ülkelerine üstünlük sağlamasına neden olmuştur. Bu işletmelerin bugünün çokuluslu firmalarına öncülük ettikleri düşünülmektedir. Bu işletmeler bir ticaret işletmesidirler. Çünkü sermaye olanaklarının sınırlı olması geniş çapta üretim işletmelerinin kurulmasına olanak vermemektedir.

Ticaret dönemi, Asya, Afrika ve Latin Amerika'da kolonilerin oluşturulmasıyla ve Batı işletmelerine Japonya ve Çin'de bazı imtiyazlar tanınmasıyla sona ermiştir.³¹

Şirketlerin ülke dışına yönelmeleri bankacılık faaliyetlerinin önemini artırmış ve dünyanın önemli ticaret merkezlerinde büyük bankalar kurulmaya başlamıştır.

2.2.2. Sömürgecilik Dönemi

Bu dönemde Avrupa'da meydana gelen büyük sanayi devrimi neticesinde ticari faaliyetler yapan ve ülke dışından aldıkları malları ülke içinde satmak yoluyla kar elde eden firmalar; yerini, sanayi mallarına yönelen büyük işletmelere bırakmıştır.³² Bu dönem içinde Avrupa ve ABD'deki bir çok

³⁰ ÖZALP, İnan; s.24.

³¹ ÖZALP, İnan; s.25.

³² YILDIRIM, Mehmet, Halit; s.3.

işletme, öncelikle de bankacılık faaliyetleri ile dünyanın çeşitli merkezlerine dağılmıştır.³³

Bu dönemde özellikle işlenmiş madenler ve tarım ürünleri önem kazanmıştır. Dış yatırımlar çeşitli sanayi alanlarına; Avrupa'dan Avustralya, Güney Afrika, Hindistan, Kore, Tunus ve Latin Amerika'nın gelişmemiş bölgelerine yönelmiştir. Yapılan bu yatırımların temel amacı yatırım yapılan bölgelere politik üstünlük sağlamaktır. Yapılan yatırımlar İngiltere'nin egemenliğindedir. İngiltere'yi diğer Avrupa Devletleri Hollanda, Fransa ve Almanya izlemiştir.

2.2.3. İmtiyazlar Dönemi

Bu dönem Birinci Dünya Savaşı'nın etkilerinin geçerli olduğu 1914 – 1945 yılları arasını kapsamaktadır. Bu dönem Amerikan işletmelerinin güç kazandıkları dönemdir. Güç kazanmalarındaki en büyük etkenleri 1876 yılında yeni Gümrük Vergileri Kanunu'nun çıkarılması ve ağır savaş ekonomisinin Avrupa şirketlerine zarar vermesidir.

Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra ticareti engelleyici politikaların kaldırılması çokuluslu işletmelerin sayılarının artmasını sağlamıştır. ABD işletmeleri özellikle imalat işletmelerine ve doğal kaynaklara yatırım yapmaktadırlar. ABD silah işletmesi Du Pont'un Kanada'da 2 barut fabrikasını satın alması bir ABD işletmesinin ülke dışı faaliyetlerinin ilk örneğidir. Diğer Amerikan şirketleri Singer, Coca Cola ve Woolworth'da ülke dışında faaliyet göstermeye başlamışlardır.

İlk modern çokuluslu işletmelerin bu dönemde kurulduğu kabul edilir. General Motors ve Lever Brothers bu işletmelere örnek verilebilir. İngiliz şirketi olan Lever Bothers İngiltere dışında üretim ve dağıtım tesisleri

³³ ACAR, Yonca; s.3.

kurmuştur. Diğer Avrupa şirketleri Nestle, ICI, Philips ve Royal Dutch’unda kendi ülkeleri dışında yatırım yaptıkları dönemdir.

1929’daki büyük ekonomik buhran ve İkinci Dünya Savaşı dış yatırımların durmasına neden olmuştur. Bu olaylar Amerika ve Avrupa çokuluslu işletmelerinin küçülmesine ve bir kısmının kapanmasına neden olmuştur. Çeşitli bölgelerin istila edilmesi çokuluslu şirketlerinde istila edilmesine neden olmuştur. Bu dönemde işsizlik büyük ölçüde artmış ve üretim mallarına olan talep düşmüştür. Piyasadaki talebin üretimden az olması ve üretilen malların elde kalmasının sonucunda işletmeler kendi ülkeleri dışındaki ülkelere yatırım yapma gereksinimi duymuşlardır.³⁴

2.2.4. Uluslararası Dönem

Bu dönem İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra günümüze kadar olan dönemi kapsamaktadır. Modern anlamda, çokuluslu şirketler 1950 sonrası yılların ürünüdür.³⁵ Bu dönemde ABD şirketleri dış yardım ve krediler şeklinde uluslararası sermaye hareketlerini ön plana çıkarmıştır. Savaşa katılan ülkelerin yerel yöneticileri, ulusal ekonomilerini tekrar canlandırmak için politik ve ekonomik kutuplaşmalar yaratmışlardır.

Amerikan çokuluslu işletmeleri yatırımların büyük çoğunluğunu, Kanada, Latin Amerika ve Ortadoğu’daki petrol ve maden işletmelerine yapmıştır. Ayrıca, savaş yılları boyunca ulaşım ve haberleşme alanlarında elde edilen büyük teknolojik gelişmeler ve Amerika Birleşik Devletleri’nin savaş yılları boyunca AR-GE harcamalarını finanse etmesi ve araştırmaların sonuçlarını kendi firmalarının kullanımına sunması çokuluslu şirketlerin 1950’den sonra yayılmalarında önemli rol oynamıştır.³⁶ 1946 yılından sonra

³⁴ MUTLU, Esin, Can; s.20.

³⁵ YÜKSEL, Öznur; s.104.

³⁶ YILDIRIM, Mehmet, Halit; “Çokuluslu İşletmelerde İşe Alma Politikası Ankara ve İstanbul’da İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Çokuluslu İşletmelerde Uygulama”, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2001, s.5.

ABD şirketleri Avrupa’da önemli ölçüde yatırımlar yapmışlardır. Bu dönemde Amerikan firmaları emekten tasarruf sağlayan, gelir elastikiyeti yüksek yeni ürünler icat etmişler ve ürün öncülüğünde uzmanlaşmışlardır.³⁷

İşletmeler ülke dışında faaliyet göstermeye iten; hammadde ve maliyetlerinin farklı olması, üretim giderlerinin azlığı, ucuz iş gücü bulma olanağı ve üretilen malların kolayca satılması gibi çeşitli faktörlerdir. Çokuluslu işletmeler işgücünün ucuz olduğu ülkelere ilgi göstermişlerdir. Bazı işletmeler ucuz hammadde kaynaklarına yönelmişlerdir. Bunun nedeni çokuluslu şirketler ana ülkede sağlayacakları kardan daha yüksek kar elde etmek ve mal olarak geçemedikleri gümrük duvarlarının arkasına sermaye olarak geçmeyi tercih etmeleridir.

Çokuluslu işletmeler geniş bir alanda faaliyet göstererek sermaye ve teknoloji transferi sağlarlar. Özellikle gelişmemiş ülkelerle gelişmiş ülkeler arasında önemli teknoloji farklılıkları bulunmaktadır. Geniş çapta teknolojiye ihtiyaç duyulan endüstrilerde çokuluslu işletmelerin önemi artmaktadır. Çokuluslu işletmeler ARGE faaliyetlerine diğer işletmelere göre daha fazla önem verdikleri için teknoloji transferleri kolaylıkla gerçekleşmektedir.

Çokuluslu işletmeler yalnız teknoloji transferlerini değil aynı zamanda çok ülkede eksikliği duyulan know – how ‘ının transferini gerçekleştirirler.³⁸ Yönetim know – how’ının gelişmediği ülkelerde işletmelerin başarılı olabileceğini düşünmek olanaksızdır.

1970’lerden sonra ülkelerin koydukları ticari yasaklar kaldırılmaya başlanmıştır. Uluslararası alanda büyük canlanma görülmüştür. “Aynı zamanda; daha önceki yıllarda yapılan takas ticareti, riskli, pahalı ve zaman kaybına neden olduğundan bu dönemde önemini yitirmiştir. Bunun yerine nakit para ödemeleri, çek ve senetlerle yapılan ödemeler, kur dönüşümleri,

³⁷ YÜKSEL, Öznur; s.114.

³⁸ ÖZALP, İnan; s.43.

taşıma ve sigorta anlaşmaları gibi uluslararası ticareti belirleyici ve kolaylaştırıcı pek çok faaliyetler uygulamaya sokulmuştur.”³⁹ Uluslararası finans piyasalarının entegrasyonu hızlandığı yıllarda çokuluslu işletmelerin sayılarında artış görülmüştür.

Savaş sonrası durgunlaşan ekonomiyi canlandırmak için uluslararası örgütler kurulmuştur. 1946 yılında Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonunun (IMF) kurulması en önemlilerindendir. “Uluslararası Para Fonu’nun temel amacı uluslararası ticaretin yayılmasını ve dengeli gelişmesini kolaylaştırmaktır. Dünya Bankası ülkeler arası yakınlaşmayı sağlamaktadır.”⁴⁰ Uluslararası ticaretin serbestleşmesi amacıyla ülkeler arasında belirli gruplar halinde veya coğrafi bölgelere dayanan anlaşmalar imzalanmıştır. Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Anlaşması (GATT) çerçevesinde gümrük tarifeleri ve diğer sınırlamalar üyeler tarafından karşılıklı olarak indirilmiştir.

2.3. Firmaların Çok Uluslaşma Aşamaları

Çokuluslu işletmeleri bağlı bulundukları ülke sınırları dışında yatırım yapmaya yönelten temel neden kar elde etme isteğidir. Ancak yabancı bir ülkede faaliyet göstermenin beraberinde getireceği ilave maliyetler ve belirsizlikler göz ardı edilmemelidir.

Yerel bir işletme, çokuluslu bir işletmeye dönüşürken birbirlerinden farklı ama birbirleriyle bütünleşen bir takım aşamalardan geçmektedir. Süre açısından bakıldığında bu aşamalar her bir işletme için farklılık göstermektedir. Bazı işletmeler için bu süre oldukça kısa olabileceği gibi çok uzun yıllarda alabilir. Her işletmenin çokuluslaşma aşamaları birbirinden farklıdır. Çalışmamızın bu bölümünde çokuluslaşma aşamaları altı başlık altında incelenecektir.

³⁹ ACAR, Yonca; s.6.

⁴⁰ ÖZALP, İnan; s.33.

2.3.1. İhracat Aşaması

İhracat aşaması bir işletmenin dış piyasaya açıldığı ilk aşama olarak kabul edilir. Bu aşama, şirketin ürünlerine dahili malları ihraç eden bir aracı veya direk olarak dış alıcı tarafından yapılacak bir talep ile başlar. Eğer bu talep karşılanabilirse, dış satış gerçekleştirilmiş olur ve bunun sonucunda dışarıdan yeni doğacak talepler, bir ihracatçı kanalıyla yerine getirilmeye çalışılır.⁴¹ İhracat dış piyasalara girmenin en çok kullanılan ve basit yoludur. Mali gücü yetersiz olan firmalar dış ülkelerde yatırım yapmak yerine ihracatı tercih ederler. İhracatın maliyeti azdır, diğer aşamalara göre riski daha azdır ve gerektiğinde dış pazarlardan çekilmek fazla zorluk yaratmaz. İhracat şirket organizasyonunda önemli değişikliklere yol açmaz.

Bir firmanın ihracata yönelmeye iten iki faktör vardır. Birincisi; yerel kaynaklardan daha ucuz maliyetlerde girdi elde etmek. İkincisi ise; yerel faaliyetler sonucu elde edilen üretimi, var olan pazarları korumak veya yeni pazarlar elde etmek için dış pazarlara satmaktır.⁴² Bir firmanın ihracat yapması firmaya ihracat yapılan ülkenin geleceğine ilişkin talep ve arz miktarı, ülkedeki rekabet koşulları, dağıtım kanalları, ödeme şekilleri, finansal kurumlar ve finansal teknikler konularında bilgi edinmelerini sağlar.

2.3.2. Doğrudan Satış ve Pazarlama Aşaması

Zamanla ihracatta meydana gelen artışlar, dahili üreticiyi bir ihracat yöneticisi çalıştırmaya veya bağımsız bir ihracat bölümü kurmaya zorlar. İhracat kanalıyla dış piyasalara girebilen firmalar ikinci aşama olarak yabancı ülkelerde satış ve pazarlama birimleri açmak ya da ürettikleri ürünleri pazarlayacak firmalarla işbirliğine girme yolunu tercih ederler. Bu yerel

⁴¹ ESADER, C.; Çev. Rıdvan KARLUK; s.210.

⁴² GÜRÜN, Fethi; “Groballeşme ve Çokuluslu Şirketlerin İnsan Kaynakları Yönetimine Etkileri”, Kamu İşletmeleri İşverenleri Sendikası Yayınları, Ankara, 2001, s. 42.

pazarlama şirketleri yerel arz ve talep koşullarına daha yakındırlar. Dolaylı satışlar toplam satışlara büyük ölçüde katkı sağlar.

2.3.3. Dışarıda Ortak Üretim Aşaması

Dış bir ülkede ortak üretime başlayarak; çokuluslaşan firma için etkili bir adım olacaktır. Böylece üretim sürecinin bir kısmı ev sahibi ülkeden yabancı bir ülkeye transfer edilmiş olmaktadır. Bu yolla yatırım yapılan ülkeye teknoloji ve bilgi transferi gerçekleşir.

2.3.4. Ortak Yatırım

Ortak yatırım iki veya daha fazla işletmenin ortak bir şekilde yeni bir işletme kurmasıyla gerçekleşir. Genellikle bu ortaklıklar yerel bir firma ile yabancı bir firmanın ortaklık kurması şeklindedir. Bu tür ortaklıklar belirli bir pazara girmenin kolay hatta bazen de tek yoludur. Çünkü pek çok ülkede yüzde yüz yabancı sermayeli işletmelerin yatırımlarına izin verilmemektedir. Bu yüzden; çokuluslu işletmeler yabancı ülkelerde ev sahibi ülkenin yerel yatırımcılarıyla mülkiyetini ve denetimini paylaşarak ortak bir işletme kurma yolunu tercih ederler.

Çokuluslaşmanın en önemli aşamasıdır. Birçok değişken bu aşamada işletmenin kararlarını etkiler. Tecrübe faktörü, ölçek ekonomisi, firmanın arz kapasitesi, üretim sürecinin esnekliği veya transfer edilebilirliği, yatırım yapılacak ülkedeki yasal düzenlemeler ve teşvikler, rakiplerin hareketleri, bilgiyi dış ülkeye taşıma maliyetleri, kültürel ve politik faktörler; dış yatırımın niteliğini etkileyen değişkenlerdir.⁴³

⁴³ GÜRÜN, Fethi; s. 43.

2.3.5. Dışarıda Doğrudan Üretim Aşaması

Dışarıda doğrudan üretim, daha önceden ortak yatırımlara girişmiş olan çokuluslu şirketlerin şartlar oluştuğunda tercih ettikleri bir aşamadır.⁴⁴ Bu aşamada çokuluslu işletme dış ülkede kendi tesislerini tamamen kendi kurmakta, ülkenin kendine has özelliklerine göre yeni ürün üretmek veya kendi ürünlerinde küçük değişiklikler yaparak ürünlerin pazarlamasını kendisi yapmak yolunu tercih etmektedir.

2.3.6. Global Entegrasyon Aşaması

Çokuluslu işletmeler bu aşamada global işletmelere dönüşmüşlerdir. İşletmenin iç ve dış faaliyetleri tamamen entegre hale gelmiştir. Bu aşamada çokuluslu işletmelerin yönetim yapısı, organizasyon yapısı, üretim ve pazarlama faaliyetleri birleşmekte ve tüm dünyadaki faaliyetlerde global stratejiler uygulamaya başlamaktadır.

2.4. Çokuluslu İşletmelerin Faaliyet Alanları

“Çokuluslu işletmeler bütün dünyaya yayıldıklarından geniş bir bölgede faaliyet gösterirler. İşletmelerin çokuluslaşma yönünde değişim içinde olmaları faaliyet bölgelerinin farklılaşması sonucunu doğurur.”⁴⁵

2.4.1. Gelişmiş Ülkelerde Faaliyet Gösteren Çokuluslu İşletmeler

Çokuluslu işletmeler faaliyetlerinin büyük bölümünü Avrupa ülkeleri, ABD, Japonya ve Kanada gibi ekonomik yönden büyük gelişmeler göstermiş ülkelerde sürdürür.

⁴⁴ MUTLU, Esin, Can; s.89.

⁴⁵ ÖZALP, İnan; s.53.

Çokuluslu işletmeler düşünüldüğünde ilk akla gelen ABD menşeli şirketlerdir. Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra ABD ödemeler bilançosunun fazla vermesi ülke dışına sermaye akışını başlatmıştır. ABD çokuluslu işletmelerinin yatırımlarının büyük bölümü gelişmiş Avrupa ülkelerinde yer almaktadır. Özellikle ABD işletmeleri yatırımlarını Avrupa ülkeleri içinde İngiltere'de gerçekleştirmektedirler. Bunun en büyük nedeni İngiltere'nin yabancı sermayeye karşı esnek bir politika izlemesidir. Ancak İngiliz ve Japon işletmeleri yatırımlarını ABD'de yapmaktadırlar. 1950'den sonra geniş bir pazar olan ABD, çokuluslu Avrupa ve Japon işletmeleri tarafından istila edilmiştir.⁴⁶ ABD çokuluslu işletmeleri ülke dışına sermaye akışına neden olurken, aynı şekilde Avrupa ve Japon çokuluslu işletmeleri de ABD'ye sermaye akışı sağlamaktadırlar.

Çokuluslu işletmelerin hem ana ülkenin hem de yatırım yapılan ülkenin ödemeler bilançosuna etkileri vardır. Çokuluslu işletmelerin bulunduğu ana ülkenin ödemeler bilançosunda olumsuz etkiler yaratacağını ve açık vermesine neden olacağını savunanların yanında, çokuluslu işletmelerin olmadığı durumda bu artışların daha fazla olacağını savunan görüşler de bulunmaktadır. 1960'lardan sonraki ABD ödemeler bilançosundaki açıkların nedeni olarak ABD çokuluslu işletmeleri gösterilmiştir.

Sermaye piyasasının serbestleşmesi kararı, hükümet tarafından yabancı kişilerin yerli varlıkları satın almalarına imkan tanıyan bir karardır. Sermaye piyasasının serbestleşmesi gelişmekte olan pazar yatırımları ve sermaye maliyetleri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.⁴⁷ Bekaert ve Harvey gelişmekte olan piyasaların iki yönde çaprazlama - sektörel olarak değiştiğini ve bunların dünya hisse senedi piyasasıyla olan entegrasyon boyutunun çok vakit aldığını ortaya çıkarmışlardır.⁴⁸ Bir diğer makalelerinde; Bekaert ve Harvey serbestleşmenin gelişmekte olan piyasaların sermaye

⁴⁶ ÖZALP, İnan; s.59.

⁴⁷ BUTLER, Kirt C.; "Multinational Finance", Michigan State University, Michigan., 2004 s.421.

⁴⁸ BEKAERT, Geert, HARVEY, Campbell R.; "Emerging Equity Market Volatility" The Journal of Financial Economics 43, 1997, s.29.

maliyetlerindeki etkisini, dünya öz sermaye piyasalarıyla korelasyonunu ve istikrarsızlıkları saptamıştır.⁴⁹ Onların en önemli bulguları finansal piyasa serbestleşmeleridir. Elde edilen bulgular:

- Gelişmekte olan hisse senedi piyasalarıyla dünya piyasaları korelasyonundaki artış,
- Gelişmekte olan hisse senedi piyasa getirilerinin istikrarsızlığı üzerindeki küçük etkisi ve
- Yerli şirketlerin sermaye maliyetlerini yüzde 1'e kadar düşürmesidir.

Böylece, yazarlar geliştirmekte olan pazarın küresel yatırımcılara çok değerli çeşitlilik avantajları sağladığı sonucuna varırlar.⁵⁰

2.4.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Faaliyet Gösteren Çokuluslu İşletmeler

Üretim faktörlerini en iyi şekilde kullanmaları çokuluslu işletmelerin en büyük üstünlüklerindendir. “Gelişmiş ülkelerin temel sorunu kaynakların yetersizliği değil bu kaynakların en iyi şekilde nasıl kullanılacağına bilinmemesidir. Çokuluslu işletmeler; iyi bir organizasyon ve planlama ile sermaye ve insan kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmasını sağlamaktadırlar.”⁵¹

Çokuluslu işletmelerin faaliyetlerinin büyük bir bölümü geliştirmekte olan ülkelerdedir. Çokuluslu işletmeler sadece doğal kaynaklar (petrol ve maden) için yatırımlarını az geliştirmiş ülkelerde yapmaktadırlar. Bunun nedeni kaynağa bağlılıktır. Gelişmekte olan ülkeler genellikle yabancı sermayeye karşı ılımlı politikalar izlemektedirler.

⁴⁹ BEKAERT, Geert, HARVEY, Campbell R “Foreign Speculators and Emerging Equity Market” The Journal of Finance vol:IV, No:2, Nisan 2000, s.565.

⁵⁰BUTLER, Kirt C., “Multinational Finance”, Michigan State University, ABD., 2004 , s.421.

⁵¹ ÖZALP, İnan; s.43.

Yabancı sermaye gelişmekte olan bölgelere yatırım yaparken de karlı ve daha az riskli bölgeleri tercih eder. Gelişmekte olan piyasa yatırımları gelişmiş piyasa yatırımlarından daha yüksek getiri oranlarına sahip olurken bunlar daha büyük risklere sahiptirler.⁵² Yatırımların riskleri ekonomik ve politik risklerdir. Ekonomik riskler; enflasyon ve devalüasyon gibi her çeşit dalgalanmalar ve ekonomik hayattaki dengesizliklerdir. Politik riskler ise ölkede askeri darbe olması, kamulaştırmaların olması, hükümet değişikliği gibi riskleri kapsamaktadır.

Yabancı sermaye gelişmekte olan ölkelere gümrük duvarlarını aşabilmek, gümrük duvarları ardına geçerek başkalarının mallarının girişine engel olabilmek; ödemeler dengesi problemleri dolayısıyla ihracattaki miktar kısıtlamalarından kurtulabilmek bazen de ucuz girdiler (hammadde, işçilik vb. gibi) değerlendirmek üçüncü ölkelerle ihracat yapabilmek için gelir.⁵³

Gelişmekte olan ölkelerin ödemeler bilançosu ithalat ve ihracat arasındaki olumsuz fark nedeniyle genellikle açık verir. Bu ölkelerin ithalatı kısımları gerekir. Bunun içinde ithal edilen bir malın ölkede üretilmesi ithalatı kısma anlamına gelir ve döviz tasarrufu sağlayabilir. Ayrıca çokuluslu işletmelerin elde ettiği karların bir bölümünün ölkede içinde tekrar yatırıma sokulması ikinci bir katkı sağlar. Çokuluslu işletmeler geniş yatırım hacimleriyle gelişmiş ölkelerin de ödemeler bilançosunda etkili olabilmektedirler.

2.5. Çokuluslu İşletmelerin Faaliyet Nedenleri

Çokuluslu işletmeleri bağlı bulundukları ölkede sınırları dışında yatırım yapmaya yönelten temel neden kar elde etme isteğidir. Ölkeler arası karşılıklı mal değişimi olarak başlayan ve günümüze kadar süre gelen çokuluslu

⁵²BUTLER, Kirt C.; s.419.

⁵³ ÖZALP, İnan; s.64.

işletmelerin yayılması süreci birçok nedene bağlanabilir. Uluslararası faaliyet gösteren işletmeler, başlangıçta sadece hammaddelerin coğrafi dağılımına bağımlıyken, günümüzde bu faktörlerin yanı sıra farklı özellikteki diğer bazı unsurların da uluslararasılaşmada etken olduğu görülmüştür.⁵⁴ Ülke dışında faaliyette bulunmak beraberinde büyük riskleri de getirir. Çeşitli ülkelerdeki ekonomik ve politik baskıların varlığı çokuluslu işletmeler için sayısız sorun yaratır. Buna rağmen çokuluslu işletmeler her geçen gün artan oranda ülke dışında yatırım yapmayı tercih etmektedirler.⁵⁵ Çalışmanın bu bölümünde çokuluslu işletmelerin faaliyet nedenlerini anlatılacaktır.

2.5.1. Uluslararası Fiyat Farklılıklarının Oluşması

Yüzyıllar boyunca, ülkeler kendi üretim olanaklarının yetersiz kaldığı süre içinde, ihtiyaçlarını karşılamak için uluslararası ticarete yönelmek zorunda kalmışlardır. Özellikle de hammadde kaynaklarındaki yetersizlik, ülkeler için birçok sorunun ortaya çıkmasına neden olmuştur.⁵⁶ Doğal kaynaklar coğrafi açıdan çok farklı bölgelere yayılmıştır.

Ülkelerin üretimlerinde gerekli olan hammadde ihtiyaçlarını karşılamak için, işletmeler yatırımlarını kaynakların olduğu bölgelerde yapmışlardır. Bazı işletmeler ise, gerekli hammadde kaynaklarını başka ülkelerden ihraç ederek üretimlerini gerçekleştirmektedirler. Bu yol işletmelerin üretim maliyetlerinin artmasına neden olmuştur.

Ülkeler arasındaki teknoloji farklılıkları da maliyetlerin yükselmesine neden olmaktadır. Gelişen teknoloji bazı ülkelerin daha ucuza ve daha dayanıklı üretim yapmasına neden olur. Ülkeler arası hızla gelişen teknoloji transferleri de maliyeti etkileyici hususlardır. Bir ülke ürettiği tüm mallarda

⁵⁴ KUTAL, Gülten, “Endüstri İlişkileri Açısından Çok Uluslu İşletmeler”, Güray Matbaası, 1982, s.22.

⁵⁵ ÖZALP, İnan; s.32.

⁵⁶ ACAR, Yonca; s.42.

aynı verimliliğe sahip olamayacağı için, daha ucuza malettiği malları üretmeli, üretim etkinliği olmayan malları ise üretmemelidir.⁵⁷

“Bu görüş doğrultusunda; ülkelerin mamul üretimlerinde etkinlik ve verimlilik ön plana çıkmaktadır. Bunun sonucu olarak da, etkin ve verimli olmayan mamullerin ülke dışında ihraç edilmesine gerek duyulmaktadır. Aynı şekilde; fiyat farklılıklarının oluşmasında da etkinlik ve verimlilik önemli bir etkindir. Günümüzde bir mamulün üretiminde etkin ve verimli olunması, kullanılan teknoloji ile yakından ilgilidir. İşletmeler için yeni teknolojilere sahip olmak veya transfer etmek oldukça fazla bir maliyet getirmektedir. Bu iş için gerekli sermayenin temini de maliyetlerin farklılaşmasında ve sonuç olarak da ülkeler arası fiyat farklılıklarının oluşmasına neden olmaktadır.”⁵⁸

2.5.2. Ülkelerin Üretimlerinin Yetersizliği

“Ülkelerin gerekli ihtiyaçlarının karşılanması ve tüm üretimi gerçekleştirmeleri, birçok koşulun aynı zamanda oluşmasına bağlıdır. Bu koşullar yerine getirilemediği için ülkelerin üretiminde yetersiz bir durum ortaya çıkmaktadır. Söz konusu bu koşulları şu şekilde sıralayabiliriz.”⁵⁹

- Doğal Kaynakların Yeryüzünde Yetersiz Dağılımı: Dünyada hiç bir ülke, kendisi için yeterli olacak tüm doğal kaynaklara sahip değildir. Coğrafi konum farklılıklarından dolayı bir çok ülkede çeşitli malların üretilmesi mümkün değildir. Aynı zamanda iklim koşullarının elverişsizliği de bazı üretim mallarının üretilmesine engeldir. Coğrafi dağılımın dengesiz olması uluslararası ticaretin yayılmasına neden olmuştur. İşletmeler ya kaynakların olduğu bölgelere yatırım yapmakta ya da bu kaynakları ihraç etmek durumundadırlar.

⁵⁷ SEYİDOĞLU, Halil; s.5.

⁵⁸ ACAR, Yonca; s.43.

⁵⁹ SEYİDOĞLU, Halil, s.3.

- Uzman İşgücü ve Teknik Bilgi Yetersizliği: Sanayi mallarının üretilmesi için belirli bir teknolojinin ülkede olması gerekir. Gelişmiş ülkeler, sanayileşmiş, rekabet koşullarına uyum sağlamak için araştırma ve geliştirme faaliyetlerine önem vermişlerdir. Buda teknik bilgi gelişimini doğurmuştur. Gelişmekte olan ve az gelişmiş bölgelere teknoloji transferinin yanında uzman iş gücü transferi de çokuluslu işletmeler kanalıyla gerçekleşmektedir.
- Ekonomik Gelişme Farklılıkları: Günümüzde ülkeler arasında önemli ekonomik gelişme farklılıkları bulunmaktadır. Ekonomik gelişme farklılıkları gelişmiş ülkelerin uluslararası ticarete öne çıkmalarını sağlamıştır.

2.5.3. Ülke Dışındaki Fiyatlardan Yararlanma ve Maliyet Düşürme

Çokuluslu işletmeler, insanların mal ve hizmete olan ihtiyaçları sonucu ortaya çıkmış, yeni pazarlara yönelerek ve ülke dışındaki pazarlardan da yararlanarak kapasitelerini artırma yoluna gitmişlerdir.⁶⁰ Özellikle teknoloji, patent veya ticari markalara sahip işletmeler kapasitelerini uluslararası piyasalarda güçlendirmek için; ürünlerini veya hizmetlerini ihraç ederek kapasitelerini dış pazarda birleştirirler, ürünlerini satarak veya bağlantı kurdukları diğer işletmelere lisanslarını kullanarak üretimi artırır, dış pazarda kendi yan kuruluşlarını kurarak üretimi gerçekleştirirler.⁶¹

İşletmelerin bir amacının kar elde etmek olduğunu düşünürsek; işletmelerin kar elde etmeleri iki faktöre bağlıdır. Bunlar satış hasılatının yüksek olması ve maliyetlerin düşük olmasıdır. Maliyetlere etki edecek unsurlar ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ücret farklılıkları, hammadde ve malzeme fiyatlarındaki farklılıklar, ülkelerin sağladıkları

⁶⁰ ACAR, Yonca; s.45.

⁶¹ SEYİDOĞLU, Halil; s.4.

ayrıcalıklar çokuluslu işletmeleri daha uygun alanlara yatırım yapmaya zorlamaktadır.

2.5.4. Teknolojik Etkenler

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra işletmelerin ARGE çalışmalarına verdikleri önem teknolojinin hızla gelişmesini sağlamıştır. Teknolojinin gelişmesi işletmeler için yeni fırsatların doğmasına neden olmuştur. Ekonomik yönden güçlü işletmeler gelişmemiş bölgelerdeki doğal kaynakları teknoloji sayesinde işleme fırsatı bulmuşlardır. Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler çokuluslu işletmelere kapılarını açarak teknolojik yeniliklerden yararlanma fırsatı bulmuşlardır. Az gelişmiş ülkelerin gelişmesi için geleneksel üretim faktörleri olarak bilinen emek, toprak ve sermayenin olması bu ülkelerin gelişmesi için yeterli değildir, temel sorun bu kaynakların modern teknolojinin yardımı ile iyi bir biçimde kullanılmasıdır.⁶²

Bir başka teknolojik etken de, üretilen mal ve hizmetlerin çeşitlenmesidir. Uluslararası pazarlarda söz sahibi olmak isteyen çokuluslu işletmeler, teknolojik gelişmelerden yararlanarak, ürünlerinde farklılaşmaya gitmekte ve pazar paylarını artırmaktadırlar.⁶³

Bir başka teknolojik etken de, haberleşme ve ulaştırma sektöründe büyük teknolojik gelişmelerin meydana gelmesidir. Bu gelişmeler çokuluslu işletmelerin faaliyetlerinin çok uluslaşmasını kolaylaştırmıştır. Haberleşmeye eş zamanlı olarak ulaşım araçlarının hızlarının artması da çokuluslu işletmelerin geniş alanlara yayılmalarını teşvik eden bir faktör olmuştur.

⁶² ÖZALP, İnan; s.35.

⁶³ ACAR, Yonca; s.47.

2.5.5. Dış Ticaret Engellerinin Kaldırılması

“Uluslararası Ticaretin hızla gelişmesi, ülkelerin ekonomilerinde olumlu veya olumsuz; etkiler yaratmaktadır. Bunun sonucu olarak; ülkeler de bu olumsuz etkileri ortadan kaldırmak için dış ticaret yasalarında bazı engellemeler ve kısıtlamalar koymaktadırlar.”⁶⁴ Gümrük tarifeleri ve ticari engeller yaygın olarak kullanılmaktadır. Bunlar hükümetlerin ihracat ve ithalat malları üzerinde koydukları vergilerdir. “Ödemeler bilançosunun açık vermesi, ülkenin bir döviz darboğazı içinde bulunması, gümrük tarifelerini yükseltmek ve kambiyo denetimine başvurmak gibi uygulamaları gündeme getirebilir. Ev sahibi ülke karşılaştığı dış ödeme sıkıntıları nedeniyle ülkedeki yabancı yatırımların fonlarını bloke etmek ya da kar transferlerini engelleme yoluna gidebilir.”⁶⁵ Bu engellemelerin önemli bir bölümü yerel üreticileri ve endüstriyi korumak içindir. Devletin ticaretten kazanç sağladığı ülkelerde ticari engeller konularak devletin ülke içindeki ticari payını korumaya veya arttırılmaya çalışılır. Ülkeler savaş durumlarında, hayati unsurları kendi olanaklarıyla sağlamak zorundadırlar. Bu yüzden; ülkeler savunma sanayiine avantaj sağlamak için ticari engeller koyarlar.

Kotalar ise dış ticaret engellerinin bir diğer şeklidir. Kotalar; ticaretine izin verilen mallarda miktarında yüzdesel olarak kısıtlamalar olmasıdır. “İhracatçı firma dış alıcı ülkenin uygulamaya koyduğu tarife ve kotalar karşısında, o piyasayı kaybetme tehlikesi ile karşılaşır. Bu durumda, tarife ve kotaların etkisinden kurtulup o piyasayı elde tutmanın en etkili yolu, söz konusu piyasada üretime başlamaktır.”⁶⁶ Günümüzde ülkeler tarafından uygulanan kotalar kaldırılmaya hız verilmiştir.

⁶⁴ ACAR, Yonca; s.47.

⁶⁵ ERDOĞAN, Erol; s.25.

⁶⁶ SEYİDOĞLU, Halil; s.454.

Bu ticari engeller çokuluslu işletmeleri olumsuz yönden etkilemektedir. İthalata sınırlamalar getiren ülkeler çokuluslu işletmelerin dış yatırıma yönelmelerine neden olmuştur.

Dış ticaret engellerini kaldıran ülkelere çokuluslu işletmeler yönelmişlerdir. Bu da uluslararası ticaretin gelişmesine önemli katkılar sağlamıştır. Ülkelerin uyguladıkları dış ticaret kısıtlamaları, yabancı malların ülkelere girmelerini engelleyici nitelikte olabilir. Bu yüzden çokuluslu işletmeler iç pazarını koruyabilmek için üretim faaliyetlerini, yatırım şeklinde gerçekleştirir. İhracat yapmak yerine, yabancı bir ülkeye sermaye ve üretim araçları ile doğrudan yatırım yapar. Bu sayede; yeni pazarlara girerek, mevcut pazar paylarını da arttırmış olurlar.

“Uluslararası bazı organizasyonlarla çeşitli anlaşmalar yapılmakta ve ülkeler arası ticari engellerin kaldırılması için birçok yol denenmektedir. Bu anlaşmaların en önlemleri, ticaret ve gümrük tarifeleri üzerinde genel anlaşmalar olarak bilinen, kısa adı GATT olan kuruluştur.”⁶⁷

2.5.6. İç Piyasa Şartlarının Yetersizliği

Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren işletmeler bu piyasalardaki iç talep fazla olduğu için büyük işletmelerdir. Bu da gelişmiş ülkelerde şirketler arasındaki rekabetin daha yoğun yaşanmasına neden olmaktadır. Çokuluslu işletmeler sermaye birikimlerini uluslararası yatırımlara yöneltmektedirler. Uluslararası faaliyetlerden sağladıkları fonları da iç piyasaya aktararak rekabet güçlerini arttırmaktadırlar.

⁶⁷ ACAR, Yonca; s.50.

2.5.7. Riski Dağıtmak

Çokuluslu işletmeler dünyanın çeşitli bölgelerinde faaliyette bulunduklarından, yatırım yaptıkları ülkelere dolay risk faktörlerine maruz kalmaktadırlar. “Dış işlem risk ve maliyetlerini azaltmak için, finansman seçenekleri çoğu kez lokal normlara bağlı olmalıdır. Bunlar gibi kamulaştırma riski de bir gerçek Dünya faktörüdür. Çok uluslu bir şirketin kamulaştırma riskine maruz kalma olasılığı, dış yatırımcılarının yerel topluluklara bağlı olmaktan çıktığı hallerde en fazladır.”⁶⁸ Büyük siyasi istikrarsızlık ve iş noksanlığı ve gelişmekte olan ekonomilerdeki kanuni sözleşmeler önceden bilinmeyen bir takım yatırım risklerine yol açabilir. “Çokuluslu işletmeler ekonomik ve politik riskleri minimum düzeyde tutmak için yatırımlarını dünyadaki çeşitli ülkelere yayma çabasındadırlar. Yoğun bir rekabet içinde oldukları yabancı işletmelere karşı avantajlı bir duruma geçmek için pazarı ve mevcut kaynakları en verimli şekilde değerlendirerek ve riskleri dağıtarak, çokuluslu yatırımları gerçekleştirirler.”⁶⁹

2.6. Çokuluslu İşletmelerin Sermaye Yapıları

Sermaye yapısı; uzun vadeli borçların yapısı, uzun vadeli borçların oranlarıyla ve şirket varlıklarının finansmanında kullanılan özsermaye ile ilgilidir. Finansal yöneticiler, borcun miktarını, borcun döviz olarak cinsini, borcun vadesini, borcun büyüklüğünü, sabit veya dalgalı kurunu değiştirebilen veya istenilebilen seçeneklerini belirleyen kişilerdir. Sermaye yapısı şirketin tüm sermaye maliyetinin başlı başına etkileyici bir etkenidir. Mantıklı sermaye yapısı seçenekleriyle şirket sermaye maliyetleri en aza indirilebilir ve nakit akışı artırılabilir.

⁶⁸ BUTLER, Kirt C.; s.418.

⁶⁹ ACAR, Yonca “Çokuluslu İşletmelerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Çevresel Faktörler ve Ülke Riski” İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 1993, s.52. a.g.e., Raymond VERNON, “Sovereignty at Bay, The Multinational Spread of U.S. Enterprises”, Penguin Books Company, 1971, s.3.

Çokuluslu bir şirket için fırsatların yanı sıra finansal stratejinin zorlukları yerli bir şirkete göre çok daha fazladır. Özellikle, çokuluslu şirket fonlarını arttıracak piyasa ve yabancı para türlerini seçme esnekliğine sahiptir. Çokuluslu işletme uluslararası sermaye piyasalarındaki tatmin olmamış talebe ulaşabilmekte, daha düşük maliyetlere borçlanabildiği için toplam sermaye maliyetini azaltabilmekte ve böylece firmanın değerini daha da yükseltebilmektedir.

2.6.1. Bağlı Ortakların Sermaye Yapıları

Bağlı ortakların sermaye yapısı şirketin bütün finansal hedeflerine bağlı olmalıdır. Varlıklar hesaba katıldığında, finansman şirketin toplam sermaye maliyetlerini en aza indirme hedefiyle yapılmalıdır. Bunu başarmak için, ana şirket kendi finansman kaynaklarını bağlı ortaklarına ve nispeten daha düşük vergisiz ödünç nakit borçlanma şeklinde yönlendirebilir.⁷⁰

Şirket değerini en yükseğe çıkarmanın bir yolu da finansal yöneticilerin bağımsız dış işlemleri nasıl finanse edileceği konusuna dikkat etmeleridir. “Toplam sermaye maliyetinin düşürülmesi yöneticilerin öncelikli amacı olmasına rağmen dış işlemler üzerindeki lokal etkenlere verilen ağırlık yerel işlemlerden oldukça daha fazladır. Dış işlem risk ve maliyetlerini azaltmak için, finansman seçenekleri çoğu kez lokal normlara bağlı olmalıdır.”⁷¹ Çok uluslu bir şirketin kamulaştırma riskine maruz kalma olasılığı, dış yatırımcılarının yerel topluluklara bağlı olmaktan çıktığı hallerde en fazladır.

Dış yatırımları lokal borçlanma ve öz sermaye ile finanse etmenin bir karşılığı kamulaştırmanın önemini azaltır. Çünkü şirket kendi parasının az bir bölümünü riske etmiş olur. Ayrıca yatırımlar lokal olarak sadece bağlı ortaklarca değil yerli yatırımcılar tarafından da finanse edildiğinden kamulaştırma ihtimalini azaltır.

⁷⁰BUTLER, Kirt C.; s.409.

⁷¹BUTLER, Kirt C.; s.409.

Döviz borcu, dış işlemlerde ortaya çıkan döviz riskine karşı “doğal koruma” sağlayan ek avantaja sahiptir. Yabancı bir yan kuruluşun nakit akışını yerel faiz giderleriyle dengelemek çokuluslu şirketin döviz riskini azaltır. Graham ve Harvey Raporlarında yer alan bir ankette CFO’ların yüzde 85’den fazla bir oranda dövizle borçlanmanın döviz riskine karşı önemli bir doğal koruma sağladığını belirtmektedirler.⁷²

“Nauman-Etienne (1974)’nin bağlı şirketlerin sermaye yapılarına ilişkin çalışmalarına göre, Amerikan çok uluslu işletmelerinin hisse senetleri çoğunlukla Amerikan sermaye piyasalarında işlem görmekte ve hedeflenen borç oranı Amerikan yatırımcılarının beklentilerine ve değerlendirme kuruluşlarının kriterlerine göre belirlenmektedir. Bu nedenle, Amerikan çok uluslu işletmelerinin bağlı şirketlerinin sermaye yapısı, ana şirketin sermaye yapısı ile uyumlu olmalıdır.”

2.6.2. Çokuluslu İşletmelerin Sermaye Yapılarını Etkileyen Unsurlar

Çokuluslu işletmeler tıpkı ulusal işletmeler gibi ya borç yoğun sermaye yapısını ya da özsermaye yoğun sermaye yapısını tercih ederler. Borç yoğun sermaye yapısı işletmenin sabit ve düzenli net nakit girişleri olmasını gerektirir. Bu sayede işletmeler nakit girişleriyle borcun faiz ödemelerini kolaylıkla karşılayabilirler. Minimum sermaye maliyetine ulaşıldığı optimal sermaye yapısı her bir firmanın faaliyet özelliklerine göre farklılık gösterir. Daha fazla istikrarlı nakit akımına sahip firmalar daha büyük boyutta faiz ödemeleri yapabilecektir. Bu yüzden bu firmalar oldukça büyük borç oranına sahip bir sermaye yapısına sahip olmayı isteyebilir.⁷³ Çokuluslu işletmelerin sabit ve sürekli nakit akışları olduğu söylenebilir. Birçok ülkede faaliyet

⁷² GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, The Journal of Financial Economics 60, 2001, s.187

⁷³ MADURA, Jeff; “Multinational Capital Structure and Cost of Capital”, International Financial Management, Florida Atlantic University, 1992, s.539.

gösteren bir çokuluslu işletme için bir ülkede gerçekleşen bir kriz durumundan sadece işletmenin bir bölümünün gelirlerinin etkileneceği düşünülebilir.

Çokuluslu işletmelerin bazı özellikleri de ulusal firmalara göre nakit akışlarının değişken olmasını sağlar. Örneğin bağlı ortağın gelirleri ev sahibi ülkenin değişen vergi oranlarına bağlıdır yada ev sahibi ülke bağlı ortağın tüm kazançlarını ülkede tutmaya zorlayabilir. Bu gibi durumlarda çokuluslu işletme düzenli fon akışı sağlayamayacağından özsermaye yoğun sermaye yapısını tercih edeceklerdir.

Graham ve Harvey, ABD finansman departmanı müdürleri üzerinde yaptığı araştırmada; yöneticilerin sermaye yapısını seçerken şirketin finansal esnekliğinin ve kredi oranlarının en önemli konuları oluşturduğunu ve resmi olmayan kuralları temel aldıklarını bulmuştur.⁷⁴ Bu sermaye yapısının belirlenmesinin en iyi durumda bile kesin olmayan bir çaba olduğunu ortaya koyar.

Madura 1993 yılında yaptığı çalışmada; çokuluslu işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörler olarak bağlı ortakların kararları, bağlı ortakların aracılık sorunları, ülke riski etkisine açık olma, borç maliyeti ve kur oranı hareketlerinin olduğunu savunmuştur.⁷⁵ Tezin bu bölümünde bu faktörler ele alınacaktır.

2.6.2.1. Bağılı Ortakların Etkisi

Çokuluslu bir şirketin sermaye yapısının bağlı ortakları arasında oldukça belirgin bir değişiklik göstermesine neden olabilecek unsurlar; bağlı ortakların kararları ve bağlı ortakları aracılık sorunları olarak sayılabilir.

⁷⁴ GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; s.189

⁷⁵ MADURA, Jeff; s.166.

2.6.2.1.1. Bağlı Ortakların Kararları

Yabancı bağlı ortaklar özkaynaklarını, elde ettikleri kazançlarını ellerinde tutarak ya da ana şirketten özkaynak katma yoluyla elde etme eğilimini gösterirler. Bağlı ortaklar son zamanlarda düşük karlar sağlamışlarsa ve ana şirket özkaynak katamıyorsa, bağlı ortaklar borç finansmanına yönelmek zorunda kalacaklardır.

Bağlı ortaklardan birinin kazançlarının birkaç yıl boyunca düşük veya negatif olması bekleniyorsa, borcun vergi avantajını tam olarak sermayeye dönüştüremeyebilir. Dolayısıyla, kullanılan tüm borçların bir vergi kalkanı görevi görmesini sağlamak amacıyla daha çok özkaynak kullanmayı düşünebilir. Çünkü zarar eden firmalar vergi ödemedikleri için zararları devam ettiği süreçte vergi kalkanı etkisinden yararlanamazlar. Buna karşıt olarak kar beklentileri yüksek olan bir bağlı ortağın borcu vergi kalkanı olarak kullanma kabiliyeti daha yüksek olacaktır ve bu nedenle daha çok borç yoğun bir sermaye yapısını tercih edebilir. Alacakları genellikle, yabancı vergilere bağlı ortaklarının ödediği çokuluslu şirketlere verilirken, vergi oranları ülkeler arasında değişiklik gösterebilir ve bu da, borcun vergi kalkanı olarak kullanılmasının bazı ülkelerde daha etkili olmasına neden olur.

Bu noktaya kadarki tartışmalarda; sermaye yapısı bileşenine optimal borç özsermaye finansmanı açısından yaklaşılmıştır. Alternatif bir sermaye yapısı kararı, çokuluslu işletmelerin, bağlı ortakların tamamen sahipliğinde olması veya sadece bir bölümünün merkeze bağlı olması durumudur. Tamamen sahip olunan bağlı ortağın temel avantaj; çıkar çatışmasının önlenmesidir. Tamamen sahip olunan bağlı ortaklıklarda yöneticiler çokuluslu işletmenin hissedarlarının zenginliğini, bir kısmına sahip olunan bağlı ortaklarda ise hem çokuluslu işletme hissedarlarının hem de yabancı bağlı ortağın hissedarların zenginliğini ön planda tutmaları gerekmektedir. Bu da firma gelirlerinde gelir çatışması yaşanmasına neden olur.

Çıkar çatışması özellikle bir kısmına sahip olunan bağlı ortaklarda yöneticilerin azınlık hissedarlar olduklarında karşımıza çıkar. Bu yöneticiler çokuluslu işletmenin tamamını göz ardı ederek sadece bağlı ortaklığın yararlarını ön planda tutarlar. Ana firma açısından uygun olmayıp onlar açısından uygulanabilir olan projeler için fonları kullanabilirler.⁷⁶

2.6.2.1.2. Bağlı Ortakların Aracılık Sorunları

Bağlı ortaklar ana şirket tarafından kolaylıkla izlenemiyorsa, aracılık maliyetleri ortaya çıkar. Ana şirket, bu gibi aracılık sorunlarını önlemek için, bağlı ortaklarından kazançlarını göndermelerini isteyerek onları işlemlerini finanse etmeleri için orantılı olarak yüksek seviyeli borç kullanmaya zorlayabilir. Bağlı ortaklar yerel alacaklılar tarafından izlenecek ve dolayısıyla kendi politikalarından sorumlu tutulacaktır. Buna ek olarak, borç kullanımı borçların belirli aralıklarla ödenmesini gerektirir ve bu da bağlı ortağın yöneticilerinin fazla nakit akışı elde etmesini önler. Dolayısıyla, bağlı ortaklar yüksek seviyelerde borç kullandıklarında aracılık sorunları azalabilir.

Aracılık sorunlarını azaltma konusunda ana şirketin uygulayabileceği alternatiflerden biri de, bağlı ortakların şirket hisselerinin bazılarını ilgili yöneticilere satmasını sağlaması ve böylece yöneticilerin kendi çıkarlarına odaklanmak yerine firmanın değerini en üst düzeye çıkarmaya yoğunlaşmalarını teşvik edebilir. Bu yöntem, orantılı olarak daha çok özkaynak finansmanı ile sonuçlanacaktır.

2.6.2.2. Ülke Riski Etkisine Açık Olma

Bağlı ortaklar, kamulaştırma olasılığı gibi çeşitli biçimlerdeki ülke risklerinin etkilerine açıktırlar. Bağlı ortaklar yerel kredi kaynaklarından fon

⁷⁶ MADURA, Jeff; s.540.

kullandığı zaman, bu kredi kaynakları bağıli ortaklara şiddetli kısıtlamalar uygulamaması konusunda ev sahibi hükümete baskı yapabilirler. Borç yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için bağıli ortakların yeterince iyi bir performans göstermesini güvenceye almak yerel alacaklıların çıkarıdır. Ülke riskleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek olma eğilimi gösterdiği için, bu ülkelerde bulunan bağıli ortaklar, yerel kredi kaynaklarının desteğini alabilmeleri için nispeten yüksek seviyelerde borç kullanmaya teşvik edilirler.

Ülke riskinin daha az şiddetli biçimlerinden biri, bağıli ortak tarafından üretilen nakit akımlarının gelecekte belirlenen bir zamana kadar ana şirkete gönderilmesine izin verilmeyen bloke edilmiş fon kısıtlamasıdır. Bağıli ortaklardan biri fonlarının bloke edileceğini tahmin ediyorsa, borç yükümlülüklerini karşılamak için kendi nakit akışından daha çok kullanabileceği, böylece de kısıtlamadan etkilenecek daha az miktarda fonu olacağı şekilde borç finansmanını tercih edebilir. Yerel borçların kullanılması, ana şirketin özkaynak katmasını imkansız hale getirir ve daha çok borç yoğun sermaye yapısına yol açar.

2.6.2.3. Borç Maliyeti

Borçla finansmanı tercih eden bağıli ortakların çoğu, bulundukları ülkenin para biriminde borç alacaktır. Daha sonra, ödeme yapmadan önce nakitlerini başka bir para birimine dönüştürme ihtiyacı duymayacak şekilde borç ödemelerini karşılamak için uygulamalarından elde ettikleri gelirleri kullanabilirler. Mali piyasalardaki bazı sınır ötesi engellerin varlığı göz önünde bulundurulduğunda, borç piyasaları kesimlenmiştir. Bu nedenle, borç maliyeti ülkeler arasında değişiklik gösterir. Yerel borç maliyeti nispeten düşükse, o zaman bağıli ortaklar faaliyetlerini finanse etmek için daha büyük oranlarda borç kullanmaya teşvik edilebilirler. Çokuluslu şirketin bağıli ortaklarının çoğu düşük faiz oranlarına sahip ülkelerde bulunuyorsa, bağıli ortakların eğilimi

bütününde çokuluslu şirketin borç yoğun bir sermaye yapısına sahip olmasıyla sonuçlanacak şekilde borç kullanma yönünde olabilir.

2.6.2.4. Döviz Kuru Hareketleri

Bağlı ortaklar en sonunda karlarını ana şirkete gönderecekleri için, yerel para birimi ile ana şirketin yerel para birimi arasındaki kurun izleme eğilimi gösterirler. Fonların geri gönderilmesi, bağlı ortağın yerel para biriminin ana şirketin para birimine karşı çok yüksek değer kazandığında gerçekleşecek şekilde ayarlanırsa, çokuluslu şirket bir bütün olarak fayda sağlayabilir. Bu durumda, geri gönderilen fonlar ana şirket için daha büyük miktarlara ulaşır. Bağlı ortakların yerel para biriminin ne zaman tepe yapacağını bilmesi neredeyse imkansız olmasına karşın, bağlı ortak gönderme işlemini yerel para birimi nispeten güçlü olduğunda yapabilir. Bu gibi dönemlerde geri gönderilen karlar yüksek olacaktır ve bu da, bağlı ortağın işlemlerini finanse etmek için daha az özkaynaklara (elde tutulan karlara) ve daha çok borca yönelebileceği anlamına gelir. Ters şekilde, yerel para biriminin zayıf olduğu zamanlarda bağlı ortak karlarının tamamını göndermek yerine elinde tutabilir ve bu nedenle orantılı olarak daha az borç ihtiyacı hissederler.

2.6.3. Çokuluslu İşletmelerin Bağlı Ortakların Sermaye Yapılarına Etkileri

Bir ülkenin koşulları (ülke riski, kur oranları, vb gibi) zaman içinde değiştiğinden, bağlı ortak tarafından tercih edilen sermaye yapısı da değişebilir. Bağlı ortaklar genellikle sermaye yapılarını şu şekillerde ayarlarlar. Yerel bankalardan veya diğer bağlı ortaklardan borç alarak veya finansal piyasalara borçlanma senetleri ihraç ederek daha borç yoğun bir hale gelebilirler. Aynı zamanda karlarını ana şirkete göndererek de daha borç yoğun hale gelebilirler. Bu durum, borç - özkaynak oranlarının artmasına neden olur. Karlarını ana şirkete göndermek yerine ellerinde tutarak, ana

şirketten özkaynak katkısı olarak veya ödenmemiş borçlarını azaltarak daha özkaynak yoğun bir hale gelebilirler.

Çoğu durumda bağlı ortaklar, fon ihtiyaçları olduğunda tercih ettikleri sermaye türünü seçerek, hedefledikleri değiştirilmiş sermaye yapılarına doğru yöneleceklerdir. Örneğin, ülke riskinin artması nedeniyle daha çok borç yoğun hale gelmek istiyorlarsa, karlarının çoğunu ana şirkete gönderebilir ve fona ihtiyaç duyduklarında borç alabilirler. Hedeflenen sermaye yapısına ulaşmanın daha hızlı bir yolu, derhal borç almak, işlemlere yatırılan mevcut özkaynak gelirlerini değiştirmek ve özkaynağı ana şirkete göndermek olacaktır. Bu hızlı yöntem yalnızca bağlı ortak hedeflenen yeni sermaye yapısına derhal geçmekte bir avantaj gördüğünde düşünülebilir.

2.6.4. ABD Merkezli Çokuluslu İşletmelerin Sermaye Yapılarının Diğer Ülke Merkezli Çokuluslu Şirketlerin Sermaye Yapılarından Farklılıkları

ABD tabanlı çokuluslu şirketlerin bağlı ortaklarının sermaye yapıları ev sahibi ülkenin koşullarından etkilenirken, bu durum onların bu ülkelerde yerleşik çokuluslu şirketlerin sermaye yapılarına uydukları anlamına gelmez. Merkezleri bu ülkelerde bulunan çokuluslu şirketler, borç geri ödeme sorunları yaşadıklarında birtakım hükümet yardımları alıyor olabilirler. Bu, onların daha çok borç yoğun sermaye yapısı kullanmalarına olanak tanır.

Örneğin, Japonya ve Batı Almanya'daki bazı firmalar nisbeten daha çok borç kullanmayı kaldırabilirler. Çünkü ters ve beklenmedik koşullar söz konusu olduğunda daha çok hükümet desteği alırlar. Ayrıca, tedarikçiler veya müşteriler olan diğer yerel şirketlerden mali destek gelebilir. Bu durum, birbirine hizmet eden şirketler arasında çapraz hisse sahibi olma oranının yüksek olduğu Japonya'da yaygındır. Mali açıdan sorun yaşayan bir şirket, diğer firmalardan mali destek alabilir. Çünkü hissedarları olarak şirketin yaşaması kendi çıkarları açısından en iyisidir.

Ülke özellikleri kimi zaman belirli ülkelerde yerleşik şirketlerin nisbeten daha çok borç kullanmasına olanak tanınmasına karşın, bu özellikler genellikle ABD merkezli çokuluslu şirketlerin bu ülkelerde bulunan bağlı ortaklarına uygulanmayabilir. Hükümet veya diğer firmalar tarafından sağlanan mali destek, merkezi başka bir yerde bulunan çokuluslu şirketin sorun yaşayan bağlı ortaklarına genellikle sağlanmaz. Bu nedenle bu bağlı ortaklar bulundukları ev sahibi ülkedeki rakipleri kadar çok borç kullanamayabilirler.

Özetle, çokuluslu bir şirketin bağlı ortakları genellikle çeşitli ülkelerde bulunduğu için, hedeflenen sermaye yapısı bağlı ortaklar arasında değişiklik gösterecektir. Borç finansmanı, bağlı ortağın karlarının ve ülke riskinin yüksek, yerel borç maliyetinin düşük ve yerel para biriminin güçlü (karın çoğunu geri gönderecekleri için) olduğu ülkelerde bulunan bağlı ortaklar tarafından tercih edilebilir. Özkaynak finansmanı, bağlı ortak kazançlarının ve ülke riskinin düşük, borç maliyetinin yüksek ve yerel para biriminin zayıf olduğu ülkelerde bulunan bağlı ortaklar tarafından tercih edilir. Sermaye yapısının doğru şekilde belirlenebilmesi için, ilgili ev sahibi ülkeye özel bu etkenlerin, firmanın diğer özellikleriyle birlikte ele alınması gerekir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'YE KOTE OLAN ÇOK ULUSLU FİRMALARDA SERMAYE YAPISI KARARLARINA DÖNÜK UYGULAMA

İşletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörler çok çeşitlidir. Bu faktörlerin her birinin işletmelerin sermaye yapısını etkilemeleri işletme türlerine göre farklılık göstermektedir. Bu bölümde işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörlerin, çokuluslu işletmelerde ve ulusal işletmelerde farklılıkları araştırılmaktadır.

Konu öncelikle teorik açıdan özetlenerek konuyla ilgili daha önceki çalışmalara yer verilmiştir. Analizde kullanılan model ve modele ilişkin değişkenler açıklanarak analiz sonuçları yorumlanmıştır.

“Bir firmanın temel kaynağı varlıklarının yarattığı nakit akışı hareketleridir. Firma tamamen hisse senetleriyle finanse edildiğinde tüm nakit akışları hissedarlara aittir. Firma hem borç hem de özkaynakla finanse edildiğinde nakit akışları ikiye bölünür: Borç verenlere giden nakit akışları nispeten daha güvenli, hissedarlara giden nakit akışları ise daha risklidir.”¹

Tamamen özkaynaklardan veya borçlardan oluşan firma sermaye yapısıyla karşılaştırılması olası bir durum değildir. Firmalar farklı oranlarda

¹ BRADLEY, Michael; JARRELL, Gregg, A.; KIM, E. Han; “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, The Journal of Finance, Vol:39, No:3, 1984; s.404.

borç-özsermaye bileşimleriyle sermaye yapılarını oluştururlar. Farklı borç-özsermaye oranlarındaki sermaye yapıları ise firma değeri üzerinde farklı etkilere sahip olabilmektedir. Bu etkilerin açıklığa kavuşturulmasına yönelik çeşitli çalışmalar yapılmıştır.

3.1. İşletmelerin Sermaye Yapısını İnceleyen Çalışmalar

“Modigliani ve Miller farklı oranlarda borç ve özsermaye ile şirket değerinin artırılamayacağını ileri sürmüştür. Öngöründe; tam rekabet koşullarının geçerli olduğu etkin bir piyasa varsayılmaktadır. Esasen, aynı risk kategorisinde olan ve aynı net faaliyet gelirine sahip işletmelerin birinin sermaye yapısının değiştirilmesiyle diğerlerine göre daha yüksek bir değere çıkarılmasının olanaklı olmadığı vurgulanmaktadır. İşletmenin değerinin, sermaye yapısındaki oransal değişimlerden değil, işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının söz konusu işletmenin risk kategorisine uygun bir iskonto oranı ile indirgenmesi ile bulunabileceği ileri sürülmüştür. Piyasaların etkin olmadığı koşullarda sermaye yapısı önem arz etmekte uygun borç ve sermaye oranının seçilerek optimal sermaye yapısına ulaşılması önem kazanmaktadır.”² Jensen ve Meckling (1976); borç ve özsermaye ile oluşan temsil maliyetlerinin dengelenmesi ve toplam temsil maliyetlerinin minimum kılınması ile optimal sermaye yapısına erişebileceğini savunmuşlardır.

Bu araştırmacılar dışında; Myers³ (1977), Ferri ve Jones⁴ (1979), Bradley, Jarrel ve Kim⁵ (1984), Taggart⁶ (1984), Pozdena⁷ (1987), Titman ve

²KAHVECİ, Eyüp; SAYILGAN, Güven; “Türkiye’deki Mevduat Bankalarının Sermaye Yapılarının Net Faiz Gelirleri Üzerindeki Etkisi (2002–2004 Panel Veri Analizi), Finans Bilim Platformu, 2006, s.5.

³ MYERS, Stewart; “The Determinants of Corporate Borrowing”, Journal of Financial Economics, Vol:5, 1977, s.147-175.

⁴ FERRI, Michael, G.; JONES, Wesley, H.; “Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach”, The Journal of Finance, Vol:34, No:3, 1979, s.631-644.

⁵ BRADLEY, Michael; JARRELL, Gregg, A.; KIM, E. Han; “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, The Journal of Finance, Vol:39, No:3, 1984, s.857-880

Wessels⁸ (1988), Joshi (1992), Mohamad⁹ (1995), Saa Requejo¹⁰ (1996) sermaye yapısını etkileyen faktörleri ampirik olarak incelemişlerdir.

Chen, Lensink ve Sterken (1998) Hollanda firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörler üzerinde çalışmışlardır. “Chen ve diğerleri; uluslararası firmaların yurtiçi firmalara kıyasla düşük borç oranına sahipliğini, büyüklük, karlılık, iflas ve temsilcilik maliyetlerinin kontrol edilmesinden sonra da geçerli olduğunu göstermişlerdir. Bu bulguya ek olarak yazarlar, uluslar arası faaliyetlerinin düzeyinin borçluluk oranı ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu bulmuşlardır.”¹¹ “Bevan ve Danbolt (2001), 1991- 1997 yılları arası, 1054 İngiliz şirketinin sermaye yapısını etkileyen faktörleri analiz etmişlerdir.”¹²

Graham ve Harvey (2001) işlem maliyetleri, düşük yatırım maliyetleri, mal varlığı ikamesi, çalışanlarla pazarlık, serbest nakit dolaşımı değerlendirmeleri, ve ürün piyasası gibi sermaye yapısı seçimini etkileyen faktörleri işaret eden karışık veya az bir kanıt bulmuşlardır..¹³

Booth; 2001 yılında gelişmekte olan on ülkede faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı üzerinde yaptığı çalışmada belirli ülke faktörlerinin sermaye yapısını etkilediği sonucunu bulmuştur.

⁶ TAGGART, Robert, A.; “Taxes and Corporate Capital Structure in an Incomplete Market”, The Journal of Finance, Vol:35, No:3, 1984, s.645-659.

⁷ POZDENA, Randall, Johnston; “Tax Policy and Corporate Capital Structure”, Economic Review, 1987, s.37-51.

⁸ TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto; “The Determinants of Capital Structure Choice”, The Journal of Finance, Vol:43, No:1, 1988, s.1-19.

⁹ MOHAMAD, H.; “Capital Structure in Large Malaysian Companies”, Management Internatioanal Review, Vol:56, 1995, s.333-341.

¹⁰ SAA – REQUEJO, Jesus; “Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience”, Journal of Financial Management, Vol:25, 1996, No:3, s.44-56.

¹¹ GÖNENÇ, Halit; ARSLAN, Özgür; s.298

¹² ACARAVCI, Songül, Kakilli; DOĞUKANLI, Hatice; s.45.

¹³ GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, The Journal of Financial Economics 60, 2001, s.239.

Graham 1998 yılında finansal sıkıntı maliyetleri üzerinde yaptığı çalışmada finansal sıkıntı maliyetlerini gerçekleşme öncesi ve sonrası olarak ayırmıştır. Koşulların değişmediği varsayımıyla gerçekleşme öncesi beklenen finansal sıkıntı maliyetlerinin yüksek olması durumunda işletmelerin daha az borç kullandıkları sonucuna varmıştır. Lee ve Kwoks (1988), çok uluslu işletmelerin yerel firmalara göre daha yüksek temsilci maliyetlerine ve daha düşük kaldıraç oranına sahip olduklarını belirtmişlerdir.¹⁴

“Bazı teorik çalışmalarda çok uluslu işletmelerin çok sayıda ve aralarında korelasyonun düşük olduğu ülkelerde faaliyet gösterdikleri, ülkeler açısından çeşitlendirme ile karlılıklarındaki dalgalanmayı azalttıkları ve daha düşük oranda iflas olanaklarının bulunduğu iddia edilmektedir.”¹⁵ Lee (1986), Fatemi (1988), Lee ve Kwoks (1988), Jensen ve Meckling (1976); yaptıkları çalışmalarda; borcun vergi azaltıcı etkisi ile iflas maliyeti arasındaki ters yönlü ilişki daha yüksek bir kaldıraç oranına sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Çok uluslu işletmeler ile yerli işletmelerin borç oranlarını karşılaştırdıklarında beklentilerin aksine çok uluslu şirketlerin daha düşük bir borç oranına sahip oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Shapiro (1978) ise uluslararası faaliyetlerdeki çeşitlenmenin işletme riskini azaltacağını ve çok uluslu işletmelerin daha yüksek bir borç oranı ile çalışabileceklerini ifade etmiştir.

Banu Durukan (1997) İMKB’de işlem gören firmaların sermaye yapılarını inceleyen çalışmasında; karlılık ve borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısını etkileyen en önemli değişkenler olduğu sonucunu bulmuştur. Gönenç ve Arslan (1997) yaptıkları çalışmada; uluslararası firmalarla Türk reel firmaların sermaye yapıları arasında farklılıklar olduğu sonucuna varmışlardır.

¹⁴ YÜCEL, Tülay; KURT, Gülizar; “Çok Ulusluluk ve Sermaye Yapısı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma”, Journal of Faculty of Business, Vol.3, No.2, 2002, s.27.

¹⁵ YÜCEL, Tülay; KURT, Gülizar; s.25.

3.2. Çalışmanın Analizi

3.2.1. Analizin Amacı

Bu çalışmanın amacı; çokuluslu işletmelerin sermaye yapıları ile ulusal işletmelerin sermaye yapıları arasındaki farklılıkları ortaya koymaktır. İşletmelerin başarısında önemli rol oynayan sermaye yapısı kararlarının ulusal ve uluslar arası işletmelerde değişiklik gösterip göstermediği analiz edilmektedir. Çalışmada uluslar arası girişimlerin hızla arttığı globalleşen dünyada yatırım ve şirket kararlarında, sermaye yapısı faktörünün önemine dikkat çekmek ve etkileyen faktörleri belirlemek amaç edinilmiştir.

3.2.2. Çalışmanın Kısıt ve Varsayımları

Analizde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) kayıtlı reel sektör firmalarının 1992 yılından 2003 yılına kadar olan dönemde 12 aylık verileri kullanılmıştır. Mali sektör firmaları, bilanço yapıları farklı olduğu için analizde yer verilmemiştir.

3.2.3. Veri Seti ve Verilerin Dizaynı

Analizde 1992–2003 dönemine ait, İMKB’de işlem gören firmaya ait, 31 Aralık tarihli bilanço, gelir tablo ve fon akım tablolarına ait veriler kullanılmıştır. Modelde kullanılan veriler, İMKB şirketler yıllığından ve İMKB’nin web sitesinden sağlanmıştır.

Ek bölümünde yer alan birinci tabloda; şirketlerin 1992–2003 yılları arasındaki ihracat/net satışlar oranı toparlanmıştır. Oniki yılda; her bir yıl için ayrı ihracat/net satışlar oranı belirlenmiştir ve bu oranların ortalaması alınmıştır. Bu ortalamaları %20 den büyük çıkan şirketler çok uluslu şirket olarak kabul edilmiştir. Çünkü bu şirketler net satışlarının büyük bir bölümünü yabancı ülkelerde gerçekleştirmektedirler. Ek ikide çokuluslu olarak kabul ettiğimiz şirketler yer almaktadır.

Öncelikle bağımlı değişkenler hazırlanmıştır. Modelde üç adet bağımlı değişken kullanılmıştır. Bunlar; borcun aktiflere oranı 1 (toplam borç/toplam aktif), borcun aktiflere oranı 2 (ortalama kısa vadeli borç/toplam aktif) borcun aktiflere oranı 3 (ortalama uzun vadeli borç/toplam aktifler)'dir. Ek bölümünde bu değişkenlere ait tablolar yer almaktadır.

Daha sonra modelde kullanılacak olan bağımsız değişkenler belirlenmiştir. Beş adet bağımsız değişkene ait her bir tablo ek bölümünde yer almaktadır.

3.2.4. Modelin Teorik Yapısı

Sermaye yapısındaki farklılıkları ortaya koymak amacıyla regresyon eşitliğinden faydalanılmıştır. Çünkü regresyon analizi bir değişkende meydana gelen değişikliğin nedenlerini bir veya daha fazla değişkene bağlı olarak açıklayabilen yöntemlerden birisidir.¹⁶ Çoklu regresyon aşağıdaki şekildeki gibi ifade edilebilir.

$$Y_i = a + bBY_i + cIR_i + dKR_i + eBVK_i + fGR_i + \epsilon_i$$

Eşitliğin sol tarafında yer alan Y_i bağımlı değişkeni ifade etmektedir. Bu değişkenlerdeki meydana gelen değişikliklerin nedenleri bağımsız değişkenlere bağlı olarak açıklanmak istenir. Eşitliğin sağ tarafında yer alan değişkenler BY_i , IR_i , KR_i , BVK_i , VO_i , GR_i bağımsız değişkenlerdir. Modelde beş adet bağımsız değişken kullanılmıştır. Bağımsız değişken değeri ifade edildiği eşitlikteki öteki değerlerden etkilenmeksizin beliren, aldığı değerle bağımlı değişkeni belirleyen değişkendir.¹⁷ Eşitliğin sağ tarafında yer alan a , b , c , d , e , f , ifadeler sabit katsayılardır. Her bir katsayı, bağımlı değişkende

¹⁶ YALÇINER, Kürşat; "Borsalar Arası Sermaye Hareketlerinde Reel Getiri Etkisi İMKB'de Bir Uygulama", Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 2001, s.193.

¹⁷ AYPEK, Nevzat; BAN, Ünsal; "Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü", Gazikitevi, Ankara, Haziran 2002, s.49.

meydana gelecek bir birimlik artış ve azalış karşısında bağlı oldukları bağımsız değişkende meydana gelecek artış ve azalışları gösterir. ϵ ise hata terimidir. Değişkenlere ait tanımlamalar aşağıdaki gibidir:

$$Y_i = a + bBY_i + cIR_i + dKR_i + eBVK_i + fGR_i + \epsilon_i$$

Y_i = Borcun aktiflere oranı = BORAKOR

BY_i = Firma büyüklüğü değişkeni = FBUYUK

IR_i = İşletme riski değişkeni = ISLRISK

KR_i = Karlılık değişkeni = KAR

BVK_i = Borç dışı vergi kalkanı = BDVERKAL

GR_i = Büyüme oranı = BORAN

3.2.5. Modelde Kullanılan Değişkenler

Modelde; sermaye yapısını etkilediğini düşündüğümüz beş değişken kullanılmıştır. Sermaye yapısını etkileyen çok fazla bağımlı değişken vardır. Ancak sermaye yapısını etkileyen değişkenlere ait veri setlerinin olmaması, bu çalışmada firma büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı, vergi düzeyi ve büyüme oranı değişkenlerinin kullanılmasını zorunlu kılmıştır.

3.2.5.1. Firma Büyüklüğü Değişkeni

Firma büyüklüğü ile borç-özsermaye oranı arasındaki ilişkiye ait teorik beklentimiz pozitif yönlü bir ilişkidir. Bu pozitif ilişki, firmaların büyüdükçe sermaye piyasalarından fon sağlamalarının kolaylaşması, borçlarına daha düşük faiz uygulanması, iflas maliyetlerinin düşmesi ve gelirlerinin daha istikrarlı olması ile açıklanabilir.¹⁸ Modelde firma büyüklüğü değişkeni; FBUYUK sembolüyle gösterilmiştir.

¹⁸ DURUKAN, Banu M., s.80.

3.2.5.2. İşletme Riski Değişkeni

İşletme riski ile borç-özsermaye oranı arasındaki ilişkiye ait teorik beklentimiz negatif yönde bir ilişkidir. İşletme riski değişkeni modelde faiz ve vergi öncesi kardaki yüzdesel değişimlerin standart sapması olarak formülize edilmiştir. İşletme riski arttıkça borç-özsermaye oranı azalmaktadır. Modelde, işletme riski değişkeni ISLRISK sembolüyle gösterilmiştir.

3.2.5.3. Karlılık Değişkeni

Karlılık oranları, işletmenin bir dönemde; satışlarına, varlıklarına veya özsermayesine oranla ne ölçüde kar elde ettiğinin göstergesidir.¹⁹ Modelde karlılık oranı olarak satışların karlılığı ve toplam varlıkların karlılığı ele alınmıştır. İşletmelerin borç-özsermaye oranı ile karlılık oranları arasında ki ilişkiye ait teorik beklentimiz negatif yöndedir. Karlılık oranı artan işletmelerin iç kaynaklara öncelik verecekleri, daha az borç tercih edecekleri beklenmektedir. Modelde, karlılık değişkeni KAR sembolüyle gösterilmiştir.

3.2.5.4. Borç Dışı Vergi Kalkanı Değişkeni

Borç dışı vergi kalkanı değişkeni ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiye ait teorik beklentimiz pozitif bir ilişkidir. Vergi oranı artınca vergi kalkanı da artar. Çünkü vergi oranının artması firmaların borçluluk oranını arttırır ve borç-öz kaynak oranı yükselir. Borcun artmasıyla birlikte daha fazla faiz ödenir, daha yüksek meblağlar gider yazılır. Vergi tasarrufu vergi kalkanını arttırır. Modelde amortismanların varlıklara oranı şeklinde formülize edilmiştir. Modelde, borç dışı vergi kalkanı değişkeni BDVERKAL sembolüyle gösterilmiştir.

¹⁹ BOLAK, Mehmet, s.40.

3.2.5.5. Büyüme Oranı Değişkeni

Modelde büyüme oranı değişkenleri olarak toplam borcun özsermayeye ve varlıklara oranı olarak iki şekilde ele alınmıştır. Sermaye yapısı ile büyüme oranı değişkeni arasındaki ilişkiye ait teorik beklentimiz pozitif bir ilişkidir. Yani; büyüme hızı arttıkça borçlanma düzeyi artar. Modelde, büyüme oranı değişkeni BORAN sembolüyle gösterilmiştir.

3.3. Analiz Sonuçları

Bu analizde amaç, zaman serileri ile yatay kesit firma serilerini bir araya getirilerek, hem zaman hem de yatay kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır. Yatay kesitte yer alan firma gözlemlerinin yıllar itibari ile tekrarı söz konusudur. Örneğin bu çalışmada, 237 firmanın 1992 – 2003 yılları arası panel verileri kullanılarak tesadüfî etki modeli ile parametreleri tahmin edilmiştir.

Bu tahmin iki farklı şekilde daha yapılabilir. Birincisinde, 237 firmanın, her yıl için ayrı ayrı olmak üzere 12 farklı yatay kesit veri seti üzerinden parametreler tahmin edilebilir. Böylece, 237 firmanın 1992 yılı için, 1993 yılı için, her bir yıl için, 2003 yılı için olmak üzere 12 ayrı yatay kesit veri seti oluşturularak her bir yıl için parametreler tahmin edilebilir. İkinci durumda ise, her bir firmanın 12 yıllık zaman serisi veri seti oluşturulur. 237 firma olduğu için, 237 zaman serisi veri seti oluşturularak parametreler tahmin edilir. Bu durumda, tek bir regresyonla parametreleri tahmin etmek yerine; birincisinde 12, ikincisinde ise 237 ayrı regresyon tahmin etmek gerekmektedir. Her iki durumda da önemli derecede serbestlik derecesi ve bilgi kaybı söz konusudur.

Panel verilere dayalı analizde ise önemli faydalar elde edilmektedir. Aşağıda bu konuda bilgi verilecektir.²⁰

1. Panel veri kullanılmasının avantajlarından ilki, gruplar içi ve gruplar arası farklılıkları ortaya koyabilmesidir. Örneğin, A ve B şeklinde iki firmayı ele alalım. Bu firmaların, biri kendi içlerinde (grup içi), diğeri de aralarında (gruplar arası) olmak üzere iki tür değişimi söz konusudur. Bu değişim panel veriler kullanılarak ortaya konulabilir ve istatistiksel olarak da test edilebilir. Bunun yanı sıra, firmalardan biri diğeri nazaran daha güçlü düzeyde ise, geri düzeyde olan firmanın hangi politikalarla ve ne kadar sürede diğeri seviyesine ulaşabileceği de ortaya konulabilir.

2. Panel verinin avantajlarından ikincisi, toplulaştırılmış verilerin kalitesi hakkındaki şüphe ve zaman serilerinde açıklayıcı değişkenler arasında ilişki olması sonucu ortaya çıkan çoklu bağlantı sorunudur. Serbestlik derecesinin kısıtlılığı ve zaman serisi verilerinde çoklu bağlantının varlığı, sık sık her bir açıklayıcı değişkenin bireysel etkisini belirleme arzusuna engel olur. Bu problem, örnek tarafından sağlanan bilgi model tarafından ihtiyaç duyulan bilgiden az olduğu zaman ortaya çıkar. Bu durum söz konusu olduğunda, araştırmacı, ya örnek tarafından sağlanan bilgiyi arttırmalı ya da modelin ihtiyaç duyduğu bilgiyi azaltmalıdır. Panel veriler, birey davranışları üzerinde daha fazla bilgi sağladığı ve serbestlik derecesini önemli ölçüde arttırdığı için, veriler tarafından sağlanan bilgi ve modelin ihtiyaç duyduğu bilgi arasındaki açığı azaltabilir. Bu durum parametre tahminlerinin daha etkin ve güvenilir olmasını da sağlar.

3. Panel veriler zaman içinde bireylerin karakteristiklerindeki değişimleri ortaya koyarak araştırmacılara, sadece yatay kesit ya da zaman serisi verilerinin kullanılması durumuna kıyasla, daha karmaşık sorulara cevap verme olanağı sağlar.

20 IŞIK, N.; “Dışa Açılma ve Para Politikasının Etkileri: Bir Uygulama”, Basılmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri, Ankara, 2002, s.85-95.

4. Panel veri modelleri, tamamıyla yatay kesit ya da zaman serilerinden daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak tanır.

5. Panel veri genellikle birey, firma ve hane halkı gibi mikro birimlerden toplanır. Birçok değişken mikro düzeyde daha doğru bir şekilde elde edilebilir ve firma ile bireylerin toplanmasıyla ortaya çıkan yanlışlık hali ortadan kaldırılmış olur.

Çalışmanın ilk aşamasında yukarıda da sayılan avantajlarından dolayı panel veri seti oluşturulmuş ve bu veriler kullanılarak 237 firmanın 1992 – 2003 yılları arası tesadüfi etki modeli ile parametreleri tahminler edilmiştir. Modelin çözümü için EVIEWS 5.1 paket programından faydalanılmıştır.

Çalışmanın uygulama aşamasında kullanılan değişkenler aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

Tablo 1. Model İçin Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Kısaltması	Değişkenin Açıklaması	Değişkenin Türü
BORAKOR	Borcun aktiflere oranı	Bağımlı değişken
FBUYUK	Firma büyüklüğü	Bağımsız değişken
ISLRISK	İşletme riski	Bağımsız değişken
KAR	Karlılık	Bağımsız değişken
BDVERKAL	Borç dışı vergi kalkanı	Bağımsız değişken
BORAN	Büyüme oranı	Bağımsız değişken

İlk olarak yukarıda Tablo 1’de tanımlanan değişkenlerin normal dağılıma uygunluk gösterip göstermediğini sınamak amacıyla normal dağılım testi uygulanmış ve sonuçları aşağıda Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo 2. Modelde Kullanılan Değişkenlerin Normallik Sınaması
Test Sonuçları

Değişkenin Kısaltması	Jarque Bera İstatistiği	Anlamlılık (P)
BORAKOR	538.17	0.0000*
FBUYUK	10.75	0.0046*
ISLRISK	64.32	0.0000*
KAR	552.23	0.0000*
BDVERKAL	202.17	0.0000*
BORAN	1553.65	0.0000*

* $\alpha = \%5$ düzeyinde tüm parametreler normal dağılım göstermektedir.

Modelde kullanılan değişkenlerin zamana göre ortalamaları kullanılarak aralarındaki korelasyon değerlerine bakılmıştır. Değişkenler arası korelasyon değerleri aşağıda Tablo 3’de verilmiştir.

Tablo 3. Modelde Kullanılan Değişkenler Arası Korelasyon Değerleri

	BORAKOR	FBUYUK	ISLRISK	KAR	BDVERKAL	BORAN
<i>BORAKOR</i>	1					
<i>FBUYUK</i>	0.433	1				
<i>ISLRISK</i>	0.405	0.997	1			
<i>KAR</i>	- 0.471	- 0.578	- 0.550	1		
<i>BDVERKAL</i>	- 0.658	- 0.760	- 0.746	0.813	1	
<i>BORAN</i>	0.609	0.711	0.700	- 0.604	- 0.850	1

Yukarıdaki Tablo 3 incelendiğinde; bağımlı değişken BORAKOR (borçların aktiflere oranı) ile KAR ve BDVERKAL (borç dışı vergi kalkanı ve karlılık) değişkenleri arasında negatif yönlü buna karşın bağımsız değişkenler FBUYUK, ISLRISK ve BORAN (firma büyüklüğü, işletme riski ve büyüme oranı) değişkenleri arasında pozitif yönlü orta düzey bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenler arasında çok güçlü bir ilişki olmadığı tespit edildiği için çözülecek olan modelde çoklu bağıntı sorunu beklenmemektedir.

Oluşturulan modelin çözümünde sabit ya da tesadüfi etki modellerinin hangisinin kullanılacağı ile ilgili olarak Hausman testi yapılmıştır. Aşağıda Tablo 4’de Hausman test sonuçları verilmiştir.

Tablo 4. Hausman Testi Sonuçları

Ki-kare İstatistiği	Ki-kare Serbestlik derecesi	Anlamlılık (P)
37.1416	5	0.0000

Tablo 4’de verilen anlamlılık sonucu $(P) < \alpha = 0.05$ tablo değeri olduğu için H_0 sabit etki vardır boş hipotezi red edilmiş, H_1 tesadüfi etki vardır şeklindeki alternatif hipotezi kabul edilmiştir. Bu nedenle modelin çözümünde tesadüfi etki modeli ile parametre tahminleri yapılmıştır.

Aşağıda Tablo 5’de parametre tahmin sonuçları verilmiştir.

Tablo 5. Model Parametrelerinin Tahmin Sonuçları

Yöntem: Panel EGLS (Yatay-kesit tesadüfi etki)				
Dönem: 1992 - 2003				
Yatay-kesit: 227				
Toplam Panel Gözlem: 1380				
Bağımlı Değişken: BORAKOR				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	Anlamlılık (P)
Sabit Terim	- 2.2317	0.2101	- 10.6211	0.0000*
FBUYUK	0.0963	0.0362	2.6628	0.0078*
ISLRISK	- 0.0765	0.0383	- 2.0005	0.0456*
KAR	- 0.0327	0.0198	- 1.6515	0.0989**
BDVERKAL	0.1135	0.0188	6.0517	0.0000*
BORAN	0.9113	0.0632	14.4257	0.0000*
R ²	Düz. R ²	F istatistiği	F anlamlılık (P)	D.W.
0.2532	0.2505	93.1657	0.0000*	1.2714

* $\alpha = \%5$ düzeyinde tüm parametreler istatistikî olarak anlamlıdır.

** $\alpha = \%10$ düzeyinde tüm parametreler istatistikî olarak anlamlıdır.

Yukarıda Tablo 5’de gösterilen tüm parametrelerin işaret beklentisi daha önce teorik bölümde beklendiği şekilde bulunmuştur. Yani bağımlı değişken BORAKOR (borçların aktiflere oranı) ile bağımsız değişkenler FBUYUK, BDVERKAL ve BORAN (firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı) arasında pozitif yönlü buna karşın bağımsız değişkenler ISLRISK ve KAR (işletme riski ve karlılık) ile negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Modelde yer alan tüm değişkenlerin t değerleri anlamlı bulunmuştur. Yani modelde kullanılan tüm bağımsız değişkenler istatistikî olarak anlamlıdır sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca modelin tümüyle anlamlılığını test eden F değeri de istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Durbin – Watson test istatistiği sonucu kararsız bölge içinde olduğu için modelde Otokorelasyon yoktur denilebilir.

Modelin açıklama gücü $R^2 = 0.2532$ bulunmuştur. Yani bağımlı değişkendeki değişim %25’i (borçların aktiflere oranı) bağımsız değişkenler (firma büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı) tarafından açıklanmaktadır. İlk aşamada açıklama gücü düşük gibi görünmekle birlikte konu ile ilgili yapılan literatür çalışmasında açıklama güçleri %15 - %38 arasında değiştiği göz önüne alındığında kullanılan model sonucu iyidir şeklinde yorumlanabilir.

Tez çalışmasının ikinci aşamasında çalışmada kullanılan 237 firma çokuluslu firmalar ve ulusal firmalar şeklinde ikiye ayrılmış ve analiz bu ayırıma göre tekrar edilmiştir. Buna göre ilk olarak çokuluslu firmalar için yapılan analiz sonuçları aşağıda verilmiştir.

Oluşturulan modelin çözümünde sabit ya da tesadüfî etki modellerinin hangisinin kullanılacağı ile ilgili olarak Hausman testi yapılmıştır. Aşağıda Tablo 6’de Hausman test sonuçları verilmiştir.

Tablo 6. Çokuluslu Firmalar İçin Oluşturulan Modelin Hausman Testi Sonuçları

Ki-kare İstatistiği	Ki-kare Serbestlik derecesi	Anlamlılık (P)
24.803206	5	0.0002

Tablo 6’de verilen anlamlılık sonucu $(P) < \alpha = 0.05$ tablo değeri olduğu için H_0 sabit etki vardır boş hipotezi red edilmiş, H_1 tesadüfi etki vardır şeklindeki alternatif hipotezi kabul edilmiştir. Bu nedenle modelin çözümünde tesadüfi etki modeli ile parametre tahminleri yapılmıştır.

Çokuluslu firmalar için oluşturulan modelin parametre tahmin sonuçları aşağıda Tablo 7’de verilmiştir.

Tablo 7. Çokuluslu Firmalar İçin Oluşturulan Model Parametrelerinin Tahmin Sonuçları

Yöntem: Panel EGLS (Yatay-kesit tesadüfi etki)				
Dönem: 1992 - 2003				
Yatay-kesit: 102				
Toplam Panel Gözlem: 633				
Bağımlı Değişken: BORAKOR				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	Anlamlılık (P)
Sabit Terim	- 2.7503	0.2967	- 9.2683	0.0000*
FBUYUK	0.2654	0.0617	4.3022	0.0000*
ISLRISK	- 0.2223	0.0646	- 3.4391	0.0006*
KAR	0.0595	0.0298	1.9950	0.0465*
BDVERKAL	0.1291	0.0279	4.6177	0.0000*
BORAN	0.8610	0.1053	8.1741	0.0000*
R ²	Düz. R ²	F _{istatistiği}	F _{anlamlılık (P)}	D.W.
0.2345	0.2285	38.4267	0.0000*	1.2893

* $\alpha = \%5$ düzeyinde tüm parametreler istatistikî olarak anlamlıdır.

Yukarıda Tablo 7’de gösterilen Karlılık parametresi hariç tüm parametrelerin işaret beklentisi daha önce teorik bölümde beklendiği şekilde bulunmuştur. Yani bağımlı değişken BORAKOR (borçların aktiflere oranı) ile bağımsız değişkenler FBUYUK, KAR, BDVERKAL ve BORAN (firma büyüklüğü, karlılık, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı) arasında pozitif yönlü buna karşın bağımsız değişken ISLRISK (işletme riski) ile negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Modelde yer alan tüm değişkenlerin t değerleri anlamlı bulunmuştur. Yani modelde kullanılan tüm bağımsız değişkenler istatistikî olarak anlamlıdır sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca modelin tümüyle anlamlılığını test eden F değeri de istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Durbin – Watson test istatistiği sonucu kararsız bölge içinde olduğu için modelde Otokorelasyon yoktur denilebilir.

Modelin açıklama gücü $R^2 = 0.2345$ bulunmuştur. Yani bağımlı değişkendeki değişim %23’ü (borçların aktiflere oranı) bağımsız değişkenler (firma büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı) tarafından açıklanmaktadır.

İkinci olarak çokuluslu firmalar için yapılan analiz sonuçları aşağıda verilmiştir.

Oluşturulan modelin çözümünde sabit ya da tesadüfî etki modellerinin hangisinin kullanılacağı ile ilgili olarak Hausman testi yapılmıştır. Aşağıda Tablo 8’de Hausman test sonuçları verilmiştir.

**Tablo 8. Ulusal Firmalar İçin Oluşturulan Modelin
Hausman Testi Sonuçları**

Ki-kare İstatistiği	Ki-kare Serbestlik derecesi	Anlamlılık (P)
46.731789	5	0.0000

Tablo 8’de verilen anlamlılık sonucu $(P) < \alpha = 0.05$ tablo değeri olduğu için H_0 sabit etki vardır boş hipotezi red edilmiş, H_1 tesadüfi etki vardır şeklindeki alternatif hipotezi kabul edilmiştir. Bu nedenle modelin çözümünde tesadüfi etki modeli ile parametre tahminleri yapılmıştır.

Ulusal firmalar için oluşturulan modelin parametre tahmin sonuçları aşağıda Tablo 9’da verilmiştir.

**Tablo 9. Ulusal Firmalar İçin Oluşturulan Model
Parametrelerinin Tahmin Sonuçları**

Yöntem: Panel EGLS (Yatay-kesit tesadüfi etki)				
Dönem: 1992 - 2003				
Yatay-kesit: 126				
Toplam Panel Gözlem: 762				
Bağımlı Değişken: BORAKOR				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği	Anlamlılık (P)
Sabit Terim	- 1.7944	0.3215	- 5.5813	0.0000*
FBUYUK	- 0.1425	0.0444	- 3.2074	0.0014*
ISLRISK	0.1696	0.0432	3.9222	0.0001*
KAR	- 0.0990	0.0298	- 3.3253	0.0009*
BDVERKAL	0.1159	0.0254	4.5675	0.0000*
BORAN	0.8840	0.0718	12.3185	0.0000*
R ²	Düz. R ²	F _{istatistiği}	F _{anlamlılık (P)}	D.W.
0.2750	0.2699	53.4960	0.0000*	1.4130

* $\alpha = \%5$ düzeyinde tüm parametreler istatistikî olarak anlamlıdır.

Yukarıda Tablo 9’da gösterilen işletme riski parametresi hariç tüm parametrelerin işaret beklentisi daha önce teorik bölümde beklendiği şekilde bulunmuştur. Yani bağımlı değişken BORAKOR (borçların aktiflere oranı) ile bağımsız değişkenler FBUYUK, ISLRISK, BDVERKAL ve BORAN (firma büyüklüğü, işletme riski, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı) arasında

pozitif yönlü buna karşın bağımsız değişken KAR (karlılık) ile negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Modelde yer alan tüm değişkenlerin t değerleri anlamlı bulunmuştur. Yani modelde kullanılan tüm bağımsız değişkenler istatistikî olarak anlamlıdır sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca modelin tümüyle anlamlılığını test eden F değeri de istatistikî olarak anlamlı bulunmuştur. Durbin – Watson test istatistiği sonucu kararsız bölge içinde olduğu için modelde Otokorelasyon yoktur denilebilir.

Modelin açıklama gücü $R^2 = 0.2750$ bulunmuştur. Yani bağımlı değişkendeki değişim %28'ü (borçların aktiflere oranı) bağımsız değişkenler (firma büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı ve büyüme oranı) tarafından açıklanmaktadır.

SONUÇ

Sermaye yapısı (borç/özsermaye) kararları firmanın borçlanma düzeyini belirleyen faktördür. Sermaye yapısı gelecek dönemlerde firmanın gereksinim duyacağı fon tutarı ve ihtiyaç süresini gösterir. Bu gereksinimi hangi tür finansman kaynağı ile sağlayacağı finans yöneticisinin görevidir.

Öncelikle sermaye yapısı teorisi çok uluslu işletmelerde özel kararlar bazında detaylı olarak anlatılmış ulusal firmalarınkinden neden farklı olduğu sorusuna yanıt aranmıştır.

Yapılan çoklu regresyon analizinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na hisse senetlerini kote ettirmiş çokuluslu işletmelerle, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören ulusal işletmelerin sermaye yapıları arasındaki farklılıklar olduğu gözlemlenmiştir. Sonuçlar firma büyüklüğü, işletme riski, karlılık, borç dışı vergi kalkanı oranlarında oluşan firmalar özgü finansal değişkenler ile sermaye sahipliği yapısı değişkenlerinin teorik tartışmalar ile tutarlı olduğunu göstermektedir.

Analizde; Türkiye'de faaliyet gösteren çokuluslu işletmeler ile ulusal işletmeler arasındaki sermaye yapısı farklılıkları bulmaktır. Analizin sonucuna göre; çokuluslu işletmeler ile ulusal işletmelerin sermaye yapıları arasında farklılıklar bulunmaktadır. Karlılık ve borç dışı vergi kalkanı ile borç/özsermaye oranındaki ilişki ulusal firmalar için, firmaların kaynaklarını belirli bir sıraya göre tercih ettiklerinin savunan finansal hiyerarşi yaklaşımına uygundur. Analizde karlılık için öngördüğümüz negatif ilişki ulusal firmalar için gerçekleşmiştir.

Çoklu regresyon analizinde ulaşılan sonuç uluslararası firmalar ile ulusal firmalar arasında borçlanma farklılıklarının olmadığı şeklindedir. Ulusal ve çokuluslu firmaların kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Firmaların borç oranları nasıl olursa olsun yüksek karlı

işletmelerin düşük borç oranları vardır. okuluslu işletmelerin Türkiye’de kısa vadeli borçlanmayı tercih etmelerinin sebebi faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki finansal yapıya göre pozisyon almalarındandır. Karlılığın nemi ayrıca ortalama vergi oranı değişkenini borç oranı üzerinde negatif bir etkiye yol açtığını açıklamakta, borcun vergi koruma değeri karlılığın alternatif ölçüsü gibi görülmektedir.

okuluslu işletmeler; faaliyet gösterdikleri piyasadan yada farklı bir ülke piyasasından kolaylıkla kaynak sağlayabilirler. Faaliyet gösterilen ülke para birimiyle ya da farklı bir para birimiyle finansman sağlayabilirler. Faaliyet gösterilen ülke piyasalarından yerel para birimiyle borçlanılması çokuluslu işletmelerin şubelerini döviz kuru riskinden korumaktadır. okuluslu işletmelerin yurt dışında faaliyet gösterdikleri lkelerin bankalarından borçlanmayı tercih etmelerinin bir nedeni de bu bankaların diğer bankacılık hizmetlerinden de yararlanmak istemeleridir.

Firma büyüklüğü ile borç/zsermaye oranı arasında teorideki pozitif beklentimiz çokuluslu işletmeler için geçerlidir. Ancak ulusal firmalar için borç/zsermaye oranı arasında ilişkinin yönü negatif yönlüdür. Buda okuluslu firmaların çok çeşitlenmiş olması ve başarısızlıklarına az rastlanması nedeniyle yüksek borçlanma oranlarına rahip olduklarını göstermektedir. Ayrıca firmalar büyüdükçe borçlanma düzeylerinin arttığı hipotezini doğrulamaktadır. Firmalar büyüdükçe uzun vadeli borçlanmaya yönelirler ancak Türkiye’de faaliyet gösteren çokuluslu işletmeler kısa vadeli borçlanmayı ülke koşullarından dolayı tercih etmektedirler. Yüksek enflasyon uzun vadeli borçlanma olanaklarını kısıtlamaktadır.

işletme riskiyle borç/zsermaye oranı arasında negatif yönde ilişki çokuluslu işletmeler için geçerli olup ulusal işletmeler için pozitif yöndedir.

KAYNAKÇA

ACAR, Yonca; “Çokuluslu İşletmelerin Yatırım Kararlarını Etkileyen Çevresel Faktörler ve Ülke Riski” İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 1993

ACARAVCI, Songül, Kakilli; DOĞUKANLI, Hatice; “Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Aralık 2004

ADLER, Michael; DUMAS, Bernard; “International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis” The Journal of Finance vol:XXXVIII, No:3, Haziran 1983

AKGÜÇ, Öztin; “Finansal Yönetim” (Yenilenmiş 7. Basım) İstanbul, Mart 1998

AKKUM, Tülin; “Firmaların Uzun Dönemli Finansman Tercihlerinde uygulayabilecekleri Finansman hiyerarşisi (Pecking Order) Modeli ve Türkiye Üzerine Bir Araştırma”, İstanbul üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2003

AKIN, Emine, Ebru; “Sermaye Yapısı, Kaynak Maliyeti ile Firma Değeri İlişkisi ve İMKB Uygulaması” Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2003

AKSOY, Ahmet; “İşletme Sermayesi Yönetimi”, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1993

AKSOY; Ahmet; YALÇINER, Kürşat; “İşletme Sermayesi Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, Ağustos 2005, s,326.

AKSÖYEK, İsmet; YALÇINER, Kürşat; “Finansman Problemleri ve Açıklamalı Çözümleri”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000

AKSÖYEK, İsmet; “Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi”, ” Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 1994

ARNOTT, Robert D., BERSTEIN, Peter L.; “What Risk Premium Is ‘Normal ?” Financial Analysts Journal 58, Mart/Nisan 2002

AYDIN, Nurhan; “Finansal Yönetim”, Birlik Ofset, Eskişehir, 1999

AYPEK, Nevzat; BAN, Ünsal; “Finans, Bankacılık, Borsa ve Dış Ticaret Terimleri Sözlüğü”, Gazikitabevi, Ankara, Haziran 2002

BARNEA, Amir; HAUGEN, Robert A.; SENBET, Lemma; “An Equilibrium Analysis of Debt Financing Under Costly Tax Arbitrage and Agency Problems”, The Journal of Finance, Vol: XXXVI, No:3, Haziran 1981

BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan; BAŞAR Mehmet; “Finansal Yönetim”, Eskişehir, 2001

BEKAERT, Geert; HARVEY, Campbell R.; ”Time-Varying World Market Integration” The Journal of Finance 50, No:1, Haziran 1995

BEKAERT, Geert; HARVEY, Campbell R.; “Emerging Equity Market Volatility” The Journal of Financial Economics 43, 1997

BEKAERT, Geert; HARVEY, Campbell R.; “Foreign Speculators and Emerging Equity Market” The Journal of Finance vol:IV, No:2, Nisan 2000

BEKTÖRE, Sabri; BENLİGİRAY, Yılmaz; ERDOĞAN, Nurten; “Tek Düzen Hesap Planına Göre Envanter ve Bilanço”, Birlik Ofset, Eskişehir, 1999

BERK, Niyazi; “Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, 2. baskı, İstanbul, Mayıs 1995

BRADLEY, Michael; JARRELL, Gregg, A.; KIM, E. Han; “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, The Journal of Finance, Vol:39, No:3, 1984

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J.; “İşletme Finansının Temelleri”, Çevirenler: BOZKURT, Ünal; ARIKAN, Türkan; DOĞUKANLI, Hatice; üçüncü basım, İstanbul, Ekim 2001

BRİGHAM, Eugene, F.; “Finansal Yönetimin Temelleri”, Çevirenler: AKMUT, Özdemir; SARIASLAN, Halil; Ankara Üniversitesi Yayınları, Yayın No:213, 1999

BOLAK, Mehmet; “İşletme Finansı” Birsen Yayınevi, İstanbul, 1998

BOLAK, Mehmet; “Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi”, Beta Yayınları, 4. baskı, İstanbul, Mart 2001

BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varoluj; DEMIRGUC – KUNT, Aslı; MAKSIMOVIC, Vojislav; “Capital Structures in Developing Countries” The Journal of Finance, Vol:I,IV, No:1 February, 2001

CANDAŞ, Serpil; DOĞUKANLI, Hatice; “Finansal Pazarlar”, Beta basım, Geliştirilmiş üçüncü baskı, Adana, Eylül 2001

CHAPLINSKY, Susan; RAMCHAND, Latha; “The Impact of Global Equity Offerings” The Journal of Finance vol:IV, No:6, Aralık 2000

CEYLAN, Ali; “İşletmelerde Finansal Yönetim”, Ekin Kitabevi Yayınları no:14, (dördüncü basım), Bursa, Kasım 1995

CEYLAN, Ali; “İşletmelerde Finansal Yönetim”, Ekin Kitabevi, (yedinci basım), Bursa, 2001

ÇAĞIL, Gülcan; “Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı” Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001

DAĞLI, Hüseyin; “Türkiye’de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler”, Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:12, Sayı:1-2, Mayıs 1998

DEMİRÇALI, Ramazan; “Uluslararası Pazarlara Açılma Sürecinde Bulunan Türk İşletmelerinin Marka Oluşturma Çabalarında Çok Uluslu İşletmelerin Deneyimleri” Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2000

DURAND, David; “The Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”, Conference On Research On Business Finance, New York National Bureau of Economic Research, 1952

DURUKAN, Mübeccel, Banu; “İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İzmir, 1997

DURUKAN, Banu M.; “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma, 1990 – 1995”, İMKB Dergisi, Cilt:1, No:3, Temmuz – Eylül 1997

ERB, Claude B.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; “Political Risk, Economic Risk, Financial Risk” Financial Analysts Journal 52, Kasım/Aralık 1996

ERDOĞAN, Erol; “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”, İMKB Araştırma Yayınları, No:3, İstanbul, Aralık 1994

ERCAN, Metin, Kamil; “Yöneticiler için Finansal Yönetim”, MPM, Ankara, 1994

ERCAN, Metin, Kamil; BAN, Ünsal; “Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim” Gazi Kitabevi, Ankara, Ocak 2005

FERRI, Michael, G.; JONES, Wesley, H.; “Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach”, The Journal of Finance, Vol:34, No:3, 1979

FOERSTER, Stephen R.; KAROLYI, Andrew; “The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States” The Journal of Finance 54, Haziran 1999

GÖNENÇ, Halit; ARSLAN, Özgür; “Türk Reel sektör Firmalarının Sermaye Yapısına Dayalı Rekabet Gücü: Yurtiçi ve Uluslararası Firmalar için Karşılaştırmalı bir Analiz”, VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler, Ekim 2003

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; VISKANTA, Tadas E.; “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, The Journal of Financial Economics 60, 2001

GÜLOĞLU, Bülent; BEKÇİOĞLU, Selim; “İMKB’deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, Uluslararası İktisat Kongresi, ODTÜ, 2001

GÜRÜN, Fethi; “Globalleşme ve Çokuluslu Şirketlerin İnsan Kaynakları Yönetimine Etkileri”, Kamu İşletmeleri İşverenleri Sendikası Yayınları, Ankara, 2001

HARRIS, Milton; RAVIV Arthur; “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance 46, Mart 1991

HENRY, Peter, Blair; “Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?”, Journal of Financial Economics 58, 2000

IŞIK, N.; “Dışa Açılma ve Para Politikasının Etkileri: Bir Uygulama”, Basılmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonometri, Ankara, 2002

JENSEN, Michael, MECKLING, William; “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics 3, 1976.

JENSEN, Michael; “Agency Costs of free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, The American Economic Review, 76, No:2, Mayıs 1986

JORION, Philippe; GOETZMANN, William N.; “Global Stock Markets in the Twentieth Century”, The Journal of Finance 53, Haziran 1999

KAHVECİ, Eyüp; SAYILGAN, Güven; “Türkiye’deki Mevduat Bankalarının Sermaye Yapılarının Net Faiz Gelirleri Üzerindeki Etkisi (2002–2004 Panel Veri Analizi), Finans Bilim Platformu, 2006

KARAN, Mehmet, Baha; “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, Ekim 2001

KENDALL, Donald. M.; “Neden Çokuluslu İşletmeler Vardır?”, Uluslararası İşletmecilik (Seçme Yazıları), Çev. İnan Özalp, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:163, Eskişehir, 1986

KOLB, Robert W.; RODRIGUEZ, Ricardo J. Çeviren: KARACAN, Ali, İhsan, “Finansal Yönetim”, SPK Yayınları, Yayın no:35, Ankara, Temmuz 1996

LOUGHRAN, Timothy; RITTER, Jay R.; “The New Issues Puzzle”, The Journal of Finance 50, Mart 1995

MİLLER, Merton, H.; “Dept and Taxes”, The Journal of Finance, XXXII, Vol:2, Mayıs 1977

MODIGLIANI, Franco; MILLER Merton H.; “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Insvestment”, The American Economic Review, volume XLVIII, Number: 3, Haziran 1958

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H.; “Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction” The American Economic Review, 53, Haziran 1963

MOHAMAD, H.; “Capital Structure in Large Malaysian Companies”, Management Internatioanal Review, Vol:56, 1995

MUTLU, Esin, Can; “Uluslararası İşletmecilik Teori ve Uygulama”, Beta Basım Yayın, 2. Baskı, İstanbul, Ocak 2005

MYERS, Stewart; “The Determinants of Corporate Borrowing”, Journal of Financial Economics, Vol:5, 1977

NAUSHABEKOV, Ersain; “Çok Uluslu İşletmelerde Uygulanan Organizasyon Yapıları ve Siemens Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2002

ÖZALP, İnan; “Çokuluslu İşletmeler: Uluslararası Yaklaşım”, Eskişehir, 2000

ÖZDEMİR, Muharrem; “Finansal Yönetim”, Türkmen Yayınları: no:142, İstanbul, 1999

PARASIZ, İlkel; “Para Banka ve Finansal Piyasalar”, Ezgi Kitabevi, VI. Basım, Bursa, Ekim 1997

POZDENA, Randall, Johnston; “Tax Policy and Corporate Capital Structure”, Economic Review, 1987

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi; “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, The Journal of Finance vol:I, No:5 December, 1995

SAA – REQUEJO, Jesus; “Financing Decisions: Lessons from the Spanish Experience”, Journal of Financial Management, Vol:25, 1996

SARIKAMIŞ, Cevat; “Sermaye Pazarları”, Alfa yayınları, Gözden geçirilmiş 4. basım, İstanbul, Kasım 2000

SEYİDOĞLU, Halil; “Uluslararası İktisat”, Güzem Yayınları, Genişletilmiş 7. Baskı, İstanbul, 1990

SEYİDOĞLU, Halil; “Uluslararası Finans”, Güzem Can Yayınları, Genişletilmiş 4. Baskı, İstanbul, 2003

SHAPIRO,C., Alan; “Multinational Financial Management”, University of Sourther California, 1998

SIEGEL, Jeremy J.; “ The Equity Premium: Stock anda Bond Returns Since 1802” Financial Analysts Journal 52, Ocak/Şubat 1992

SOYDAŞ, Ayda, Uzunçarşılı; “Çokuluslu İşletmelerde Kurum Kültürü ve Halkla İlişkiler Uygulamaları”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 2001

TAGGART, Robert, A.; “Taxes and Corporate Capital Structure in an Incomplete Market”, The Journal of Finance, Vol:35, No:3, 1984

TAĞRAF, Hasan; “Küreselleşme Süreci ve Çokuluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi”, Cumhuriyet Üniversitesi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, 2002

TECER, Meral; “İşletmelerde Sermaye Maliyeti”, Ankara, 1980

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto; “The Determinants of Capital Structure Choice”, The Journal of Finance, Vol:43, No:1, 1988

TÜRKO, Metin R.; “Finansal Yönetim”, Alfa: yayın no:536. İşl. Muh. Fin. Dizi no: 66, Erzurum, 1994

TÜRKÖ, Metin R.; “Finansal Yönetim”, Alfa yayınları, İstanbul, 2002

UÇAR, Ökkeş; “Çokuluslu Şirketlerin Dış Ticarete Etkileri” Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2000

UYŞAL, Ertuğrul, Umut; “Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları ve Şirketlerin Finansman Süreçlerine Etkileri”, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2001

ÜRETEEN, Aykan; ERCAN, Metin, Kamil; “Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi”, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000

VAN HORNE, James, C.; “Finansal Yönetim ve Politikaları”, Çevirenler: TEKOK, Osman, YENER, Demir, BEKÇİÖĞLU, Selim, KEŞÇİ, Güngör, Ankara, 1978

YALÇINER, Kürşat; “Borsalar Arası Sermaye Hareketlerinde Reel Getiri Etkisi İMKB’de Bir Uygulama”, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 2001

YENER, Ahmet, Levent; “Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler” Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 1993

YENİCE, Sedat; “Sermaye Yapısının Firmanın Verimliliği İle Cari Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB’de Test Edilmesi”, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2001

YILDIRIM, Mehmet, Halit; “Çokuluslu İşletmelerde İşe Alma Politikası Ankara ve İstanbul’da İmalat Sektöründe Faaliyet Gösteren Çokuluslu İşletmelerde Uygulama”, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2001

YÜCEL, Tülay; “Finansal Başarısızlık Durumunda Sermaye Yapısı ve Firmaların Aldıkları Tavırlar”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:16, Sayı:184, Temmuz 2001

YÜCEL, Tülay; KURT, Gülizar; “Çok Ulusluluk ve Sermaye Yapısı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma”, Journal of Faculty of Business, Vol.3, No.2, 2002

YÜKSEL, Öznur; “Uluslararası İşletme Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları”, Gazi Kitabevi, Ankara,1999

EK 1		
İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER		
ABANA ELEKTR.	BEŞİKTAŞ	DÖKTAŞ
ACIBADEM SAĞ.	BOLU ÇİMENTO	DURAN OFSET
ADANA ÇİM.	BOSSA	DOĞAN YAY. HOLD.
ADEL KALEMCİLİK	BOYNER	ECZACIBAŞI İLAÇ
ANADOLU EFES	BRİSA	ECZACIBAŞI YAPI
AFM FİLM	BİRLİK MENSUCAT	EDİP İPLİK
AFYON ÇİMENTO	BOROVA YAPI	EFES HOLDİNG
ANADOLU GIDA	BORUSAN	EGE BİRACILIK
AKAL TEKSTİL	BORUSAN YAT.	EGE DIŞ TİC.
AKÇANSA	BATISÖKEÇİM.	EGE ENDÜSTRİ
AK ENERJİ	BSH PROFİLO	EGE GÜBRE
AKSU İPLİK	BATI ÇİMENTO	EGS HOLDİNG
AKSA	BURSA ÇİMENTO	EGESER GİYİM
AKSU ENERJİ	BURÇELİK	EGE PROFİL
AKTAŞ ELEKT.	BURÇELİK VANA	EGE SERAMİK
ALARKO HOLDİNG	BAYRAKLI BOYA	EMEK ELEKTRİK
ALARKO CARRIER	BOYASAN TEKSTİL	EMİNİŞ AMBALAJ
ALCATEL TELETAS	ÇARŞI	ENKA HOLDİNG
ALKİM KAĞIT	CBS BOYA	ENKA İNŞAAT
ALKİM KİMYA	ÇELİK HALAT	EGEPLAST
ALTINYILDIZ	ÇEMTAŞ	ERBOSAN
ALTINYAG	CEYLAN GİYİM	ANADOLU EFES BİR.
ANADOLU CAM	ÇİMSA	ERDEMİR
ANADOLU BİRACILIK	ÇELEBİ	ERSU GIDA
APEKS DIŞ TİC.	ÇİMBETON	ESCORT COMP.
ARAT TEKSTİL	ÇİMENTAŞ	ESEM SPOR GİYİM
ARÇELİK	CAMIŞ LOJİSTİK	FENERBAHÇE
ARENA BİLG.	ÇUKUROVA ELEK.	FENİŞ ALÜMİNYUM
ARSAN TEKSTİL	CEYTAŞ MADEN.	F-M İZMİT PİSTON
ASELSAN	DARDANEL	FRİGO PAK GIDA
LAFARGE ASLAN ÇİM.	DENİZLİ CAM	FORD OTOSAN
ANADOLU ISUZU	DENTAŞ AMBALAJ	FAVORİ DİNL. YER.
AKIN TEKSTİL	DERİMOD	GEDİZ İPLİK
ALTINYUNUS ÇEŞ.	DEVA HOLDİNG	GENTAŞ
AYEN ENERJİ	DESA DERİ	GERSAN ELEKTRİK
AYGAZ	DOĞAN ELEKT.	GİMA
BAĞFAŞ	DİTAŞ DOĞAN	GOLDAŞ KUYUM.
BAK AMBALAJ	DJ İSTANBUL 20	GOLTAŞ ÇİMENTO
BANVİT	DEMİSAŞ DÖKÜM	GOOD-YEAR
BEKO ELEKTRONİK	DOĞUŞ OTO.	GORBON ISIL
BERDAN TEKSTİL	DOĞAN BURDA	GSD HOLDİNG
BOSCH FREN	DOĞUSAN	GALATASARAY
BİSAŞ TEKSTİL	DOĞAN HOLDİNG	GÜBRE FABR.

GÜMÜŞSUYU HALI	METAŞ	SIFAS
GÜNEY BİRA	METEMTUR	ŞİŞE CAM
HEKTAŞ	MİGROS	ŞEKER PİLİÇ
HÜRRİYET	MİLLİYET GAZ.	SÖKTAS
HAZNEDAR REF.	MİLLİYET PAZ.	SÖNMEZ PAMUKLU
IDAŞ	MARMARİS MARTI	SODA SANAYİ
İHLAS EV ALET.	MENDERES TEKS.	SOKSA
İHLAS HOLDİNG	MARDİN ÇİMENTO	SÖNMEZ FİLAMANT
İNDEKS BİL.	MARSHALL	SEVGİ SAĞLIK HİZ.
INTERMEDYA	METEMTEKS	TAT KONSERVE
İNTEMA	MUTLU AKÜ	T. TUBORG
İPEK MATB.	M. ZORLU HOLDİ.	TURKCELL
IŞIKLAR AMBALAJ	NERGİZ HOLDİNG	TEK-ART TURİZM
İZMİR DEMİR ÇEL	NETAŞ TELEKOM.	TEZSAN
İZOCAM	OYSA-NİĞDE ÇİM.	THY
KAPLAMIN	NET HOLDİNG	TİRE KUTSAN
KARSAN OTOM.	NET TURİZM	TANSAŞ
KARTONSAN	NUH ÇİMENTO	TOFAŞ OTO FAB.
KAV ORMAN SAN.	OKAN TEKSTİL	TOFAŞ OTO TİC.
KOÇ HOLDİNG	OLMUKSA	TURCAS PETROL
KENT GIDA	OTOKAR	TRAKYA CAM
KEPEZ ELEK.	OYSA ÇİMENTO	TRANSTÜRK HOLDİ.
KEREVİTAŞ	PARSAN	TRABZON
KİPA	PASTAVİLLA	TÜRK TRAKTÖR
KELEBEK MOB.	PENGUEN GIDA	T. DEMİRDÖKÜM
KLİMASAN KLİMA	PETKİM	TUKAŞ
KONFURTGIDA	PINAR ET - UN	TÜMTEKS
KONYA ÇİMENTO	PİMAS	TÜPRAŞ
KORDSA	PINAR SU	USAS
KONİTEKS	PLASTİK KART	UKİ KONFEKSİYON
KOZA DAVETİYE	PETROKENT TUR.	ÜLKER GIDA
KARDEMİR	PINAR SÜT	ÜNAL TARIM
KRİSTAL KOLA	POLYLEN	ÜNYE ÇİMENTO
KARSU TEKSTİL	PİRELLİ KABLO	UŞAK SERAMİK
KÜTAHYA PORS.	PARK ELK. MADEN.	UZEL MAKİNA
LİNK BİLGİSAYAR	CBS PRİNTAŞ	VAKKO
LİO YAĞ	PETROL OFİSİ	VAN ET
LOGO YAZILIM	RAKS ELEKTRONİK	VESTEL
LÜKS KADİFE	RAKS EV ALETLERİ	VİKİNG KAĞIT
MARMARİS ALT.	SABAH YAYINCILIK	YASAS
MAKİNA TAKIM	SABANCI HOLDİNG	YATAŞ
MARET	SANKO PAZ.	YAZICILAR
MUDURNU TAV.	SARKUYSAN	YUNSA
MEDYA HOL.	SASA	ZORLU ENERJİ
MEGESBOYA	SELÇUK GIDA	
MENSA MENSUCAT	SERVE KIRTASIYE	
MERKO GIDA	SEZGİNLER GIDA	

EK 2		
ANALİZDE KULLANILAN ÇOK ULUSLU İŞLETMELER		
ADANA ÇİM.	DARDANEL	MAKİNA TAKİM
ANADOLU GIDA	DENİZLİ CAM	MENSA MENSUCAT
AKAL TEKSTİL	DERİMOD	MERKO GIDA
AKÇANSA	DİTAŞ DOĞAN	METEMTUR
AKSU İPLİK	DEMİSAŞ DÖKÜM	MARMARİS MARTI
AKSA	DÖKTAŞ	MENDERES TEKS.
ALCATEL TELETAS	DURAN OFSET	MARDİN ÇİMENTO
ALKİM KAĞIT	ECZACIBAŞI YAPI	METEMTEKS
ALKİM KİMYA	EDİP İPLİK	MUTLU AKÜ
ALTINYILDIZ	EFES HOLDİNG	NERGİZ HOLDİNG
ALTINYAG	EGE ENDÜSTRİ	NETAŞ TELEKOM.
ANADOLU CAM	EGESER GİYİM	NET TURİZM
ANADOLU BİRACILIK	EGE SERAMİK	NUH ÇİMENTO
APEKS DIŞ TİC.	EMEK ELEKTRİK	OTOKAR
ARAT TEKSTİL	ENKA HOLDİNG	PARSAN
ARÇELİK	ENKA İNŞAAT	PENGÜEN GIDA
ARSAN TEKSTİL	EGEPLAST	PETKİM
ASELSAN	ERBOSAN	PİMAS
LAFARGE ASLAN ÇİM.	ERDEMİR	PINAR SU
ANADOLU ISUZU	ERSU GIDA	PİRELLİ KABLO
AKIN TEKSTİL	ESCORT COMP.	PARK ELK. MADEN.
ALTINYUNUS ÇEŞ.	ESEM SPOR GİYİM	RAKS ELEKTRONİK
BAK AMBALAJ	FENİŞ ALÜMİNYUM	RAKS EV ALETLERİ
BEKO ELEKTRONİK	F-M İZMİT PİSTON	SARKUYSAN
BERDAN TEKSTİL	FRİGO PAK GIDA	SASA
BOSCH FREN	GEDİZ İPLİK	SELÇUK GIDA
BİSAŞ TEKSTİL	GERSAN ELEKTRİK	SÖKTAS
BOSSA	GOLDAŞ KUYUM.	SODA SANAYİ
BRİSA	GOOD-YEAR	SOKSA
BİRLİK MENSUCAT	GORBON ISIL	TAT KONSERVE
BORUSAN	GÜMÜŞSUYU HALI	THY
BATISÖKEÇİM.	İPEK MATB.	TOFAŞ OTO FAB.
BSH PROFİLO	İŞIKLAR AMBALAJ	TRAKYA CAM
BATI ÇİMENTO	İZMİR DEMİR ÇEL	T. DEMİRDÖKÜM
BURSA ÇİMENTO	İZOCAM	TUKAŞ
BURÇELİK	KARSAN OTOM.	TÜMTEKS
BOYASAN TEKSTİL	KENT GIDA	USAS
ÇARŞI	KEREVİTAŞ	UKİ KONFEKSİYON
ÇELİK HALAT	KLİMASAN KLİMA	ÜLKER GIDA
ÇEMTAŞ	KONFURTGIDA	ÜNAL TARIM
CEYLAN GİYİM	KORDSA	UŞAK SERAMİK
ÇİMSA	KONİTEKS	UZEL MAKİNA
ÇELEBİ	KOZA DAVETİYE	VESTEL
ÇİMENTAŞ	KÜTAHYA PORS.	YATAŞ
CAMIŞ LOJİSTİK	LİO YAĞ	YUNSA
CEYTAŞ MADEN.	LÜKS KADİFE	

ÖZET

Bu çalışmada firma büyüklüğünün, işletme riskinin, karlılığın, borç dışı vergi kalkanının, vergi oranının ve firmaların sermaye yapılarına etkileri çokuluslu işletmeler ve ulusal işletmeler üzerindeki etkileri test edilmiştir. Çok uluslu işletmelerde ulusal işletmeler arasında sermaye yapılarında farklılıklar çoklu regresyon analiziyle ortaya konulmuştur.

Firma büyüklüğü değişkeni ile sermaye yapısı arasında pozitif, işletme riski ile negatif, karlılık değişkeni ile negatif, borç dışı vergi kalkanı ile pozitif, vergi düzeyi değişkeni ile pozitif ve büyüme oranı değişkeni ile pozitif bir ilişkide olduğu saptanmıştır.

Yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde istikrarsızlık nedeniyle; yerel firmaların uzun vadeli borçlanma olanakları kısıtlı olması sebebiyle; toplam borçlarının içinde ağırlığı kısa vadeli borçlar oluşturmaktadır.

ABSTRACT

In this study; the effects of the size of the firm, enterprise, risk, profitability, tax shield outside debt, tax ratio and firms over the capital structures as well as their effects on the multinational companies and national enterprises have been tested. The differences in the capital structures among the national enterprises within the multinational companies have been put forward through the multiple-regression analysis.

It has been determined that there happened to be positive correlation between the size of the firm variable and capital structure, negative correlation between the size of the firm and enterprise risk; negative correlation between the size of the firm and enterprise risk; negative correlation between the size of the firm and profitability variable; positive correlation between the size of the firm tax shield outside debt; positive correlation between the size of the firm and tax level and positive correlation between the size of the firm and growth rate variable.

Due to the instability in those periods when there happens to be high rate of inflation and due to the constraints of long-term borrowing means of the domestic firms; the short-term debts happen to dominate in the overall debts.