



T.C.
ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ: ÜRDÜN
SANAYİ ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA

Jebur Hussein Mahmood MAHMOOD

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Doç. Dr. Rıfat KARAKUŞ

Çankırı – 2023

T.C.
ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ: ÜRDÜN
SANAYİ ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA

Jebur Hussein Mahmood MAHMOOD

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Doç. Dr. Rıfat KARAKUŞ

ankırı – 2023

İÇİNDEKİLER

Sayfa

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ	iii
TEZ KABUL VE ONAY.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
ÖZET.....	vi
ABSTRACT	vii
KISALTMALAR.....	viii
TABLolar LİSTESİ	ix
1. GİRİŞ.....	1
2. SERMAYE YAPISI.....	3
2.1. Sermaye Yapısı Kavramı	3
2.2. Finansman Kaynakları	4
2.2.1. Yabancı Kaynaklar.....	5
2.2.2. Özkaynaklar	7
2.3. Sermaye Maliyeti	8
2.3.1.Yabancı Kaynakların Maliyeti	9
2.3.2.İmtiyazlı Hisse Senedi Maliyeti	9
2.3.3.Özsermaye Maliyeti	9
2.3.4. Ağırlık Ortalamalı Sermaye Maliyeti (AOSM)	10
2.4. Sermaye Yapısına İlişkin Teoriler	11
2.4.1. Net Gelir Yaklaşımı	12
2.4.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	13
2.4.3. Geleneksel Yaklaşım.....	14
2.4.4. Modigliani & Miller Yaklaşımı	15
2.4.5. Sermaye Yapısına İlişkin Diğer Teoriler	16
2.5. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler	21
2.5.1. Makroekonomik (Dışsal) Faktörler.....	21
2.5.2. İçsel Faktörler.....	24

3. SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ: ÜRDÜN SANAYİ	
ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA	25
3.1. Araştırmanın Amacı	25
3.2. Araştırmanın Önemi	25
3.3. Analiz İçin Oluşturulan Hipotezler	25
3.4. Araştırmanın Yöntemi ve Kapsamı	26
3.5. Veri Seti	27
3.6. Literatür Taraması	29
3.7. Bulgular	36
3.7.1. Temel İstatistikler	36
3.7.2. Birim Kök Testi Sonuçları	37
3.7.3. Tanısal Test Sonuçları	38
3.7.4. Panel Veri Regresyon Sonuçları	39
4. SONUÇ VE ÖNERİLER	65
KAYNAKÇA	67
ÖZGEÇMİŞ	74

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Yüksek Lisans tezi olarak hazırladığım *Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Ürdün Sanayi Şirketlerinde Bir Uygulama* adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlanmasına kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

25 / 07 / 2023

İmza

Jebur Hussein Mahmood MAHMOOD

TEZ KABUL VE ONAY

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Jebur Hussein Mahmood MAHMOOD tarafından hazırlanan *Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Ürdün Sanayi Şirketlerinde Bir Uygulama* başlıklı bu çalışma, 25/07/2023 tarihinde yapılan tez savunma sınavı sonucunda *oybirliğiyle* başarılı bulunarak jürimiz tarafından *Bankacılık ve Finans* Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ (Unvanı, Adı ve Soyadı)

Danışman	: Doç. Dr. Rıfat KARAKUŞ	İmza:
Üye	: Prof. Dr. İbrahim BOZKURT	İmza:
Üye	: Doç. Dr. Selim CENGİZ	İmza:

ONAY

Bu Tez, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun 13/07/2023 tarih ve 2023/31-15-B sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Coşkun POLAT
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Ürdün Sanayi Şirketlerinde Bir Uygulama başlıklı bu çalışmada Ürdün’de faaliyet gösteren sanayi şirketlerinin sermaye yapısına etki eden şirketlere özgü faktörler araştırılmıştır. Çalışmada elde edilen bulguların geniş kesimlere fayda sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın fikirden tamamlanmasına kadar tüm süreçlerinde desteklerini hissettiğim danışman hocam Doç. Dr. Rıfat KARAKUŞ’a, eğitim hayatım boyunca katlılarından faydalandığım tüm hocalarıma teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

25/07/ 2023

Jebur Hussem Mahmood MAHMOOD

ÖZET

Tezin Başlığı : Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Ürdün Sanayi Şirketlerinde Bir Uygulama
Tezin Yazarı : Jebur Hussein Mahmood MAHMOOD
Danışman : Doç. Dr. Rıfat KARAKUŞ
Anabilim Dalı : Bankacılık ve Finans
Tezin Türü : Yüksek Lisans Tezi
Kabul Tarihi : 25.07.2023

Bu çalışmanın amacı, Ürdün’de faaliyet gösteren sanayi şirketlerinin sermaye yapısı kararlarına etki eden içsel faktörleri belirlemektir. Çalışmada Ürdün’de faaliyet gösteren 28 şirketin 2005-2020 yılları arasındaki verileri kullanılarak, panel regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada elde edilen bulgular aktif büyüklükteki artışın toplam borcun aktife oranını artırdığını; aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların büyümesi, aktif devir hızı ve alacak devir hızının artmasının ise toplam borcun aktife oranını düşürdüğünü ortaya koymuştur. Kısa vadeli borcun toplam aktife oranı için oluşturulan model sonuçları aktifteki artışın ve aktif devir hızı artışının kısa vadeli borç oranını artırdığını; buna karşın aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların büyümesi, maddi duran varlık toplam aktife oranı ve alacak devir hızının artmasının kısa vadeli borçlanma oranını düşürdüğünü göstermiştir. Son olarak elde edilen bulgular aktif büyüklükteki ve maddi duran varlıkların aktife oranındaki artışın uzun vadeli borç oranını artırdığını; ancak aktif karlılığı, aktif devir hızı ve alacak devir hızının artmasının uzun vadeli borçlanma oranını düşürdüğüne işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, İçsel Faktörler, Panel Regresyon Analizi.

ABSTRACT

Thesis Title : Determinants of Capital Structure: An Application in Jordan Industrial Companies

Author : Jebur Hussein Mahmood MAHMOOD

Supervisor : Assoc. Prof. Rıfat KARAKUŞ

Department : Banking and Finance

Thesis Type : Master's Thesis

Date : 25.07.2023

The aim of this study is to determine the internal factors that affect the capital structure decisions of industrial companies operating in Jordan. In the study, panel regression analysis was conducted using the data of 28 companies operating in Jordan between 2005 and 2020. The findings obtained in the study revealed that the increase in asset size increases the ratio of total debt to assets, while the increase in return on assets, return on equity, growth in sales, asset turnover and receivables turnover decreases the ratio of total debt to assets. The results of the model created for the ratio of short-term debt to total assets show that the increase in assets and the increase in asset turnover increase the short-term debt ratio, whereas increase in the return on assets, return on equity, growth in sales, tangible assets to total assets ratio and receivables turnover decrease the short-term debt ratio. Finally, the findings indicate that the increase in the asset size and the ratio of tangible fixed assets to assets increases the long-term debt ratio, but the increase in the return on assets, asset turnover and receivables turnover reduces the long-term debt ratio.

Keywords: Capital Structure, Internal Factors, Panel Regression Analysis.

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AKTDH	Aktif devir hızı
ALCDH	Alacak devir hızı
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
BİST	Borsa İstanbul
DİBS	Devlet iç borçlanma senedi
GSYİH	Gayri safi yurtiçi hasıla
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JSA	Ürdün İstatistik Kurumu
KOBİ	Küçük ve orta büyüklükteki işletme
KVB	Kısa vadeli borçlar
MM	Modigliani Miller
MDV	Maddi duran varlıklar
NK	Net kar
TA	Toplam aktif
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
UVB	Uzun vadeli borçlar

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo No	Sayfa
Tablo 3.1: Çalışmada incelenen Ürdün işletmeleri	27
Tablo 3.2: Çalışmada kullanılan değişkenler	28
Tablo 3.3: Değişkenlere ait temel istatistikler	36
Tablo 3.4: Birim kök testi sonuçları.....	37
Tablo 3.5: Varyans Arttırıcı Faktör (VIF) analizi sonuçları	38
Tablo 3.6: Hausman testi sonuçları.....	38
Tablo 3.7: Modeller için Tanısal Test Sonuçları.....	39
Tablo 3.8: TB/TA için regresyon analizi sonuçları.....	39
Tablo 3.9: KVB/TA için regresyon analizi sonuçları	40
Tablo 3.10: UVB/TA için regresyon analizi sonuçları	41

1. GİRİŞ

Hissedar değerini maksimum yapma amacıyla faaliyet gösteren şirketler üç temel finansal karar vermek durumundadırlar. Ulaşılan kaynakların hangi varlıklara aktarılacağını içeren yatırım kararları ve elde edilen karın ne şekilde kullanılacağını içeren kar payı kararları yanında şirketlerin ihtiyaç duydukları kaynaklara ulaşacaklarını içeren finansman kararları temel finansal amaca uygun şekilde verilmelidir. Yatırım kararlarının firma değeri üzerindeki etkisi olduğu genel kabul görmektedir. Fakat kar payı kararları ve finansman kararlarının firma değeri üzerindeki etkisi tartışılmaktadır. Kar payı kararlarından ve finansman kararlarından firma değerinin etkileneceği savunan teoriler bulunmakla birlikte herhangi bir etkinin olmayacağını savunanlar da bulunmaktadır.

Üç temel finansal karar içerisinde yer alan finansman kararları, şirketlerin bilançolarının pasif tarafının nasıl oluşacağını ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile varlıkların hangi kaynaklar ile finanse edileceği finansman kararları ile belirlenmektedir. Sermaye yapısı kavramı ise finansmandan farklı olarak sadece uzun vadeli kaynak bileşiminin nasıl olacağını açıklamaktadır. Yani net işletme sermayesi ve duran varlıkların finanse edildiği kaynak karmasının nasıl olacağı sermaye yapısı kararları ile belirlenmektedir.

Sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkisi olup olmadığı tartışılmakla birlikte etkisinin bulunmadığı da kesin olarak ortaya konulmamıştır. Bu nedenle sermaye yapısı kararlarının da önemle ele alınması gerekmektedir. Bundan dolayı sermaye yapısı kavramı literatüre sıkça konu olmuştur. Bu çalışmaların bir kısmı sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisine odaklanmıştır. Bir kısmı ise sermaye yapısına etki eden faktörleri konu edinmiştir.

Sermaye yapısının öneminden kaynaklı olarak etki eden faktörleri de belirlemek yöneticiler, yatırımcılar ve politika yapıcılar için faydalı olacaktır. Literatürde gerek şirketlere özgü faktörlerin gerekse makroekonomik faktörlerin sermaye yapısına etkisi sıklıkla ele alınmıştır. Ürdün piyasası için ise sermaye yapısına etki eden faktörleri

belirlemeye yönelik çalışmalar oldukça sınırlıdır. Bu nedenle bu alışma Ürdün’de faaliyet gösteren sanayi şirketleri için sermaye yapısı kararlarına etki eden içsel faktörleri belirleme amacına odaklanmıştır. Bu amaç doğrultusunda öncelikle çalışmanın ilerleyen bölümünde sermaye yapısı kavramı açıklanmış, ilgili literatüre değinilmiş ve ekonometrik analizlere yer verilmiştir. Çalışmada Ürdün’de faaliyet gösteren 28 sanayi şirketinin 2005-2020 yılları arasındaki verileri kullanılarak regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir.

2. SERMAYE YAPISI

Bu bölümde, sermaye yapısı kavramı tüm yönleriyle açıklanmış ve kavramsal bir çerçeve çizilmiştir.

2.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Her bilim dalı sermayeyi farklı tanımlasa da esasen aynı amaç sağlanmaktadır. Sermaye, ekonomi biliminde mal veya hizmet üretiminde gerekli üretim aracı olarak ifade edilmektedir (Alkin, 2005, s. 34). Finans alanında sermaye, işletmeler, hissedarları ve/veya üçüncü şahıs ve kuruluşlar tarafından sağlanan finansal kaynaklar olarak tanımlanabilir (Boldizzoni, 2008, s. 14). Bu kaynaklar, firmaların faaliyetlerinin devam etmesi, karlılık ve büyüme gibi temel hedeflere ulaşılması için gereklidir. Bu çerçevede sermaye, ekonomi ve finans dallarında mal veya hizmet üretiminde kullanılan kaynaklar olarak tanımlanmaktadır.

Firmaların büyümesi, faaliyetlerini sürdürmesi ve karlılık hedeflerine ulaşabilmesi için sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ihtiyacı karşılamak için de öz sermaye ve yabancı kaynaklar beraber kullanılmaktadır. Öz kaynak olarak sağlanan finansman hem firma içinden hem de firma dışından gelebilir. Firmanın varlıklarını yabancı kaynakla fonlanması, sadece firma dışından fon sağlanması anlamına gelmektedir. Finansal yönetici, firmanın varlıklarını finanse etmek için kullanacağı fonları seçerken, bunların firmaya yükleyebileceği maliyetleri ve firmanın riski ve piyasa değerini dikkate almalıdır (Alkin, 2005, s. 34).

Bu çerçevede sermaye yapısı, firma yatırım kararlarını finanse etmek amacıyla kullanılan finansman kaynaklarının bir kombinasyonunu ifade eden bir kavramdır. Sermaye yapısı, firmaların sahip oldukları varlıkları finanse etmek için kullandıkları kaynakların bileşimini ifade etmektedir (Myers, 2001, s. 81).

Sermaye yapısı, firmaların yatırımlarını gerçekleştirmek için kullanılan borç ve sermaye kaynaklarının optimal karışımını ifade eder. Bu optimal yapı, şirketlerin finansal durumunun korunması, güçlendirilmesi ve faaliyetlerini en verimli şekilde

sürdürmesi açısından önemlidir. Sermaye yapısına yönelik kararlar, sürekli değişen ve rekabetçi ekonomik ortama uyum sağlamakla doğrudan ilişkilidir. Bir finans yöneticisinin bir firma ile ilgili vereceği en önemli kararlardan biri en uygun sermaye yapısının oluşturulmasıdır (Burucu ve Öndeş, 2016, s. 202).

Firmaların son zamanlarda sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için kullandıkları finansman araçlarının önemli ölçüde çeşitlenmiş olması ve işletmelerin bu alternatifler ile optimum kaynak yapısına ulaşma çabaları sermaye yapısı kararlarının önemini vurgulamaktadır. Bu nedenle de firmaların kullandıkları borçlar ve öz kaynaklardan oluşan sermaye yapısı, firmaların sürekliliklerini sağlamak için önemlidir (Karadeniz ve diğerleri., 2016, s. 39). Bir firmanın kuruluşundan başlayarak her aşamada kendini gösteren en önemli unsurlardan biri, firmaların faaliyet ve yatırımlarında kullanılacak sermaye kaynağının borç mu yoksa öz kaynak mı olacağıdır. Burada verilecek kararlar, firmanın karı ve riski üzerinde uzun vadeli bir etkiye sahip olacağından dikkatli bir şekilde ele alınması gereken en önemli konulardan biri olarak ifade edilmektedir. Sermaye yapısı kararları, firmanın borç/öz kaynak oranının nasıl olması gerektiğini, bu kaynakların kendi içerisinde nasıl dağılması gerektiğini ve bu oranların çeşitli faktörlerden nasıl etkilendiğini belirlemeye çalışan kararlara dayanmaktadır (Kısakürek ve Aydın, 2013, s. 102).

2.2. Finansman Kaynakları

Firmaların faaliyetlerini sürdürmek ve varlıklarını finanse etmek amacıyla pay sahipleri tarafından konulan veya şirketin faaliyetleri sonucunda oluşan ya da üçüncü taraflarca şirketin kullanımına bırakılan diğer kaynaklar sermaye olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, bir firmanın sermaye yapısı, öz kaynakların ve yabancı kaynakların bileşimi ile nitelendirilmektedir (Akkaynak, 2019, s. 5).

2.2.1. Yabancı Kaynaklar

Ortaklar tarafından yatırılan sermaye, firmaların faaliyetlerini sürdürmeleri, büyümeleri ve gelişmeleri için birçok senaryoda yetersiz olabilir. Bu durumda, firmaların ihtiyaç duydukları fonların bir bölümü firma dışındaki kaynaklarla karşılanabilmektedir. Bu nedenle, firma dışında kişiler ya da kuruluşlardan faiz karşılığı olarak belli bir sürede kullanılmak kaydıyla alınan fonlar yabancı kaynak ya da borçlar şeklinde tanımlanmaktadır. (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s. 28).

Kısa vadeli yabancı kaynaklar, firmaların bir yıl içinde ödemesi gereken borçlardır. Şirketler, dönen varlıkların finansmanı için kaynak sağlamak amacıyla kısa vadeli yabancı kaynakları kullansalar da bazen bu fonların duran varlıkların finansmanı için kullanıldığı da görülmektedir. Duran varlıkların finansmanında kısa vadeli yabancı kaynaklarının kullanılması işletme açısından riskli bir stratejidir (Başar, 2003, s. 209). Uzun vadeli yabancı kaynaklar ise, genellikle beş yıldan uzun bir süre için kullanılabilir. Ekonomiye bağlı olarak ekonominin iyi olduğu zamanlarda, bu kaynaklar firmanın öz kaynaklarının karlılığını artırmaktadır. Ekonomik durgunluk döneminde ise firma için riskler oluşturabilmektedirler (Okka, 2009, s. 456).

Sermaye yapısı, esasen firmaların fon ihtiyacına karşılamak maksadıyla uzun vadeli yabancı kaynaklar veya öz kaynaklar yoluyla fon sağlayıp sağlamayacağına ilişkin bir yapıyı ifade etmektedir. Fakat yapısal nedenlerden dolayı, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda uzun vadeli fonların arzının imkânsız olmasa da yeterli olmaması, kısa vadeli borçlanmaya yönlendirmektedir (Dağlı, 1998, s. 115). Bu nedenle sermaye yapısı kararları içerisinde kısa vadeli borçlanmaları da değerlendirmek gerekebilmektedir.

Firmalar finansman ihtiyaçları konusunda banka kredilerine başvurabilmektedir. Bilindiği üzere finansal sistemde çoğu zaman kısa vadeli borçlar cari varlıkları finanse etmek için kullanılırken, orta vadeli ve uzun vadeli borçlar sabit varlıkları finanse etmek için kullanıldığı gözlemlenmektedir. Firmalar, genellikle kısa vadeli işletme sermayesi gereksinimlerini karşılamak amacıyla banka kredilerini kullanmayı tercih ederken; bankalar, firmaların kredi değerine göre borç sağlamaktadır. Büyük işletmeler bankalardan kolay ve hızlı şekilde kaynakları elde edebilmektedir. Pratikte,

uzun dönemdir faaliyet gösteren firmaların banka kredilerinden yararlanma olasılıkları yeni kurulan firmalara göre daha fazladır. Bunun nedeni de yeni kurulan firmaların kredi değerliliğinin tespitinin daha zor olmasıdır (Aksoy ve Yalçiner, 2008, s. 411).

Finansman bonosu, firmaların bankalar dışındaki kaynaklardan kısa vadeli finansman elde etmelerini sağlayan bir finansal araç olarak para ve sermaye piyasalarına dâhil edilmiştir. Diğer bir deyişle, finansman bonoları, büyük ölçekli firmaların kısa vadeli fon gereksinimlerini karşılamak amacıyla ihraç ettikleri kısa vadeli, genellikle teminatsız menkul kıymetlerdir. Finansman bonoları, kısa vadeli banka kredilerine kıyasla daha düşük maliyetli bir seçenek olması ve her an farklı esnek vadelerle verilebilmesi nedeniyle firmalar için cazip ve ilgi çeken bir finansal araçtır (Bolak, 1998, s. 224).

Anonim şirketlerin uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için çıkarmalarına izin verilen temel menkul kıymetler tahvil olarak tamamlanmaktadır. Tahvillerin temel özelliği, bir yıldan fazla vadeye sahip olmalarıdır. Uzun vadeli borçlanma aracı olan tahvilin piyasa fiyatı, piyasa faiz oranları ile dalgalanmaktadır. (Ercan ve Ban, 2005, s. 41).

Firmalara borç finansmanı sağlamanın borcun vergi tasarrufu sağlaması ve yönetimin paylaşılmaması gibi bazı avantajları mevcuttur. Bununla birlikte borç finansmanının, borçlanmanın bir firmanın finansal riskini arttırması ve bunun sonucunda firmanın likidite yaratma yükümlülüğü de dâhil olmak üzere bazı sakıncaları da bulunmaktadır (Yükeri, 2009, s. 14).

Firma kar elde etse de etmese de belirli bir tarihte kullandığı yabancı kaynaklara karşı faiz ve anapara ödemesi yapması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile ortaklar, firmanın borç verenlerine karşı tüm yükümlülüklerini yerine getirildikten sonra getiri elde edebilmektedir. Bir firmanın tasfiyesi durumunda, borç verenler firmanın sahipleri ile kıyasla firmanın varlıkları üzerinde öncelikli haklara sahiptir (Yükeri, 2009, s. 13).

2.2.2. Özkaynaklar

Firmanın kuruluşu sırasında firma ortakları tarafından sağlanan ve faaliyet süresi boyunca firma tarafından elde edilen ve firma dışına çıkarılmayan kaynaklar, öz kaynak olarak ifade edilmektedir. Firmaların kuruluşunda konulan özsermayeye ek olarak kuruluşundan sonra da firmalar tarafından öz kaynaklarını güçlendirerek çeşitli yöntemler kullanılabilir. Hissedarlar tarafından sermaye artışı yoluyla yeni kaynaklar sunulabileceği gibi öz kaynaklara faaliyetlerin sonucunda oluşan karı dahil ederek oto-finance yapmak da mümkündür (Akgüç, 2002, s. 753). Firmalar için öz kaynak, güven sağlayan bir finansman kaynağıdır. Çünkü maliyetleri düşük olsa bile, bir firmanın tamamen yabancı kaynaklarla kurulup faaliyetlerini bu şekilde sürdürmesi neredeyse imkânsızdır. Ödenmiş sermaye ve yedekler gibi öz kaynak faktörleri firmanın güvencesini sağlamaktadır. Aynı zamanda, firmanın iş ilişkisi olan üçüncü taraflara karşı bir teminat göstergesi oluşturmaktadır (Alpugan ve diğerleri, 1997, ss. 18-22). Bu bağlamda öz kaynaklara, Garanti Kapitali adı da verilmektedir (Quiry ve diğerleri, 2011, s. 479).

Hisse senedi ihraç ederek, anonim ortaklıklar öz kaynak şeklinde fon gereksinimlerini karşılayabilirler. Bir yatırımcının, firmanın hisse senedini satın alması, o firmaya ortak olduğunu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, hissedarlar, firma karından önemli ölçüde yararlanabilmeleri karşılığında tasfiye edilmesi durumunda, tahvillerin ve diğer borçların ödenmesinden sonra firmanın varlıkları üstünde bir hak iddia edebilirler (Başar, 2003, s. 260). Ayrıca hissedarların, firmanın kayıtlarını inceleme ve ortaklığın sermaye artırılması durumunda, yeni hisse satın almalarında öncelik hakkı ve diğerleri, bulunmaktadır. Hisse senedinin hakları satıldığında hisse senedini devralan kişiye devredilecektir (Yükçü 1999, s. 990).

Oto-financemanda, firmanın işlemleri neticesi kazandığı karın tamamı ya da bir kısmının ortaklara dağıtılmak yerine firmanın bünyesi içinde kalması anlamına gelmektedir (Yenice, 2001, s. 51). Diğer bir deyişle, oto finansman, işletmelerin dış kaynaklara yoğunlaşmak yerine kendi kaynaklarını kullanarak fon oluşturmalarıdır (Uysal, 2001, s. 45). Firmanın faaliyetleri sonucunda elde edilen karlarının dağıtılmayıp sermaye hesaplarına alacak olarak kaydedilmesi açık oto finansman

olarak tanımlanmaktadır (Yenice, 2001, s. 45). Firmaya borç verenler açısından bakıldığında, firmanın varlıklarını oto finansman yoluyla finanse etmesi firmanın kredibilitesinin yükselmesine olanak sağlamaktadır. Kredi değerlendirme aşamasında işletmelerin borçlanma oranları bankalar ve diğer kredi kuruluşları için büyük bir öneme sahiptir. Öte yandan, aşırı oto finansman işletmeler için olumsuz sonuçlar da doğurabilmektedir. Halka açık şirketlerdeki karların uzun süre dağıtılmaması, hisse senedi fiyatların düşmesine sebep olabilmektedir (Yükeri, 2009, s. 6).

Dağıtılmayan karlar, yedekler ve karşılıklar açık oto finansmanın kapsamında yer almaktadır. Dağıtılmayan karlar, bir firmanın net karının yılsonunda ortaklara dağıtılmayan ve firmada bırakılan bölümüdür (Ceylan, 2000, ss. 162-163). Yedek akçeler firma sahiplerinin ve alacaklılarının haklarını korumak ve firmanın faaliyetleri sonucunda oluşabilecek öz kaynak azalışlarını karşılamak amacıyla işletmede tutulmaktadır (Tenker, 1997, s. 242). Yedek akçeler, yasal mevzuat gereğince de belirli oranlarda zorunlu kılınmıştır.

2.3. Sermaye Maliyeti

Finans yöneticileri, firmanın piyasa değerini artırarak ortakların refahını en üst düzeye çıkarmak amacıyla olduğundan, yöneticiler bu hedefe ulaşmada firma tarafından kullanılan kaynakların maliyetini mümkün olduğunca azaltmayı hedeflemektedir (Sayılğan, 2013, s. 325). Teoride, firmalar varlıklarını tamamen öz kaynak kullanarak finanse edebilir (Başar, 2003, s. 255). Başka bir deyişle, varlıkların finansmanında yalnız öz sermaye kullanılması halinde, ortalama sermaye maliyeti ve öz sermaye maliyeti eşit olmaktadır. Uygulamada, bir firmanın sermaye yapısını oluştururken, öz kaynak yanında uzun vadeli yabancı kaynaklar ve bazı durumlarda imtiyazlı hisse seneleri kullanımı oldukça yaygındır (Dağlı, 1999, s. 345). Bu nedenle sermaye maliyetini kavramını açıklayabilmek için yabancı kaynakların, imtiyazlı hisse senetlerinin ve özsermaye maliyetinin bilinmesi önem taşımaktadır.

2.3.1.Yabancı Kaynakların Maliyeti

Borçların maliyetleri en basit şekilde faizdir. Firmaya borç veren yatırımcılar tarafından beklenen getiri oranı, firma için borcun maliyetidir. Finansal piyasalar firmanın borçlarının maliyetlerini belirlemektedir. Bu, şirket tarafından çıkarılan piyasada işlem görmekte olan tahvillerin, tahvil yatırımcıları tarafından beklenen getiri oranıdır. Firmanın ihraç ettiği tahvilleri yoksa borcun maliyeti, firmanın uzun vadeli borçlanmaya girmesi durumunda ödünç alabileceği faiz oranı veya firmayla aynı risk derecesinde olan benzer firmaların borçlanma maliyeti, firmanın borç maliyetlerini hesaplamak için kullanılabilir (Ercan ve Ban, 2005, ss. 209-210).

2.3.2.İmtiyazlı Hisse Senedi Maliyeti

İmtiyazlı hisse senedi, kardan öncelikli pay alma hakkı sağlarlar. İmtiyazlı hisse senetleri, ihraççı açısından periyodik ödemeler gerektirmeleri ve tasfiye halinde öncelik hakkı tanınmaları bakımından tahvillere benzer. Ancak tahvilin bir vadesi olduğundan ve tahvilin anapara ve faizinin belirlenen süre içinde ödenmesi gerektiğinden tahvile benzetilmemelidir (Başar, 2003, s. 258). İmtiyazlı hisse senetlerinin firmaya maliyeti, ihraç edilen imtiyazlı hisse senetlerini için yatırımcıların talep etmiş oldukları getiri oranıdır (Okka, 2009, s. 433).

2.3.3.Özsermaye Maliyeti

Firmanın adi hisse senetleriyle faaliyetleri neticesi olan fonların ortaklarına dağıtılmayan kısmı firmanın öz sermayesini oluşturmaktadır. Bu nedenle firma ister adi hisse senedi ihraç ederek, ister firmanın faaliyetinden elde ettiği fonları elde tutarak öz sermayesini sağlasın, öz sermaye firmaya bir maliyet getirmektedir (Dağlı, 1999, s. 351).

Öz kaynak maliyeti, özellikle sermaye bütçelemesi söz konusu olduğunda, şirket için son derece önemlidir. Temettü ödemeleri, şirket defterlerine öz kaynak maliyeti şeklinde kayıt altına alınabilir. Fakat kâr payı ödemelerinin öz kaynak maliyetleri olarak hesaplanması yanıltıcı olabilir. Firmanın öz kaynak maliyeti, hissedarın getirisi

kullanılarak hesaplanabilir. Belirli bir dönemin getirisi hesaplanırken, hissedarın o dönemde alacağı temettünün yanı sıra o dönemin başında ve sonunda hisse senedi fiyatındaki fark dikkate alınmalıdır. Kısacası hissedarın elde edebileceği getiri şunlardan oluşmaktadır (Ercan ve Ban, 2005, ss. 211-212):

- Kâr payı ödemesi
- Sermaye kazancı

Firmaya öz kaynak sağlayanların talep ettiği getiri oranına öz kaynak maliyeti denir. Özkaynak maliyeti, borç maliyetinden daha yüksektir çünkü bu durumda daha fazla risk söz konusudur. Borç oranları yüksek bir seviyeye ulaştığında, borcun temerrüde düşme olasılığı artar ve borç öz sermayeden önce ödendiği için borcun maliyeti öz sermaye maliyetinden daha düşüktür (Özçelik, 2020, s. 24). Sermayenin yapısı, özkaynak maliyetlerini etkileyen bir diğer faktördür. Yüksek faiz oranı, borcun temerrüde düşmesi gibi risklere yol açabileceğinden, riski ve dolayısıyla özsermaye maliyetini artırır (Dean, 1969, s. 50).

2.3.4. Ağırlıklı Ortalamalı Sermaye Maliyeti (AOSM)

Yatırım kararlarında kullanılan ortalama sermaye maliyeti, sermaye yapısı içindeki ağırlıkları dikkate alınarak hesaplanmalıdır. Bu şekilde hesaplanan maliyet, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) olarak ifade edilir ve hâlihazırda kullanılan kaynakların ortalama maliyetini göstermektedir. Yatırım kararlarında uzun vadeli kaynaklar kullanıldığından, kısa vadeli yükümlülükler sermaye maliyeti hesaplamasına dâhil edilmez. Bu nedenle, sermaye maliyeti öz kaynakların, uzun vadeli yükümlülüklerin ve imtiyazlı hisse senedi maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanır (Dağlı, 1999, s. 362). Firmanın projelerini kabul etmek veya reddetmek için kullanacağı sermaye maliyeti, fon maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması alınarak belirlenir. Bu oran, firmanın gelecekte aynı sermaye yapısını koruyacağı varsayımına dayanmaktadır.

Sermaye bileşiminin değişmesi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin değişmesine sebep olur. Sermaye maliyetini birçok faktör etkiler. Örneğin, ekonominin olumsuzluğu, finansal krizler, firmanın risk durumu ve firmanın aldığı kararlar

sonucunda sermayenin maliyeti zaman içinde değişir (Başar, 2003, s. 262).

2.4. Sermaye Yapısına İlişkin Teoriler

Bir firmanın uzun vadeli varlıklarının finanse edilmesi amacıyla kullanılmış olan borç ve öz kaynakların bileşimi, sermaye yapısı olarak adlandırılmaktadır. Firmanın sahipleri veya hissedarları tarafından yapılan bir yatırımı ifade eden uzun vadeli bir sermaye kaynağı öz kaynak olarak tanımlanırken; geri ödenmesi gereken sermaye tutarı borç olarak bilinmektedir (Coleman ve Rob, 2012, s. 107). Başka bir anlatımla, sermaye yapısı, bir firmanın finansman ihtiyaçlarını karşılamak maksadıyla kullanılan uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak bileşimini ifade etmektedir. Firmaların bilanço pasifinde yer alan yabancı kaynakları ile (kısa ve uzun vadeli borçlar) öz sermaye bileşimi ise finansal yapı olarak adlandırılmaktadır (Aydın ve diğerleri, 2014, s. 215). Sermaye yapısı ise uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynaklar karmasından oluşmaktadır.

Finansal yönetim açasından her firmanın amacı, hissedar değerini en üst seviyeye çıkarmaktır. Bu nedenle, firmanın değerini artırma hedefini desteklemek maksadıyla sermaye yapısı kararları ciddi ve doğru bir şekilde alınmalıdır. Sermaye yapısı, firmanın fon ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşan finansman yöntemlerini ifade etmektedir (Aydın ve diğerleri, 2014, s. 215).

Modigliani ve Miller'ın 1958'deki çalışmasından bu yana, borç ve öz kaynak bileşiminin firma değerini en üst düzeye çıkarıp çıkarmadığı ve bu gerçekteştiğı takdirde bir firmanın en iyi sermaye yapısını hangi etkenlerin etkilediğı konusundaki temel sorular gündeme gelmiştir (Sayılğan ve diğerleri, 2006, s. 125). Firmalar ortalama sermaye maliyetini en düşük seviyeye indirecek ve hisse senedinin değerini maksimuma çıkaracak en uygun sermaye yapısını bulmaya çalışmaktadır. Hangi borç-öz sermaye karmasının bu amaca ulaştığına dair finansal literatürde uzun tartışmalar yapılmış ve bunların sonucunda teoriler oluşturulmuştur (Sayılğan ve diğerleri, 2006, s. 125).

Modigliani ve Miller (1958) çalışmalarında borç-öz kaynak karmasında meydana gelen değişikliklerin, firmaların pay senedi değerini ve ortalama kaynak maliyetini etkilemediğini savunduğu günden bugüne, finans literatüründe sermaye yapısı ile ilgili kurumsal teoriler ortaya çıkmıştır. Bazı finansal teoriler sermaye yapısı değişikliklerinin ortalama sermayenin maliyetleri ve şirketin piyasa değerleri üzerinde etkisi var olduğu savunurken diğerleri ise sermaye yapısındaki değişikliklerin sermaye maliyeti ve şirketin piyasa değeri üzerine herhangi bir etkisi olmadığını öne sürmektedir (Lee ve Kwok, 1988, s. 195).

Sermaye yapısı içindeki borç-öz sermaye karmasının firmanın piyasa değerini etkilenip etkilenmediği doğrultusunda farklı görüşler ortaya atılmıştır. Firmanın hisse senedi piyasa fiyatlarını sermaye yapısında borç-öz sermaye birleşiminden etkilendiği takdirde, sermaye maliyeti mümkün olan en aza indirecek ve firmanın piyasa değerini arttıracak yöntem belirlemektedir (Türko, 1994, s. 461).

Temel sermaye yapısına yönelik yaklaşımlar, sermaye yapısındaki değişikliklerin sermaye maliyetleri ve firmanın değeri üzerinde etkisinin nasıl olacağı ile ilgilenmektedir (Yılğör ve Yücel, 2007). Bir işletmenin borç-öz kaynak bileşiminin değişmesinin sermaye maliyetini ve değerini etkiler mi, diğer bir ifade ile finansal kaldıraç etkenlerinin işletmenin sermaye maliyetine etkisi var mıdır sorusunun cevabında dört farklı yaklaşım bulunmaktadır (Akgüç, 1994, ss. 486-487).

2.4.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, 1952 yılında David Durand'ın orta koyduğu bir teori olarak, sermaye yapısı yani borç-öz sermaye oranını değiştirmek suretiyle firma değerinin artırabileceğini ifade etmektedir (Durand 1952, s. 217). Net gelir yaklaşımında sermaye yapısının içindeki borç payının artması, firmanın değerini doğrudan artırmaktadır. Sermaye yapısındaki borç oranının artırılması, firmaya borç veren ve hissedarlara endişe yaratmamaktadır. (Kapusuzoğlu ve Ceylan, 2018, s. 21). Net gelir yaklaşımına göre, sermaye yapısının içindeki yabancı kaynak oranı arttıkça hem ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşük seviyelere geleceği hem de firma değerinin yükseleceği kabul edilmektedir. Buradaki temel varsayım yabancı kaynak

oranının artırılması ile yabancı kaynak maliyetinin ve öz kaynak maliyetinin değişmeyeceği ve devamlı olarak sabit kalacağıdır.

Borç seviyesinin sıfır olduğu durumda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, öz kaynak maliyetine eşittir (Ercan ve Ban, 2005, s. 228). Sermaye yapısı içerisinde borçlar yer almaya başladıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalacak ve firma değeri artacaktır. Bu varsayım gerçek hayatla çelişmektedir. Sermaye yapısı içerisindeki borç payının büyümesine bağlı finansal risk yükselmektedir. Bu durum, hem borç verenlerin yüksek borç artışından dolayı daha yüksek bir faiz oranı talep edeceğine hem de ortakların finansal risk sebebiyle firmadan daha yüksek getiri isteyeceği sebebinin doğurmaktadır. Firmanın borç payını sürekli artırarak sermaye maliyetini düşürmesi ve değerini artırması pek mümkün değildir (Okka, 2009, s. 481).

2.4.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

David Durand 1952 yılında yaptığı çalışmasında, net faaliyet geliri yaklaşımını ortaya koymuştur. Yaklaşım, sermaye yapısında meydana gelen değişikliklerin firma değerine ve ortalama sermaye maliyetine bir etkisi olmadığını ileri sürmektedir. Sermaye yapısının değişmesinden firma değeri etkilenmez (Durand, 1952, s. 215).

Net faaliyet geliri yaklaşımında firmaların varlıklarını borç ile finanse ederek hisse senedinin değerini yükseltmeyeceği kabul edilmektedir. Başka bir deyişle, firmanın sermaye yapısındaki borç payının artışı, firma değeri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve yabancı kaynak maliyeti etkilememektedir. Net faaliyet geliri yaklaşımı, borcun artırılmasıyla paralel olarak öz sermaye maliyetinin yükseleceği ileri sürmektedir. Firmaların sermaye yapısındaki yabancı kaynak/öz kaynak oranının artması riskin yükselişine neden olacağından firmanın hissedarları daha yüksek gelir beklentisinde olacak ve bu durum öz sermaye maliyetinde artışa neden olacaktır (Brigham ve Gapenski, 1988). Bu görüşe göre, şirketler için bütün sermaye yapısı aynı olduğu, yani tek optimal bir sermaye yapısının bulunmadığı bunun nedeni de firmaların sermaye yapısının içerisindeki yabancı kaynak oranını artırdıkça öz kaynak maliyetinin riskle birlikte artmasından kaynaklanmasıdır (Terim ve Kayalı, 2009, s. 45).

Net faaliyet geliri yöntemi, net gelir yaklaşımının aksine, sermaye yapışma ilişkin kararların firmanın değerini etkilenmediği savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre ağırlıklı ortama sermaye maliyetinin sermaye yapısındaki değişikliğinden bağımsız olarak sabit kaldığı dolayısıyla firmanın değerini yükseltecek en uygun sermaye yapısının olmadığı düşünülmektedir.

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, firmaların sermaye yapısını değiştirmek yoluyla firmanın değerini değiştirmek mümkün değildir. Başka bir ifade ile firmanın değeri sermaye yapısı içerisindeki yabancı kaynak/öz kaynak kompozisyonundan bağımsızdır (Ercan ve Ban, 2005, ss. 231-232).

2.4.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım, 1955 yılında Ezra Solomon tarafından geliştirilen bir teoridir. Bu teoriye göre, ağırlıklı ortalama maliyetleri düşürerek şirketin değerini en üst düzeye çıkaran tek bir optimal sermaye yapısına ulaşmak mümkündür (Solomon, 1955, s. 245). Teoriye göre, bir firmanın tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve firmalar sermaye maliyetlerini düşürürken piyasa değerlerini artırmak için bir dereceye kadar finansal kaldıraçtan yararlanabilirler (Okka, 2009, s. 483). Bunun nedeni ise, işletme sahiplerinin borç verenlere ile kıyasla daha yüksek risk almaları, dolayısıyla da firmanın sahiplerinin yüksek riske karşılık olarak daha fazla oranda kazanç beklediğidir. Borç ile finansman daha ucuz olduğundan borç oranını artırmak ortalama sermaye maliyetini düşürecektir. Bununla beraber artan borçla birlikte borç ve öz kaynak maliyetinin artacak olması belirli bir seviyeden sonra yeniden ortalama sermaye maliyetinin yükselmesine ve dolayısıyla firma değerinin düşmesine neden olacaktır (Akgüç, 1994, ss. 492-493). Yabancı kaynak oranını artırarak ortalama sermaye maliyetinin düşürülebildiği en düşük seviye ve böylece firma değerinin ulaşabileceği maksimum seviye optimal sermaye yapısı olarak kabul edilmektedir.

2.4.4. Modigliani & Miller Yaklaşımı

1958 yılında firmaların sermaye yapısı kararları Modigliani ve Miller (MM) tarafından yapılan çalışmada incelenmiştir (Arnold, 1998, s. 791). MM teorisi, geleneksel yaklaşımından farklı olarak firmalar için optimum bir sermaye yapısı bulunmadığını savunmaktadır. Bu nedenle de firmaların sermaye yapısının içindeki borç/öz kaynak oranı ne olursa olsun firma değeri ve sermaye maliyeti değişiklik göstermemektedir (Kapusuzoğlu ve Ceylan, 2018, s. 22). Geleneksel yaklaşıma karşı olarak MM yaklaşımı, firmanın sermaye maliyetinin ve piyasa değerinin sermaye yapısı değişiminden etkilenmediğini savunurken, bunu temel varsayımlara bağlamıştır (Akgüç, 1994, s. 498). Bu varsayımlar:

1. Sermaye piyasaları etkindir.
2. Gelecek dönemlerde elde edilmesi beklenen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile cari dönemde faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı aynıdır.
3. Firmalar “eş risk” sınıflarına ayrılabilirler.
4. Gelir üzerinden alınan vergiler mevcut değildir.

Firma için borçlanma oranı arttıkça artan getiri beklentisi, firmanın öz sermaye maliyetinde artışa neden olmaktadır. Sonuç olarak firmanın düşük maliyetli yabancı kaynak kullanması öz kaynak maliyetini artırmakta ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır. Bu nedenle firmaların yatırımlarının finansmanında kullandıkları fonların kaynağı, firmaların yaptıkları yatırımlardan bekledikleri minimum getiri oranı (ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) üzerinde hiçbir etkiye sahip değildir (Kapusuzoğlu ve Ceylan, 2018, s. 23).

MM'in argümanlarının geçerliliği arbitraj yapılabilmesi ihtimali ile belirtilmektedir. Aynı piyasa değerine sahip iki işletmeden birinin öncelikli olarak yabancı kaynaklar, diğerinin öz kaynaklarla finanse edilmesi etkin bir sermaye piyasasında arbitraj olanağı sağlamaktadır (McMenamin, 1999, s. 457). MM teorisine göre arbitraj, benzer net faaliyet geliri ve risk kategorilerine sahip firmaların piyasa değerlerinin farklılaşmasını engellemektedir. Dolayısıyla düşük maliyetli kaynak elde eden firmanın hissedarları, aynı geliri sağlayan ancak finansman riski daha az olan diğer firmanın hisselerini cazip bularak riskli firmanın hisselerini satmaya ve risksiz

firmanın hisselerini satın almayı düşünmektedir. Bu çerçevede sermaye piyasası eğilimi, borç kullanmayan ve daha az riskli bir firmanın piyasa değerini artırarak, borç kullanan bir firmanın piyasa değeri ile aynı seviyeye gelmesine olanak vermektedir (Akgüç, 1994, s. 499). Bu bağlamda MM yaklaşımı, geleneksel yaklaşıma karşı firmaların optimal sermaye yapısının bulunmadığını, firmaların etkin bir sermaye piyasasında arbitraj (fiyat farklılığı) işlemlerinden yararlanabildiği savunmaktadır.

Literatürde yukarıda açıklanan klasik yaklaşımlara ilişkin sık eleştiriler getirilmesi, ilgili teorilerin sermaye yapısının firma değerini üzerindeki etkisini açıklama gücünün tartışılması modern teorilerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

2.4.5. Sermaye Yapısına İlişkin Diğer Teoriler

- **Dengeleme Teorisi**

Kraus ve Litzenberger'in (1973) çalışması, dengeleme teorisinin geliştirilmesini sağlamıştır. Dengeleme teorisi, işletme borçlanmasının sağladığı vergi tasarrufları ile neden oldukları finansal sıkıntının maliyetini dengelemeye çalışır. Firmalar borçlandıklarında temerrüt riski yani anapara ve faiz ödememe riski artmaktadır. Şirketlerin anapara ve faiz ödemediği bir süreçte alacaklılar şirketin iflasını talep etme hakkına sahiptir. Bu nedenle firmalar kredi almaya karar verdiklerinde, borçlanmanın vergisel faydaları ile bunun getirdiği finansal sorunlar ve finansal sıkıntı maliyetleri arasında bir denge kurmak durumundadırlar ve bu finans literatüründe dengeleme teorisi olarak bilinmektedir (Başaran, 2008, s. 35).

Dengeleme teorisine göre firmalar, sermaye yapılarının borç-özsermaye oranını ayarlayarak, vergi kalkanını ve finansal sıkıntı maliyetlerini dengeleyerek optimal bir sermaye yapısına ulaşabilirler (Abeywardhana, 2017, s. 134). Dengeleme teorisi, firmaların borcun vergi avantajı ile yabancı kaynakların kullanımından kaynaklanan finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerinin dengelendiği noktada bir borç/öz kaynak kombinasyonunu seçerek optimal bir borç oranına ulaşabileceklerini öne sürmektedir (Burucu ve Öndeş, 2015, s. 63). Diğer bir deyişle, dengeleme teorisine göre firmalar optimal sermaye noktasına ulaşabilirler.

Dengeleme teorisine göre, bir firmanın maksimum değere ulaşmasını sağlayacak bir sermaye yapısına ulaşması mümkündür. Optimal sermaye yapısı, borcun marjinal faydalarının borcun marjinal maliyetine eşit olduğu ve firmanın üretkenliğinin maksimum olduğu noktadır. Özsermaye finansmanına kıyasla borç, vergi kalkanı nedeniyle daha ucuz bir kaynaktır. Ancak aşırı borç kullanımı iflas olasılığının yüksek olması nedeniyle risklidir. Böylece denge teorisine göre firmalar, faydalarını (vergi indirimleri) borçla ilgili maliyetlere (iflas maliyetleri) karşı dengeleyerek en uygun hedef borç oranını belirlemektedir (Park ve Jang, 2013, s. 52).

Dengeleme teorisine göre firmalar, marjinal faydaların ve marjinal maliyetlerin eşit olduğu bir noktaya, yani optimal bir sermaye yapısına ulaşana kadar borç finansmanından yararlanırlar. Ancak şirketler optimal noktanın ötesinde borçlanmaya devam ederse, yabancı kaynağın sağladığı vergi avantajının sağladığı marjinal fayda ortadan kalkacak ve bu durum şirketler için finansal maliyet ve risklere neden olacaktır. Optimal sermaye noktasını korumak, diğer bir deyişle marjinal kazançlar ile borç kayıplarının eşit olduğu noktada kalmak, işletmenin değerinin artacağı anlamına gelir. Bu dengenin sağlanamaması durumunda ise tam tersi durum oluşmakta, piyasa değeri düşmekte, iflas riski artmakta ve finansal sorunlara yol açmaktadır. Kısacası, firmalar bir noktaya kadar borçlanabilir ancak bu noktadan sonra borç kullanmaya devam ederse, firmaların borçlarını temerrüde düşürme ihtimalleri artacak ve bu da firmaların mali sıkıntıya girmesine ve iflas maliyetlerine yol açacaktır. Böylece borcun vergi tasarrufu avantajı kaybolacaktır. Dengeleme teorisi bu doğrultuda firmaların neden sürekli borçlanamayacaklarını açıklar.

Dengeleme teorisi ayrıca, hedef borç oranlarının bir firmadan diğerine farklılık gösterebileceğini de belirtir. Güvenli fiziksel varlıkları ve tasarruf için yeterli vergiye tabi geliri olan firmalar için hedef oranların yüksek olması beklenir. Riskli, maddi olmayan varlıklara ve düşük getiriye sahip şirketlerin öz sermaye ile fonlanması önerilir (Brealey ve diğerleri, 1997, s. 425).

- Temsilcilik Maliyeti Teorisi

Teknolojinin ilerlemesi ile birlikte değişen ulusal ve uluslararası piyasalarda

faaliyetlerini giderek büyötmeye çalışan işletmeler, bugönkü gelişen koşullarda zor ve karmaşık bir yapı olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle büyük işletme paydaşları, genel iş operasyonlarının yanı sıra bu karmaşık yapıyı yönetme konusunda yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle işletme yönetiminin ayrılması ve işletme dışından bir kişinin seçilmesi hem işletme yönetiminin kolaylaştırılmasına hem de birtakım sorunların ortaya çıkmasına yol açmıştır (Hitay ve Aytekin, 2017, s. 28). Yöneticilerin ve ortakların çıkarları/öncelikleri arasındaki anlaşmazlıklar sonucunda ortaya çıkan temsil maliyetleri, sermaye yapısının belirlenmesinde ortaya çıkan bu teorinin temelini oluşturmaktadır. Jensen ve Meckling (1976) yaptığı çalışmaları bu teorinin temelini ortaya koymuştur (Haris ve Raviv, 1991, s. 300). Temsil ilişkisi, bir veya daha fazla kişi kendi çıkarları için faaliyet yürötmek üzere başka bir kişiyle bir sözleşme imzaladığında ve böylece bazı karar alma yetkilerini devrettiğinde ortaya çıkmaktadır (Jensen ve Clifford, 1985, s. 94). Temsili bir ilişkide, her iki tarafın da kendi yararını en üst düzeye çıkarmak için hareket edeceği beklenirken, temsilcinin her zaman temsil edilenin yararına hareket etmeyeceği görölmektedir (Kohn, 1994, s. 39).

Ticarette, özellikle halka açık işletmelerde, firmanın yönetimi profesyonel kişilere devredilmiştir. Yönetici olarak bilinen bu kişiler aynı zamanda sermaye sahiplerinin temsilcileridir ve sermaye sahiplerinin servetini maksimize etmeye çalışırlar (Başaran, 2008, ss. 33-34). Bununla beraber yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda da hareket edebilirler. Bu durum hissedarların refahı için olumlu sonuçlar getirmeyebilir. Sonuç olarak, firmanın varlıkları kısmen kaybolabilir ve firma kendini zarar etme durumunda bulabilir (Haris ve Raviv, 1991, s. 300).

Sermaye yapısı açısından, pozisyonlarını güçlendirmek isteyen yöneticiler, serbest nakit akışı olduğunda hissedarlara temettü dağıtmak istemezler. Yöneticilerin bu bakış açısı ile firma, finansal ihtiyaçlarını ne kadar çok içsel kaynaklar karşılıyorsa, firma kredi yatırımcılarının kontrolüne o kadar az maruz kalır (Gürsoy, 2007, s. 592). Bu tür yönetsel davranışlar sonucunda firma değeri düşmesi temsil maliyetlerinden kaynaklanmaktadır.

- Asimetrik Bilgi Teorisi

Asimetrik bilgi, dış yatırımcıların firmanın iç nakit akışı, yatırım fırsatları, genel

gelecek beklentileri ve firmanın gerçek değeri hakkında yöneticilerden daha az bilgiye sahip olduğu durumlarda ortaya çıkar. Bu bağlamda asimetrik bilgi, taraflardan birinin diğerine göre yetersiz bilgiye sahip olduğu durumu ifade eder. Bir taraf diğerinin bilgisizliğinden faydalanabileceği için bu üstün bilgi olumsuz sonuçlar doğurabilir (Varian, 2006, s. 695).

Asimetrik bilgi ve sermaye yapısı arasındaki ilişki, işletmelerin borçlanma kararlarını etkileyebilir. Asimetrik bilgi, özellikle borçlanma sürecinde önemli bir rol oynar. Borç verenler ile borç alanlar arasında bilgi asimetrisi olduğunda, borç verenler işletmenin gerçek finansal durumu, riskleri ve performansı hakkında tam bir bilgiye sahip olmayabilir. Bu durumda, borç verenler riski daha fazla algılayabilir ve borçlanma maliyetleri artabilir. Örneğin, işletme sahipleri, işletmenin gelecekteki performansını olumlu bir şekilde abartabilir ve bu da borç verenlerin risk algısını yanıltabilir. Borç verenler ise bu riski fiyatlandırarak daha yüksek faiz oranları talep edebilirler. Bu da işletmenin borçlanma maliyetini artırabilir.

Asimetrik bilgi aynı zamanda iflas riski ve borç geri ödeme kapasitesi ile ilgili belirsizliklere neden olabilir. Borç verenler, işletmenin geri ödeme yapma yeteneğini belirlemekte zorlanabilirler. Bu nedenle, işletmeler daha yüksek faiz ödemeye razı olabilirler veya daha düşük miktarda borçlanmayı tercih edebilirler.

Asimetrik bilgiyi azaltmak için işletmeler, finansal raporlamalarını şeffaf bir şekilde sunabilir, bağımsız denetimler yaptırabilir ve analistlerin ve yatırımcıların işletme hakkında daha doğru bilgilere erişimini sağlayabilir. Bu şekilde, borç verenler ve yatırımcılar işletmenin gerçek risklerini ve performansını daha iyi değerlendirebilirler. Sonuç olarak, asimetrik bilgi, işletmelerin borçlanma kararlarını etkileyebilir ve işletmelerin sermaye yapısı üzerinde belirsizlikler yaratabilir. İşletmeler, bu belirsizlikleri azaltmak için şeffaf bilgi sunumları ve iyi finansal yönetim uygulamaları kullanarak bu etkiyi en aza indirmeye çalışabilirler.

- Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Gordon Donaldson 1961 yılında firmaların uzun vadeli finansal politikalarını

gözlemleyerek finansal hiyerarşinin davranışını ortaya koyan bir çalışma yapmış ve bu araştırmanın sonucu finansal hiyerarşi teorisinin temelini oluşturmuştur (Terim ve Kayalı, 2009, s. 127). Myers ve Majluf (1984) daha sonra finans literatüründeki ilk finansal hiyerarşi teorisini geliştirdiler ve 1984'teki çalışmalarında Donaldson'ın bakış açısını genişlettiler. Bu teoriye göre, bir firmanın yöneticileri, yatırımlarının finansmanı için önce iç kaynaklara, daha sonra dış kaynaklara başvurmaktadır.

Finansal hiyerarşi teorisinde işletmeler, yatırımlarını finanse etmek için ihtiyaç duydukları fonları esas olarak iç kaynaklardan sağlarlar. İşletmeler, iç kaynakların yetersiz kaldığı durumlarda finansman ihtiyaçlarını karşılamak için ödünç alınan fonları kullanırlar. İşletmeler finansman ihtiyaçlarını borçla karşılayamazlarsa, hisse senedi ihraç ederek karşılarlar (Daş, 2015, s. 23).

Finansal hiyerarşi teorisine göre işletmeler, kaynak seçimlerini, bilgiye karşı en az duyarlı olan ve asimetrik bilgi sorununun neden olduğu ters seçim sorunu olmayan iç kaynaklarla (oto-finance) finanse etmeyi tercih etmektedirler. Bu nedenle işletmeler, mümkünse tüm yatırım ihtiyaçlarını finanse etmek için iç kaynaklarını kullanmalıdır. Asimetrik bilgi, borç ve sermaye için bir sorundur. Ancak öz sermaye, firmaya fon sağlayacak olan yatırımcı için borçtan daha riskli bir yatırım aracıdır. Sonuç olarak, yatırımcılar öz sermaye yatırımlarından daha yüksek getiri bekleyebilirler. Birikmiş karlar finansman açığını kapatmak için yeterli olmadığında, işletmeler hisse senedi ihraç etmek yerine borçlanmayı tercih ederler (Frank ve Goyal, 2003, s. 220).

Finansal hiyerarşi teorisi, yüksek karlılığa sahip firmaların neden daha az kaldıraç kullandığını açıklar. Bu durum dış kaynak çekme ihtiyacının olmamasından kaynaklanmaktadır. Öte yandan, düşük kar marjlı şirketlerin yatırım projelerini finanse etmek için daha fazla borç kullanmalarının nedeni, iç kaynaklarının eksikliğidir (Brealey ve diğerleri, 1997, ss. 426-427).

2.5. Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Bir finans yöneticisinin optimal sermaye yapısını belirleme kararı, çeşitli faktörlerden etkilenir. Her firmanın durumu kendine özgü olduğu için dikkate alınması gereken faktörler ekonominin durumuna, sektöre, firmanın özelliklerine ve hatta yöneticilerin risk alma kararlarına göre değişmektedir. Bu nedenle, farklı finansman kaynakları arasında seçim yaparken ve bir şirketin kaynaklarının kompozisyonunu belirlerken etki eden faktörler göz önünde bulundurulmalıdır (Akgüç, 1994, s. 502).

2.5.1. Makroekonomik (Dışsal) Faktörler

Ekonomideki değişimler ve politikalar, firmaların yatırım kararlarını, yatırımları finanse etmek için kullanılan kaynakların bileşimini ve yatırımların piyasa değerini etkiler. Faiz oranlarında, döviz kuru politikalarında ve vergi oranlarında meydana gelen değişimler, şirketlerin finansal esnekliğini azaltmakta, finansal kaldıraç kullanma olasılığını ortadan kaldırmakta ve finansal riskleri artırmaktadır.

Halihazırda bir işletme, ekonomik faktörlerin etkisi altında kalmadan faaliyetlerini sürdüremez. Makroekonomik koşullardaki değişimler, bir ülkenin ekonomik ortamı üzerinde etkili olabilir (Zem, 2016, s. 4). Bu nedenle, finansman kararları geleceğe yönelik öngörüler dikkate alınarak bilinçli olarak verilmelidir (Turan, 2006, s. 12).

Gayrisafi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) Büyüme Oranı

Gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), belirli bir süre boyunca bir ülke sınırları içinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin parasal değeridir. Gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), bir firmanın sermaye gereksinimlerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynar.

GSYİH büyüme oranları firmaların artan yatırım fırsatları sonucunda daha fazla yatırım seçeneği ile karşılaşmalarını ve daha çok yatırım yapmalarını sağlayabilir (Smith ve Wats, 1992, ss. 263-292). Bununla birlikte yatırım alternatiflerinin artması finansman ihtiyacını da beraberinde getirecektir. Büyüme sonucunda firmalar daha fazla yatırım yapabilir ve karlarını artırabilir. Böyle bir ortamda firmaların daha karlı hale gelmesi sermaye yapısında özkaynak payının artmasıyla sonuçlanabilir. Diğer

tarafından artan yatırımları finanse etmek için yeterli kaynağı bulunmayan işletmeler ise borcun payını artıracaklardır. Ekonominin genişlemesi, firmaların yabancı kaynaklara kolayca erişmesini de sağlayabilir. Ekonomiye dair olumlu beklentiler gerek ülke içinden gerekse ülke dışından kaynakların kullanılabilir hale gelmesini sağlayacak ve borç olanaklarını geliştirecektir (Ferri ve Jones, 1979, s. 640).

Enflasyon Oranı

Enflasyon, mal ve hizmet fiyatlarına, nüfusun satın alma gücüne ve ülkenin refah düzeyine doğrudan etki eden genel fiyatlar seviyesinin artması sonucu ortaya çıkmaktadır. Yüksek enflasyon, ekonomik yapıda belirsizlik yarattığından, işletmelerin üretim ve yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir. Ayrıca enflasyonun sonucu olarak belirsizlik, genel risk düzeyini yükseltmekte ve borç verenler daha yüksek getiri talep etmektedir. Başka bir deyişle, enflasyon faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Enflasyonist belirsizlik karşısında bankalar ve finans kuruluşları uzun vadeli fon arzını kısımlar, şirketler daha fazla kısa vadeli borçlanmak durumunda kalabilir (Güleç, 2021, s. 23).

Enflasyon, işletmeler için bir belirsizlik ortamı yaratmakta, bu da onları üretim ve uzun vadeli yatırım bakımından çekingen hissettirmektedir. Enflasyon, bir firmanın satış gelirlerinde, ürün fiyatlarında ve kaynak fiyatlarında dalgalanmalara neden olur. Bu dalgalanmalar işletmenin risk düzeyini olumsuz etkilemektedir. Basitçe ifade etmek gerekirse, enflasyonist belirsizlik şirket kazançlarında dalgalanmalara yol açmakta, şirketin yükümlülüklerini yerine getirememesi riskini artırmakta ve dolayısıyla şirketlerin borçlanma isteğini ve ihtiyacını azaltmaktadır (Güleç, 2021, s. 23).

Öte yandan enflasyonun yarattığı belirsizliğin yanı sıra borçlanma faiz oranları üzerindeki etkisi de işletmelerin sermaye yapılarını ve borçlanma tercihlerini etkilemekte ve bu etkiler farklı şekillerde kendini göstermektedir. Sermaye yapısını etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik bazı araştırmalar, enflasyon ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bulmuştur (Köksal ve Orman, 2014). Bununla birlikte enflasyonun finansal kaldıraç üzerinde negatif etkileri de olabilmektedir.

Faiz Oranı

Sermaye yapısını etkileyen bir diğer faktör faiz oranlarıdır. Firmalarda, artan faiz oranları nedeniyle borçlanma maliyetleri artmaktadır. Bu nedenle borç maliyeti arttıkça firmaların borç oranlarının düşme eğilimine gireceği tahmin edilmektedir (Acaravcı, 2004, s. 51). Artan faiz oranları nedeniyle krediler daha pahalı hale geleceğinden, firmaların borçlanma isteği düşük olabilecek ve bu da kredi talebinin düşmesine neden olacaktır. Bununla birlikte genellikle faizlerin artması parasal sıkılaşma sonucunda meydana geldiğinden ulaşılabilir kaynaklar da sınırlı olacaktır.

Faiz oranlarındaki artış, varlık değerlerinde düşüşe neden olacaktır. Bu durum işletmelerin kredi teminatı olarak kullanabilecekleri varlıkların değerinin düşmesine ve teminat olarak kullanılmalarına neden olacaktır (Dinçergök, 2010, s. 98.) Artan faiz oranları sıkı para politikası sonucunda olacağından nihai talep düşecek ve şirketin gelirleri de azalacaktır. Bu durum firmaların kredibilitesini düşürecektir (Bernanke ve Gertler, 1995, ss. 36-37). Sonuç olarak, bir firmanın sermaye yapısı kararları faiz oranından etkilenir.

Döviz Kuru

Yatırımcının kullandığı para biriminin diğer bir ülkenin para birimi karşısındaki değerine döviz kuru denir. İşletmeler faaliyetlerini sürdürmek ve büyütmek için yabancı para olarak da borçlanabilmektedir. Döviz kurunun artışı yabancı para olarak borçlanan işletmelerde borç oranının artmasına neden olacaktır. Bununla birlikte döviz kurundaki düşüşler de borçlanma oranında düşüş sağlayacaktır.

Küreselleşen dünyada, işletmeler ülke dışından satın almalar ve satışlar yapmaktadır. İhracat yapan işletmeler için döviz kurundaki artış, karlılığı olumlu etkileyerek özkaynakların artmasını sağlayacaktır. Diğer taraftan döviz kurundaki düşüşler bu işletmelerin karlılığını olumsuz etkileyerek özkaynağın artmasını sınırlandıracaktır. İthal girdi kullanan işletmeler için ise bu durum tam tersi olarak gerçekleşecektir. Özetle döviz kurundaki değişim, işletmelerin borç tutarlarını ve karlılıklarını etkileyerek sermaye yapısı üzerinde etkili olabilecektir.

2.5.2. İçsel Faktörler

Şirketlerin temel amacının piyasa değeriini maksimize etmek olduğu düşünöldüğünde, şirketlerin sermayelerini ne ölçüde, hangi kaynaklardan oluşturdukları önemlidir. Bu nedenle, yabancı kaynaklar ve öz sermayeden oluşan sermaye yapısına ilişkin alınan kararların, şirketlerin piyasa değeriini maksimize edecek şekilde oluşturulması gerekmektedir. Bu bağlamda sermaye yapısı finansal yönetim alanında sürekli incelenen ve tartışılan bir konumdur. Bu tartışmalar, sermaye yapısının sermaye maliyetini ve bir firmanın piyasa değeriini etkileyip etkilemediğine odaklanırken, aynı zamanda sıklıkla sermaye yapısının firmaya özgü belirleyicileri üzerinde de yapılmıştır (Topaloğlu, 2018, s. 34). Bir firmanın sermaye yapısı kararları verirken içsel faktörlerin de etkili olduğu tartışılmaktadır. Literatürde risk düzeyi, varlık çeşitleri, işletmenin içinde bulunduğu sektör, işletmenin büyüklüğü, karlılığı ve benzer özellikleri ile sermaye yapısı arasında ilişki olduğuna dair bulgular bulunmaktadır.



3. SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ: ÜRDÜN SANAYİ ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, Ürdün’de faaliyet gösteren sanayi şirketleri için sermaye yapısı kararlarına etki eden içsel faktörleri belirlemektir. Bu kapsamda çalışmada farklı sektörlerde faaliyet gösteren 28 Ürdün şirketinin 2005-2020 yılları arasındaki bilanço ve gelir tabloları kullanılarak elde edilen değişkenler ile analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmada toplam borçların toplam aktiflere oranı (TB/TA), kısa vadeli yükümlülüklerin toplam aktiflere oranı (KVB/TA) ve uzun vadeli yükümlülüklerin toplam aktiflere oranı (UVB/TA) bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların doğal logaritması, aktiflerin doğal logaritması, maddi duran varlıklar/toplam aktif, alacak devir hızı ve aktif devir hızı ise bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.

3.2. Araştırmanın Önemi

Yapılan literatür taramasında, Ürdün’de faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısını kararlarını inceleyen çok az sayıda çalışma olduğu görülmüştür. Bu çalışmada güncel veriler kullanılarak Ürdün’de faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı kararlarına etki eden içsel faktörler incelenmiştir. Böylelikle çalışmanın literatürdeki boşluğun doldurulmasına önemli katkılarının olacağı değerlendirilmektedir. Ayrıca çalışmada ortaya konan sonuçların ve bu kapsamda geliştirilen önerilerin Ürdün sanayi şirketleri özelinde yöneticiler, yatırımcılar ve politika yapıcılar tarafından alınacak kararlara ışık tutacağı düşünülmektedir.

3.3. Analiz İçin Oluşturulan Hipotezler

Araştırmada aşağıdaki hipotezlere yanıt aranmıştır:

H1: Ürdün’de faaliyet gösteren sanayi şirketlerinin toplam borçlarının toplam aktiflere oranı üzerinde aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların doğal logaritması,

aktiflerin doğal logaritması, maddi duran varlıklar/toplam aktif, aktif devir hızı ve alacak devir hızı anlamlı etkiye sahiptir.

H2: Ürdün’de faaliyet gösteren sanayi şirketlerin kısa vadeli borçlarının toplam aktiflere oranı üzerinde aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların doğal logaritması, aktiflerin doğal logaritması, maddi duran varlıklar/toplam aktif, aktif devir hızı ve alacak devir hızı anlamlı etkiye sahiptir.

H3: Ürdün’de faaliyet gösteren şirketlerin uzun vadeli borçlarının toplam aktiflere oranı üzerinde aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların doğal logaritması, aktiflerin doğal logaritması, maddi duran varlıklar/toplam aktif, aktif devir hızı ve alacak devir hızı anlamlı etkiye sahiptir.

3.4. Araştırmanın Yöntemi ve Kapsamı

Ürdün’de faaliyet gösteren sanayi şirketlerinde sermaye yapısına etki eden faktörlerin araştırıldığı bu çalışmada 28 şirketin 2005-2020 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Bu bağlamda, çalışmaya konu edilen şirketlerin sermaye yapısını ve içsel faktörlerini ifade etmek üzere bazı göstergeler bağımlı ve bağımsız değişken olarak belirlenmiş ve bu ekonomik göstergeler aralarındaki istatistiki ilişkiler irdelenmiştir.

Çalışmada, öncelikle bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler ortaya konulmuştur. Daha sonra, araştırma kapsamında elde edilen veri setlerine ekonometrik analiz yöntemlerinden panel veri analizleri uygulanmıştır. Ekonometrik analizde üç tür veri kullanılır. Bunlar zaman serisi verileri, yatay kesit verileri ve panel verileri olarak sınıflandırılabilir. Panel veri, kişi, ülke, firma, hane halkı gibi birimlerin belirli bir zaman dilimindeki kesitsel gözlemlerinin birleşimi olarak tanımlanmaktadır. Panel verileri, N birimden ve her bir birime karşılık gelen T sayıda gözlemden oluşur (Tatoğlu, 2016: 1-2). Çalışmada kullanılan veri setinin hem yatay hem de dikey kesit içermesi nedeniyle panel veri analizleri tercih edilmiştir.

Panel türü ekonometrik analizlerde; öncelikle verilerin yapısına uygun birim kök testleri ile durağanlıklarının sınanması gerekmektedir. Serilerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesinin ardından regresyon analizi gerçekleştirilmiş,

sonuçlarının doğruluğundan emin olunması amacıyla veriler arasında otokorelasyon ve değişen varyans sorunu olup olmadığı sınıamıştır. Otokorelasyon ve/veya değişen varyans sorunu olması durumunda dirençli tahminciler kullanılmıştır.

3.5. Veri Seti

Araştırmada, veri seti olarak Ürdün’de farklı sektörlerde faaliyet gösteren 28 şirketin 2005-5020 yılları arasındaki 16 yıllık finansal bilgileri kullanılmıştır. Veriler, Ürdün İstatistik Kurumu’nun açık kaynaklı internet sitesinden temin edilmiştir. Çalışmada incelenen Ürdün şirketleri Tablo 3.1’de gösterilmiştir.

Tablo 3.1: Çalışmada incelenen Ürdün işletmeleri

SA YI	ŞİRKET ADI	
1.	Kümes Hayvanları İşleme Ve Pazarlama	The Jordanian Company For Poultry Processing And Marketing
2.	Ürdün Süt Ürünleri Şirketi	Jordan Dairy Company
3.	Madencilik Genel Şirketi	General Company For Mining
4.	Veterinerlik Tarım Sanayi Şirketi	Dar Al Dawa Veterinary Agricultural Industry Company
5.	Ürdün Çimento Şirketi	Jordan Cement Company
6.	Ürdün Kimya Endüstrileri Şirketi	Jordan Chemical Industries Company
7.	Ulusal Petrol Şirketi	National Petroleum Company
8.	Elektrik Endüstrileri İçin Arap Şirketi	Arab Company For Electrical Industries
9.	Gıda Evi Şirketi	Food House Company
10.	Arap Potas Şirketi (Deniz Minerali)	Arab Potash Company
11.	Alüminyum Endüstrisi İçin Arap Şirketi	Arab Company For Aluminum Industry
12.	Tarımsal Sanayi Şirketi	Agricultural Industrial Company
13.	Ulusal Çelik Sanayi Şirketi	National Steel Industry Company
14.	Ürdün Yün Fabrikaları Şirketi	Jordanian Woolen Factories Company
15.	Ürdün Kağıt Ve Karton Fabrikaları	Jordanian Paper And Cardboard Factories
16.	Ürdün Boru Sanayi Şirketi	Jordan Pipe Industry Company
17.	Ürdün Petrol Rafinerisi Şirketi	Jordan Petroleum Refinery Company

18.	Ara Petrokimya Sanayi Şirketi	Intermediate Petrochemical Industries Company
19.	Al Hayat İlaç Endüstrisi	Al Hayat Pharmaceutical Industries
20.	Pestisitler Ve Veteriner İlaçları Üretimi İçin Arap	Arab For The Manufacture Of Pesticides And Veterinary Medicines
21.	Kudüs Beton Endüstrileri Şirketi	Jerusalem Company For Concrete Industries
22.	Ürdün İlaç Üretimi Şirketi	Jordan For The Production Of Medicines
23.	Ürdün Bitkisel Yağ Fabrikaları	Jordanian Vegetable Oil Factories
24.	Mühendislik, Elektronik Ve Ağır Sanayiler İçin Orta Doğu Kompleksi	Middle East Complex For Engineering, Electronic And Heavy Industries
25.	Ürdün Ahşap Endüstrileri (Jwico)	Jordan Wood Industries (Jwico)
26.	Ürdün Endüstriyel Kaynakları	Jordanian Industrial Resources
27.	Tütün Ve Sigara Üretimi İçin Sendika Fabrikaları	Union Factories For The Production Of Tobacco And Cigarettes
28.	Birden Fazla Proje İçin Entegre Şirket	Integrated Company For Multiple Projects

Tablo 3.1’de görüldüğü üzere çalışmada Ürdün’de farklı sektörlerde faaliyet gösteren ve 2005-2020 yılları arasındaki verilerine kesintisiz olarak ulaşılabilen 28 şirkete ait veriler incelenmiştir.

Çalışmada oluşturulan hipotezler çerçevesinde 3 farklı model kurulmuştur. Toplam Borç/Toplam Aktif, Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktif ve Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktif değişkenlerinin bağımlı değişkenler olarak yer aldığı modellerde Tablo 3.2’de yer alan diğer değişkenler bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo 3.2: Çalışmada kullanılan değişkenler

Kısaltma	Açıklama
TB/TA	Toplam Borç/Toplam Aktif
KVB/TA	Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktif
UVB/TA	Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktif
NK/TA	Net Kar/Toplam Aktif
NK/OZS	Net Kar/Özsermaye
Ln_aktif	Aktiflerin Doğal Logaritması

Ln_satis	Satışların Doğal Logaritması
MDV/TA	Maddi Duran Varlıklar/Toplam Aktif
AktDH	Aktif Devir Hızı
AlcDH	Alacak Devir Hızı

3.6. Literatür Taraması

Bokpin (2009) çalışmasında; 1990-2006 döneminde, gelişmekte olan 34 ülkede halka açık firmaların, sermaye yapısına etki eden firmaya özgü ve makroekonomik faktörleri araştırmıştır. Panel regresyon yönteminin tercih edildiği çalışmada; bağımlı değişken olarak KVKYK/ özsermaye oranı, UVYK/öz sermaye oranı ve toplam borçlar/toplam varlıklar oranı kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ise; kişi başına düşen GSYİH, enflasyon oranı, Merkez Bankası iskonto oranı, bankacılık sektör büyüklüğü, sermaye piyasası büyüklüğü, kârlılık ve varlık yapısıdır. Çalışma sonuçlarına göre kişi başına düşen GSYİH ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki vardır. Bankacılık sektör büyüklüğü ile uzun vadeli kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Kısa vadeli kaldıraç ile enflasyon arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Faiz oranının yükseleceği beklentisi; firmaları, özsermaye yerine kısa vadeli borçlanmaya yönlendirmektedir.

Mokhova ve Zinecker (2014) çalışmalarında; 2006-2011 döneminde 7 ülkede (Fransa, Almanya, Yunanistan, Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Macaristan, Polonya) mali sektör dışında faaliyet gösteren firmaların, sermaye yapısının dışsal belirleyicilerini, regresyon ve korelasyon analizi yöntemleriyle araştırmışlardır. Kaldıraç oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmanın bağımsız değişkenleri, kısa vadeli faiz oranı, uzun vadeli faiz oranı, enflasyon oranı, GSYİH büyüme oranı, kamu borcu/GSYİH, para arzı ($M2/GSYH$) ve işsizlik oranıdır. Analiz sonuçlarına göre; kamu borcu, gelişmekte olan ülkelerde borçlanma üzerine pozitif; gelişmiş ülkelerde ise negatif etkilidir. Enflasyon oranı, Fransa ve Yunanistan'da borçlanma üzerine pozitif, diğer ülkelerde ise negatif etkilidir. Kısa ve uzun vadeli faiz oranı ise Almanya ve Fransa'da borçlanma üzerine pozitif etki etmektedir.

Onofrei ve diğerleri (2015) çalışmalarında; 2008-2010 döneminde Romanya’da faaliyet gösteren mikro ve makro ölçekteki toplam 385 firmanın, sermaye yapısı belirleyicilerini, panel regresyon yöntemiyle araştırmışlardır. Bağımlı değişken olarak borçlanma oranının kullanıldığı çalışmada; bağımsız değişkenler, kârlılık, somutluk, likidite, büyüklük ve büyüme fırsatıdır. Yapılan analiz sonucunda; kârlılık, somutluk ve likidite ile kaldıraç arasında güçlü negatif bir ilişki; firma büyüklüğü ve büyüme fırsatları ile kaldıraç oranı arasında ise daha düşük bir seviyede pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Adiputro (2015) çalışmasında; 2010-2013 döneminde, Endonezya’da faaliyet gösteren 231 firmanın sermaye yapılarını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmada; bağımlı değişken olarak firma kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise; varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı, kârlılık, firma büyüklüğü ve likidite oranıdır. Yapılan ekonometrik analiz sonucunda, kârlılık ve likidite ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Phooi ve diğerleri (2017) 2004-2013 döneminde, Malezya, Singapur ve Tayland Menkul Kıymet Borsalarında işlem gören toplam 1017 firmanın sermaye yapısı belirleyicilerini, panel regresyon yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmada; kârlılık, firma büyüklüğü, varlıkların somutluğu ve borç dışı vergi kalkanı gibi firmaya özgü faktörlerin yanı sıra enflasyon gibi makroekonomik faktörler de kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, seçilen makro ve mikro faktörlerin yapısı üzerine güçlü etkileri bulunmaktadır. Firma kârlılığı ile kaldıraç oranı arasında Malezya ve Singapur’da önemli, Tayland’da ise önemsiz düzeyde negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Üç ülkede de firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Varlık somutluğu ile kaldıraç arasındaki ilişki, Malezya ve Singapur’da önemli düzeyde; Tayland’da ise önemsiz düzeyde pozitifdir. Borç dışı vergi kalkanı ile borçlanma arasındaki ilişki, üç ülkede de negatiftir.

Vintila ve diğerleri (2019) çalışmalarında; 2005-2018 döneminde, New York Borsası’nda işlem gören 51 teknoloji firmasının, sermaye yapısını etkileyen içsel ve dışsal faktörleri panel regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Çalışmanın bağımlı

değişkenleri; UYK/toplam varlıklar, KVK/toplam borçlar oranı ve toplam borç/toplam varlıklar oranıdır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri; kârlılık, firma büyüklüğü, varlıkların somutluğu, likidite oranı, borç dışı vergi kalkanı, büyüme fırsatı gibi firmaya özgü değişkenlerin yanı sıra enflasyon oranı, faiz oranı, kişi başına düşen GSYİH gibi makroekonomik değişkenlerdir. Analiz sonuçları; büyüklük, somutluk, likidite, kârlılık gibi değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Sonuçların, finansman hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğu savunulmuştur. Makroekonomik faktörler açısından ise borçlanma ile faiz oranı ve enflasyon oranı arasında pozitif; borçlanma ile GSYH'deki büyüme arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Acaravcı ve Doğukanlı (2004), çalışmalarında İMKB işlem gören 66 imalat sanayi firmasının 1992-2002 dönemindeki verileriyle sermaye yapısını etkileyen içsel ve dışsal faktörleri panel regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Yapılan analiz sonucunda; firma büyüklüğü, enflasyon oranı, bankacılık sektör gelişmişliği ve kurumlar vergisi oranı ile kaldıraç oranı arasında pozitif; kârlılık ve varlık somutluğu ile borçlanma oranı arasında ise negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Sayılğan ve diğerleri (2006) çalışmalarında; İMKB'de işlem gören 123 imalat sanayi firmasının, 1993-2002 dönemindeki verileriyle sermaye yapısının içsel belirleyicilerini araştırmışlardır. Dinamik panel regresyon yönteminin kullanıldığı çalışmada; bağımlı değişken olarak toplam borç/ öz sermaye oranı, bağımsız değişkenler olarak kârlılık, büyüklük, büyüme fırsatları, somutluk ve borç dışı vergi kalkanı kullanılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre; büyüklük ve büyüme fırsatlarının borçlanma üzerinde pozitif; kârlılık, borç dışı vergi kalkanı ve varlık somutluğunun ise borçlanma üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Demirhan (2009) çalışmasında; 2003-2006 döneminde İMKB'de işlem gören 20 hizmet sektörü firmasının sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörleri, regresyon yöntemi ile araştırmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak toplam borçlar/toplam aktif, kısa vadeli borçlar/toplam aktif ve uzun vadeli borçlar/toplam aktif oranı kullanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise kârlılık, büyüklük, büyüme olanakları, varlık yapısı, firma riski, borçlanma maliyeti, vergi, likidite ve

borç dışı vergi kalkanıdır. Çalışma sonuçlarına göre; kaldıraç oranı ile varlık yapısı, kârlılık, likidite oranı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca büyüme olanakları ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır.

Sayılğan ve Uysal (2011) çalışmalarında; 1996–2008 döneminde TCMB sektör bilançoları verileri ile sermaye yapısını etkileyen faktörleri panel regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Bağımlı değişken olarak toplam borçlar/toplam varlıklar oranının kullanıldığı çalışmanın; bağımsız değişkenleri, kârlılık, büyüme fırsatları, varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı ve iflas riskidir. Analiz sonucunda; büyüme fırsatları, büyüklük, varlık yapısı ve kârlılık ile finansal kaldıraç arasında pozitif; borç dışı vergi kalkanı ile finansal kaldıraç arasında ise negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Gülşen ve Ülkütaş (2012) çalışmalarında; 1990-2005 döneminde İMKB’de işlem gören sanayi firmalarının sermaye yapılarını araştırmışlardır. Panel regresyon yönteminin tercih edildiği çalışmanın; bağımlı değişkeni, toplam borçlar/toplam varlıklar oranı; bağımsız değişkenleri ise kârlılık, büyüklük ve büyüme hızıdır. Analiz sonucunda, büyüklük ve kârlılık ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bir önceki yıl kârlılık oranı ve dağıtılan temettüler ile finansal kaldıraç arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Köksal ve Orman (2015) çalışmalarında, sermaye yapısına yönelik yapılmış çalışmaların çoğunlukla büyük ölçekli firmalar doğrultusunda yürütüldüğünü, küçük ve orta ölçekli firmalara da odaklanmanın gerektiğini vurgulamışlardır. Bu doğrultuda, 1996-2009 döneminde Türkiye’de faaliyet gösteren 11726 KOBİ’nin sermaye yapısını, panel regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Bağımlı değişken olarak; kısa vadeli borçlanma oranı, uzun vadeli borçlanma oranı ve toplam borç oranı kullanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri; büyüklük, kârlılık, somutluk, iş riski, vergi, borç dışı vergi kalkanı, enflasyon, GSYİH büyüme oranı ve piyasa kapitalizasyonu oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre, büyüklük ile üç borçlanma oranı arasında da pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Kârlılık ise borçlanma üzerinde negatif etkiye sahiptir. Varlık somutluğu ile kısa vadeli kaldıraç arasında negatif; uzun vadeli kaldıraç ve toplam kaldıraç arasında ise pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Firma riskinin ise kısa vadeli kaldıraç üzerine önemli bir etkisi olmamasına karşın uzun

vadeli ve toplam kaldıraç üzerinde güçlü ve negatif bir etkisi bulunmaktadır. Makro ekonomik değişkenler açısından, enflasyon tüm kaldıraç oranları üzerinde %1 anlamlılık düzeyinde, pozitif bir etkiye sahiptir. GSYİH büyümesi uzun vadeli kaldıraç ve toplam kaldıraç üzerinde negatif, sermaye akışları ise kaldıraç üzerinde pozitif bir etki oluşturmaktadır.

Akman ve diğerleri (2015) çalışmalarında; 2003-2011 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 79 üretim işletmesinin verileri ile sermaye yapısının belirleyicilerini araştırmışlardır. Panel regresyon yönteminin tercih edildiği çalışmanın, bağımsız değişkenleri; firma büyüklüğü, büyüme fırsatları, piyasa zamanlaması, vergi, borç dışı vergi kalkanı, varlık yapısı, kârlılık, iş riski ve likidite oranıdır. Çalışmada bağımlı değişken olarak ise toplam borçluluk oranı, kısa vadeli borçluluk oranı ve uzun vadeli borçluluk oranı kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre; piyasa zamanlaması ve kârlılık tüm kaldıraç oranları üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Büyüme fırsatları kısa ve uzun vadeli kaldıraç üzerine etkili değilken toplam kaldıraç üzerinde pozitif yönde etkilidir. Firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı ve iş riski ile kaldıraç oranı arasında ise herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Çalışma sonuçlarını birlikte değerlendirerek Türkiye'de üretim firmalarının sermaye yapısını tamamen açıklayan bir teori olmadığını savunmuşlardır.

Alsu ve Yarımbaş (2017) çalışmalarında; BİST 100 endeksinde yer alan 132 imalat sanayi firmasının, 2006-2016 dönemindeki verileri ile Ödünleşme ve Finansman Hiyerarşisi Teorileri'nin geçerliliklerini araştırmışlardır. Panel regresyon yönteminin tercih edildiği çalışmada, bağımlı değişkenler; kısa vadeli borçların aktif toplama oranı, uzun vadeli borçların aktif toplama oranı, toplam borcun aktif toplama oranıdır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise; kârlılık, borç dışı vergi kalkanı, firma varlık yapısı, likidite oranı ve vergi oranıdır. Çalışma sonuçlarına göre; likidite oranı ve borç dışı vergi kalkanı borçlanma üzerinde negatif bir etki oluşturmaktadır. Ayrıca firma büyüklüğü, vergi oranları ve kârlılık ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Tuna ve diğerleri (2017) çalışmalarında, kaldıraç oranı ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi ARDL yöntemiyle araştırmışlardır. Yapılan analizde,

2003q1- 2013q1 döneminde BİST’te işlem gören 126 adet imalat sanayi firmasına ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak toplam borçlar/toplam varlıklar; bağımsız değişkenler olarak ise DİBS faiz oranı, üretici fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi ve döviz kuru tercih edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda uzun vadeli kaldıraç ile sanayi üretim endeksi ve üretici fiyat endeksi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Demirci (2017) çalışmasında, imalat sektörünün sermaye yapısını etkileyen faktörleri panel regresyon yöntemi ile araştırmıştır. 2001-2015 döneminde, TCMB sektör bilançolarından elde edilen verilerinin kullanıldığı çalışmada; bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı, bağımsız değişkenler olarak ise kârlılık oranı, likidite oranı, varlık yapısı, büyüklük, büyüme fırsatları ve borç dışı vergi kalkanı tercih edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda; kârlılık, likidite, maddi duran varlık oranı ve aktif büyüme oranı ile finansal kaldıraç arasında negatif, büyüklük ile finansal kaldıraç arasında ise pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Tekin (2019) çalışmasında, 2007q1- 2018q2 döneminde BİST endeksinde yer alan 132 firmanın üçer aylık verileriyle, reel kesim güven endeksinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini Panel Regresyon Yöntemi ile araştırmıştır. Çalışmada; bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı tercih edilmiştir. Bağımsız değişkenler ise reel kesim güven endeksinin yanı sıra, kârlılık, firma büyüklüğü, aktiflerdeki değişim, GSYİH ve enflasyon oranıdır. Yapılan analiz sonucunda, reel kesim güven endeksi ile sermaye yapısı arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Fakat kârlılık ve GSYİH ile finansal kaldıraç arasında negatif; enflasyon ve net satışlar ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Parlak ve Sayılğan (2019) çalışmalarında; 2013-2017 döneminde, Türkiye’de faaliyet gösteren 57 faktöring kuruluşunun sermaye yapısını etkileyen makro ve mikro faktörleri, panel regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Çalışmada; bağımlı değişken olarak toplam borçlar/toplam varlıklar oranı, bağımsız değişkenler olarak ise büyüklük, kârlılık, T-1 kaldıraç oranı, şirket yaşı gibi içsel değişkenlerin yanı sıra; faiz oranı, döviz kuru değişim oranı, GSYİH büyüme oranı ve bankacılık gelişmişlik düzeyi gibi makroekonomik faktörler kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda;

finansal kaldıraç oranıyla, büyüklük, kârlılık ve finansal kaldıraç oranının gecikmeli değeri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Yılmaz ve Aslan (2020) çalışmalarında; 2005-2016 döneminde TCMB sektör bilançolarından derlenen veriler ile imalat sektörü dışındaki 9 sektörün, sermaye yapısını etkileyen makroekonomik faktörleri regresyon analizi yöntemiyle araştırmışlardır. Çalışmada; bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı, bağımsız değişkenler olarak enflasyon, GSYİH, faiz oranı ve döviz kuru tercih edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, birçok sektörde GSYİH ve döviz kuru değişimleri ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca faiz oranındaki değişimin, bazı sektörlerde finansal kaldıraç negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Enflasyon oranı ile finansal kaldıraç arasında ise herhangi bir ilişki tespit edilmemiştir.

Şahin (2020) çalışmasında, 2009q1- 2019q3 döneminde BİST'te işlem gören enerji sektörü firmalarının üçer aylık verileriyle sermaye yapılarını araştırmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak finansal kaldıraç oranı; bağımsız değişkenler olarak faiz oranı, döviz kuru, para arzı, sanayi üretim endeksi, büyüklük, maddi duran varlık oranı, kârlılık oranı kullanılmıştır. Dinamik panel regresyon yönteminin tercih edildiği çalışmada, finansal kaldıraç ile faiz oranı, döviz kuru, sanayi üretim endeksi ve maddi duran varlık oranı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Karaçayır ve Afşar (2021) çalışmalarında; 2003-2017 döneminde Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 100 firmanın sermaye yapısı belirleyicilerini araştırmışlardır. Dinamik panel regresyon yönteminin tercih edildiği çalışmada, bağımlı değişken toplam borçluluk oranıdır. Yapılan analiz sonucunda, kârlılık, cari oran, varlık yapısı, finansman maliyeti, satış hacmi ve 2008 krizi ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, finansal kaldıraç ile efektif vergi oranı, firma büyüklüğü, 5 ve 10 günlük satış hacmi arasında ise pozitif ve anlamlı bir ilişki saptanmıştır.

Dalak ve Karadeniz (2021) çalışmalarında, 2011-2017 döneminde farklı ülke borsalarında (ABD, Fransa, İtalya, İspanya, Çin, İngiltere, Almanya, Yunanistan,

Tayland, Avustralya, Hollanda, Japonya, Hong Kong, Hindistan, Meksika, Birleşik Arap Emirlikleri, Kanada, Singapur, Malezya ve Türkiye) faaliyet gösteren 275 konaklama firmasının sermaye yapısını etkileyen makroekonomik faktörleri araştırmışlardır. Dinamik panel regresyon yönteminin tercih edildiği çalışmanın bağımlı değişkeni toplam borçlar/toplam varlıklardır. Bağımsız değişkenler ise, GSYİH, döviz kuru, enflasyon, faiz vergi oranı, kârlılık, varlık yapısı, satış büyüklüğüdür. Çalışma sonuçlarına göre; efektif vergi oranı, ABD'deki konaklama firmaların sermaye yapısı üzerinde pozitif yönde; Hindistan, Çin, Japonya ve İngiltere'deki firmaların sermaye yapısı üzerinde negatif yönde etkilidir. Ayrıca, Türkiye, Hong Kong, ABD ve Japonya'da, döviz kuru ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Enflasyon oranı ile kaldıraç arasında; Avustralya, Çin ve Hindistan'da pozitif yönlü, Hong Kong, Japonya ve ABD'de ise negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Bunların yanı sıra, GSYİH büyüme oranı ile kaldıraç arasında Avustralya'da pozitif; Hong Kong ve Japonya'da ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Fransa, Malezya, Tayland ve Singapur'da analiz değişkenleri ile sermaye yapısı arasında ise herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

3.7. Bulgular

3.7.1. Temel İstatistikler

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait temel istatistikler Tablo 3.3'te verilmiştir.

Tablo 3.3: Değişkenlere ait temel istatistikler

Seri	Kodu	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma
Toplam borç/Toplam Aktif	TB/TA	464	0,3891	0,2550
Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktif	KVB/TA	464	0,1346	0,1301
Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktif	UVB/TA	464	0,2545	0,1945
Net Kar/Toplam Aktif	NK/TA	464	0,0022	0,1423
Net Kar/Özsermaye	NK/OZS	464	-0,4766	5,2461
Aktiflerin Doğal Logaritması	Ln_aktif	464	17,2398	1,5918
Satışların Doğal Logaritması	Ln_satis	464	17,2827	1,6251
Maddi Duran Varlıklar/Toplam Aktif	MDV/TA	464	0,5175	0,2062

Aktif Devir Hızı	AktDH	464	1,1759	0,4350
Alacak Devir Hızı	AlcDH	464	8,3075	17,6213

Araştırmada incelenen 28 Ürdün sanayi şirketinin toplam borç/toplam aktif oranları ortalaması 0,3891 olup, 0,0088 ile 1,5620 arasında değer almaktadır. Kısa vadeli borçlar/toplam aktif oranı ortalaması 0,1346 olup, 0,0008 ile 0,7369 arasında değer almaktadır. Uzun vadeli borçlar/toplam aktif oranı ortalaması 0,2545 olup, 0,0041 ile 1,3902 arasında değişim göstermektedir. Diğer değişkenlere ait sonuçlar tabloda sunulmuştur.

3.7.2. Birim Kök Testi Sonuçları

Çalışmada kullanılan serilerin durağanlığı Levin, Lin, Chu panel birim kök testi ile trendli ve sabitli model ile sınanmış, sonuçlar Tablo3.4’de sunulmuştur.

Tablo 3.4: Birim kök testi sonuçları

Değişken	Düzeyde	Birinci Farkta
TB/TA	-5.87427 (0.0000)	
KVB/TA	-1.97396 (0.0242)	
UVB/TA	-5.27829 (0.0000)	
NK/TA	-1.97135 (0.0243)	
NK/OZS	-75.5167 (0.0000)	
Ln_aktif	-1.81984 (0.0344)	
Ln_satis	-0.31415 (0.3767)	-2.82991 (0.0023)
MDV/TA	-0.07933 (0.4684)	-3.02174 (0.0031)
AktDH	-9.79481 (0.0000)	
AlcDH	1.84043 (0.9671)	-2.68162 (0.0037)

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait panel birim kök testi sonuçları TB/TA, KVB/TA, UVB/TA, NK/TA, NK/OZS, Ln_aktif ve AktDH değişkenlerinin düzeyde durağan olduğunu göstermektedir. Düzeyde durağan olamayan fakat birinci farkta durağan hale gelen Ln_satis, MDV/TA ve AlcDH değişkenleri modele birinci farkları ile dahil edilmiştir.

3.7.3. Tanısal Test Sonuçları

Araştırmadaki serilere yönelik Varyans Arttırıcı Faktör (VIF) analiz sonuçları Tablo 3.5’de verilmiştir.

Tablo 3.5: Varyans Arttırıcı Faktör (VIF) analizi sonuçları

	VIF
TB/TA	0.886
KVB/TA	0.352
UVB/TA	0.759
NK/TA	0.357
NK/OZS	0.087
Ln_aktif	0.948
Ln_satis	0.942
MDV/TA	0.791
AktDH	0.836
AlcDH	0.309

VIF değerlerinin analiz sonuçlarına bakıldığında, araştırmadaki tüm serilerin VIF değerlerinin 10’un altında olduğu görülmektedir. Bundan ötürü, seriler arasında çoklu bir bağlantı sorunu yoktur.

Çalışmada panel regresyon modelinin belirlenmesi, bir diğer ifade ile sabit etkiler veya tesadüfi etkiler arasında tercih yapmak için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman Testi sonuçları Tablo 3.6’da gösterilmiştir.

Tablo 3.6: Hausman testi sonuçları

Model	Hausman Test İstatistiği Olasılık Değerleri
Model 1	0.6166
Model 2	0.9996
Model 3	0.3449

Tablo 3.6’da görüldüğü üzere, Hausmann testi olasılık değerleri 0.10 sınırının üzerinde olduğu için her üç modelde de rassal etkiler modeli tercih edilmiştir.

Panel regresyon analizinde tahmincilerin tutarlı olması için modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunu bulunmaması gerekmektedir. Otokorelasyon ve/veya değişen varyans sorunu olan modeller için dirençli tahminciler kullanılmalıdır. Bu nedenle modellerde otokorelasyon olup olmadığı Durbin-Watson testi ile, değişen varyans sorunu olup olmadığı Birimlere Göre Heteroskedasitenin Değiştirilmiş Wald Testi ile sınanmıştır. Sonuçlar Tablo 3.7’de gösterilmiştir.

Tablo 3.7: Modeller için Tanısal Test Sonuçları

Model	Durbin- Watson Testi	Wald Testi
1. TB/TA	0.445	1093.147 (0.0000)
2. KVB/TA	0.193	946.3412 (0.0000)
3. UVB/TA	0.425	536.3622 (0.0000)

Bir regresyon analizinde, regresyona giren seriler arasındaki hatalar bağımsız olmalıdır. Bunun için Durbin Watson testi değeri 1,0 ile 2,5 arasında olmalıdır. Bu durumda değişkenlere ilişkin hata terimleri arasındaki ilişki anlamsız olmaktadır (Kır ve Talebi, 2013, s. 61). Her üç modelde de Durbin-Watson değeri bu sınırın altında olup, modellerde otokorelasyon sorunu olduğu belirlenmiştir. Ayrıca Wald testi istatistiklerine göre her üç modelde de değişen varyans sorunu bulunduğu %1 anlamlılık düzeyinde tespit edilmiştir. Bu nedenle regresyon modelleri Driscoll ve Kraay Tahmincisi kullanılarak çözümlenmiştir.

3.7.4. Panel Veri Regresyon Sonuçları

Model 1 (TB/TA modeli) için rassal etki regresyon analizi sonuçları Tablo 3.8’de verilmiştir.

Tablo 3.8: TB/TA için regresyon analizi sonuçları

TB/TA	Rassal etkiler	Anlamlılık değeri
NK/TA	-0.258818	0.000
NK/OZS	-0.0030997	0.026

Ln_aktif	0.0866756	0.002
Ln_satis	-0.0639109	0.022
MDV/TA	0.2682435	0.172
AktDH	-0.4057482	0.000
AlcDH	-0.0027484	0.000
Sabit	0.359661	0.000
F istatistiği = 0.0000		Düzeltilmiş R ² =0.64

Tablo 3.8’de yer alan regresyon analizi sonuçlarına göre, Ln_aktif değişkenindeki artışın TB/TA değişkeninde artışa neden olduğu, şirketlerin aktif büyüklüğü arttıkça pasif içerisinde toplam borcun arttığı tespit edilmiştir. NK/TA, NK/OZS, Ln_satis, AktDH ve AlcDH değişkenlerinin ise TB/TA üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olduğu belirlenmiştir.

Model 2 (KVB/TA modeli) için rassal etki regresyon analizi sonuçları Tablo 3.9’da verilmiştir.

Tablo 3.9: KVB/TA için regresyon analizi sonuçları

KVB/TA	Rassal etkiler	Anlamlılık değeri
NK/TA	-0.083821	0.046
NK/OZS	-0.0021762	0.036
Ln_aktif	0.0468388	0.022
Ln_satis	-0.0512172	0.014
MDV/TA	-0.7626726	0.000
AktDH	0.3469871	0.000
AlcDH	-0.0018189	0.000
Sabit	0.2131996	0.002
Prob > chi2 =0.0000		Düzeltilmiş R ² =0.232

Tablo 3.9’da yer alan regresyon analizi sonuçlarına göre Ln_aktif ve AktDH değişkenlerinin KVB/TA üzerindeki etkisi istatistiksel olarak sırasıyla %5 ve %1 anlamlılık seviyesinde anlamlı ve pozitifdir. NK/TA ,NK/OZS, Ln_satis, MDV/TA ve

AlcDH değişkenlerinin ise istatistiksel olarak anlamlı bir negatif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Model 3 (UVB/TA modeli) için rassal etki regresyon analizi sonuçları Tablo 3.10’da verilmiştir.

Tablo 3.10: UVB/TA için regresyon analizi sonuçları

UVB/TA	Rassal etkiler	Anlamlılık değeri
NK/TA	-0.174997	0.000
NK/OZS	-0.0009235	0.373
Ln_aktif	0.0398368	0.052
Ln_satis	-0.0126937	0.542
MDV/TA	1.030916	0.000
AktDH	-0.7527353	0.000
AlcDH	-0.0009294	0.006
Sabit	0.1464614	0.036
Prob > chi2 = 0.0000		Düzeltiľmiş R ² =0.655

Tablo 3.10’da yer alan sonuçlar, UVB/TA üzerinde Ln_aktif ve MDV/TA değişkenlerinin pozitif ve anlamlı etkisini göstermektedir. NK/TA, NK/OZS, AktDH ve AlcDH değişkenlerinin UVB/TA üzerindeki etkisi ise anlamlı ve negatiftir.

4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Ürdün sanayi şirketleri için sermaye yapısına etki eden içsel faktörlerin incelendiği bu çalışmada, verilerine kesintisiz ulaşılabilen 28 şirketin 2005-2020 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Çalışmada panel regresyon analizi kullanılmıştır. Sermaye yapısını ifade etmek üzere toplam borç/aktif oranı, kısa vadeli borç/aktif oranı ve uzun vadeli borç/aktif oranı kullanılan çalışmada üç farklı model oluşturulmuştur.

Çalışmada elde edilen bulgular aktif büyüklükteki artışın toplam borcun aktife oranını artırdığına işaret etmektedir. Ürdün sanayi şirketleri için aktifteki büyümenin daha çok borçlanma yoluyla gerçekleştirildiği sonucuna ulaşılmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerde sermaye piyasalarına ulaşımın sınırlı olması, ayrıca şirket karlılıklarının çok yüksek olmaması büyüme durumunda borçlanmanın artmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların büyümesi, aktif devir hızı ve alacak devir hızının artması borçlanma oranını düşürmektedir. Karlılığın artmasıyla birlikte özsermayenin artıyor olması pasif içerisinde borcun payının düşmesine neden olacaktır. Bu nedenle karlılık değişkenleri için elde edilen sonuçlar tutarlıdır. Yine satışların büyümesi, aktif devir hızı ve alacak devir hızının artması şirketlerin varlık verimliliğine işaret ettiğinden borçlanma oranları üzerindeki etkisinin negatif olması beklentiyle uyumludur.

Kısa vadeli borcun toplam aktife oranı için oluşturulan model sonuçları aktifteki artışın ve aktif devir hızı artışının kısa vadeli borç oranını artırdığını ortaya koymuştur. Toplam borçtaki artışa benzer şekilde aktifteki artışın kısa vadeli borçları da artırıyor olması yukarıda açıklandığı üzere büyümenin finansmanında borcun önemli olduğunu desteklemektedir. Aktif devir hızının artışı şirketlerin kısa vadeli borç ödeme gücüne olumlu katkı sağlayacağından ötürü aktif devir hızı artan şirketler için kısa vadeli borç oranının artıyor olması normal kabul edilebilir. Buna karşın aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların büyümesi, maddi duran varlık toplam aktife oranı ve alacak devir hızının artması kısa vadeli borçlanma oranını düşürmektedir.

Son olarak elde edilen bulgular aktif büyüklükteki ve maddi duran varlıkların aktife oranındaki artışın uzun vadeli borç oranını artırdığı belirlenmiştir. Bu durum

Ürdün'deki şirketlerin uzun dönemde nakit akışı sağlayacak maddi duran varlıkları uzun vadeli borçlarla finanse ettiğini göstermekte olup sağlıklı bir finansman yöntemi tercih edildiğine işaret etmektedir. Buna karşın aktif karlılığı, aktif devir hızı ve alacak devir hızının artması uzun vadeli borçlanma oranını düşürmektedir. Karlılığın ve varlık verimliliğinin sağlanması borçlanma oranlarının düşmesini sağlamaktadır.

Sonuçlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde Ürdün sanayi şirketleri için aktifteki artışın borçlanma oranlarını artırdığı, buna karşın karlılığın artmasının borçlanma oranlarını düşürdüğü görülmektedir. Bu bulgular büyüme dönemlerinde şirketlerin borç ile finansmana ulaşmasının önemine işaret etmektedir. Bu nedenle Ürdün piyasası için borçlanma alternatiflerinin artırılması şirketlerin büyümesine katkı sağlayacaktır. Diğer taraftan şirketlerin karlılığının artırılması borçlanmaya olan ihtiyaçlarını sınırlayacaktır. Bu nedenle borç ile finansmanın kısıtlı olduğu dönemlerde şirketlerin karlılığını artıracak politikaların geliştirilmesi önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

- Abeywardhana, Yapa D. (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 133-138
- Acaravcı, S. K. (2004). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye'de Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Acaravcı, S. ve Doğukanlı, H. (2004). Türkiye'de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayinde Sınanması. *İktisat İşletme ve Finans*, 19(225), 43-57.
- Adiputro, R. V. (2015) *Determinants of Capital Structure: Evidence from Listed Indonesian Companies*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), University of Twente, Twente.
- Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akgüç, Ö. (2002). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akkaynak, B. (2019). *Türev Finansal Araçların Sermaye Yapışma Etkisi: Türkiye'deki Bankalar Örneği*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzincan.
- Akman, E. Gökbulut, R. İ. Nalin, H. T. ve Gökbulut, E. (2015). Capital Structure in an Emerging Stock Market: The Case of Turkey. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(2), 639-660.
- Aksoy, A. ve Yalçın, K. (2008). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Alkin, E. (2005). *Büyüme-İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi*. Ankara: T.C. Merkez Bankası.
- Alpugan, O., Demir, H., Oktav, M. ve Üner, N. (1997). *İşletme Ekonomisi Ve Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Alsü, E. ve Yarımbaş, E. (2017) Sermaye Yapılarının Belirlenmesinde Finansal Hiyerarşi Teorisi Ve Ödünleşme Teorisi: İmalat Sektörü Üzerine Ekonometrik Bir Analiz. *Bingöl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: İktisat özel sayısı, 95-113.
- Arnold, G. (1998). *Corporate Financial Management*. England: Prentice Hall.
- Aydın, N. Başar, M. ve Coşkun, M. (2014). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

- Başar, M. (2003). *Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayınlan*, Başkaya, Z. Ve Alper, D. (Eds.) Finans Matematiği içinde, İstanbul: Ekin Kitabevi.
- Başaran, Ü. (2008). *İMKB'de İşlem Gören Otomotiv Ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak
- Bernanke, B. S. And Gertler, M. (1995). Inside The Black Box: The Credit channel Of Monetary Policy Transmission, *The Journal Of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bokpin, G. A. 2009. Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: evidence from emerging market economies. *Studies in economics and finance*, 26(2), 1–142.
- Bolak, M. (1998). *İşletme Finansı*, İstanbul: Birsan Yayınevi.
- Boldizzoni, M. (2008). *Means And -1970*. New York: Palgrave Macmillan.
- Brealey, R. A. Myers, S. C. ve Marcus, A. J. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*. (Çev.Ünal Bozkurt,Türkan Ankan,Hatice Doğukanlı), İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brigham, E. F. and Gapenski, L. C, (1988). *Financial Management: Theory And Practice*. Dryden Press.
- Burucu, H. ve Öndeş, T. (2015). Finansal Hiyerarşi Ve Dengeleme Teorisinin Geçerliliğinin Türk İmalat Sanayi Firmalarında Test Edilmesi. *Sakarya İktisat Dergisi*, 4(3), 61-76.
- Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Coleman, S. and Alicia R. (2012). Capital Structure Theory And New Technology Firms: Is There A Match?. *Management Research Review*, 35(2), 106-120.
- Dağlı, H. (1998). Türkiye'de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler. *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 12(1-2).
- Dağlı, H. (1999). *Finansal Yönetim*. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Dalak S. ve Karadeniz E. (2021). Makroekonomik Değişkenlerin Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi: Konaklama İşletmeleri Üzerine Uluslararası Bir Karşılaştırma. *Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(16), 1-27.
- Daş, S. (2015). *Firmalarda Sermaye Yapısının Belirleyicileri: BİST'te İşlem Gören Madencilik Sektörü Firmaları Üzerine Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış

- Yüksek Lisans Tezi), Türk Hava Kurumu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Dean, J. (1969). *Capital Budgeting: Top Management Policy On Plant, Equipment and Product Development*. New York: Columbia University Press
- Demirci, S. (2017). Sermaye Yapısı Teorilerinin TCMB Sektör Bilançolarıyla Test Edilmesi: İmalat Sanayi Sektörü Üzerine Bir Panel Veri Analizi. *Business and Economics Research Journal*. 8(2), 231-245.
- Demirhan, D.(2009). Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İmkb Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 9 (2), 677-697.
- Dinçergök, B. (2010). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelenmesi*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Durand, D. (1952). The Cost Of Debt And Equity Funds For Business: Trends And Problems Of Measurement. *National Bureau Of Economic Research*, 215-220.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ferri, M. G. and Jones, W. H. (1979). Determinants Of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal Of Finance*, 34(3), 631-644.
- Frank, M. Z. and Goyal, V. K. (2003). Testing The Pecking Order Theory Of Capital Structure. *Journal Of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Güleç, A. (2021). *Sermaye Yapısının Bankaların Finansal Performansına Etkisi: Türk Bankacılık Sektöründe Özel Sermayeli Mevduat Bankalarına Yönelik Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gülşen, A. Z. ve Ö. Ülkütaş. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(15), 49-59.
- Gürsoy, C. T. (2007). *Finansal Yönetim İlkeleri*. İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları.
- Harris, M. and Raviv, A. (1991). The Theory Of Capital Structure. *Journal Of Finance*, 46(1), 297-355.

- Hitay, K. ve Aytekin, S. (2017). *Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Dengeleme Teorisi: BIST'te Ampirik Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.
- Jensen, M. and Clifford, S. (1985). Stockholder, Manager And Creditor Interest: Applications Of Agency Theory. *Journal Of Financial Economics*, 94.
- Jensen, M. C. and Meckling, H. W. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal Of Financial Management*, 3(4), 305- 360.
- Kapusuzoğlu, A. ve Ceylan, N. (2018). *Modigliani-Miller İlgisizlik Teorisi*. Gündoğdu, A. (Ed.) Sermaye Yapısı Ve Kar Payı İlgisizliği Teorileri içinde, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karaçayır, E. ve Afşar A. (2021). Türk Bankacılık Sektöründe Sermaye Yeterlilik Oranının Belirleyicileri. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 18(2), 149- 160.
- Karadeniz, E., Kaplan, F. ve Günay, F. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarının Kârlılığa Etkisi: Borsa İstanbul Turizm Şirketlerinde Bir Araştırma. *Seyahat Ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13(3), 38-55.
- Kısakürek, M. M. ve Aydın, Y. (2013). İşletmelerde Sermaye Yapısı İle Kârlılık Arasındaki İlişkinin Analizi: 1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı Bist'te Bir Uygulama. *İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(2), 97-121.
- Kohn, Meir (1994). *Financial Institutions And Markets*. Singapore: Mcgraw-Hill International Editions.
- Köksal, B. ve Orman, C. (2014). Determinants Of Capital Structure: Evidence From Major Developing Economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255-282.
- Lee, K. C. and Kwok, C. C. (1988). Multinational Corporations Vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors And Determinants Of Capital Structure. *Journal Of International Business Studies*, 19(2), 195-217.
- Mcmenamin, J. (1999). *Financial Management: An Introduction*, New York: Routledge.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mokhova, N. and Zinecker, M. (2014). Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure. *Procedia- Social and Behavioral Sciences* 110, 530-540.

- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal Of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal Of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Onofrei, M. Tudose, M. B. Durdureanu, C. and Anton, S. G. (2015). Determinant Factors Of Firm Leverage: An Empirical Analysis At Iasi County Level. *Procedia Economics And Finance*, 20, 460-466
- Özçelik, E. (2020). *Sermaye Yapılaşma Etki Eden Faktörler: Yabancı Ortaklığı Bağlamında Borsa İstanbul'da İşlem Gören Firmalar Üzerine Panel Veri Analizi*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Çağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Park, K. And Jang, S. S. (2013). Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification And Firm Performance: A Holistic Analysis. *International Journal Of Hospitality Management*, 33, 51-63.
- Parlak, A. A. ve Sayılğan, G. (2019). Türkiye’de Faktoring Şirketlerinin Sermaye Yapısının Belirleyicileri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 401-423.
- Phooi, J. C., Rahman, M. ve Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics and Finance*, 5(1).
- Quiry, P. Dallochio, M. Le Fur, Y. ve Salvi, A. (2011). *Corporate Finance: Theory And Practice*. USA: John Wiley & Sons.
- Sayılğan, G. (2013). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Sayılğan, G., Karabacak, H. ve Küçükkocaoğlu, G. (2006). The Firm- Specific Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data. *Investment Management And Financial Innovations*, 3(3), 125-139.
- Sayılğan, G. ve Uysal B.(2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996 – 2008. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 66(4), 101 – 124.

- Smith, C. W. ve Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set And Corporate Financing, Dividend, And Compensation Policies. *Journal Of Financial Economics*, 32, 263-292.
- Solomon, E. (1955). Measuring A Company's Cost Of Capital. *The Journal Of Business*, 28(4), 240-252.
- Şahin, E. E. (2020). Bankacılık Endeksi İle Seçilmiş Makroekonomik Faktörler Arasındaki Asimetrik İlişki. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 34 (2), 351-369.
- Tatoğlu Y. F. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Tekin, B. (2019). Sermaye Yapısı Üzerinde Etkili Faktörler: Davranışsal Kurumsal Finans Bağlamında Bir Panel Veri Analizi. *Sosyoekonomi Dergisi*, 27(42), 145- 162.
- Tenker, N. (1997). *Finansal Muhasebe*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Terim, B. ve Kayalı, C. A. (2009). Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye'de İmalat Sanayi Örneği. *Sosyal Bilimler*, 7(1), 125-154.
- Topaloğlu, E. E. (2018). Sermaye Yapısına Etki Eden Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Analizleri ile Belirlenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 640, 63-100.
- Tuna, İ. Budak, S. ve Cangı, S.Ö. (2017). Temel Makroekonomik Değişkenlerin Bİst Endeksleri Üzerindeki Etkisi. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 5(55), 199-214.
- Türko, M. (1994). *Finansal Yönetim*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları.
- Uysal, E. U. (2001). *Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları Ve Şirketlerin Finansman Süreçlerine Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Varian, H. (2006). *Intermediate Micro Economics: A Modern Approach*. Usa: W.W. Norton & Company Ltd.
- Vintilă, G. Gherghina, Ş. C. ve Toader, D. A. (2019). Exploring the Determinants of Financial Structure in the Technology Industry: Panel Data Evidence from the New York Stock Exchange Listed Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 163.

- Yenice, S. (2001). *Sermaye Yapısının Firmanın Verimliliği İle Cari Değeri Üzerine Etkisi İMKB'de Test Edilmesi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yılğör, A. ve E. Yücel, (2007). Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, 35, 111-124.
- Yılmaz, E. ve Aslan T. (2020). Makroekonomik Göstergelerin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi: İmalat Dışı Sektörler Üzerinde Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85), 187-208.
- Yükçü, S., Durukan, B., Özkol, E., Yücel, T., Baklacı, H., Kutay, N., Özkan, S., Susmuş, T. ve Tükenmez, M. (1999). *Finansal Yönetim*. İzmir: Vizyon Yayınları.
- Yükeri, Y. (2009). *İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.



ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

ORCID	
Adı Soyadı	Jebur Hussein Mahmood MAHMOOD
Doğum Yeri	
Doğum Tarihi	

LİSANS EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite	Musul Üniversitesi
Fakülte	İdari ve İktisad Fakültesi
Bölüm	Bankacılık ve Finans

YÜKSEK LİSANS EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite	Çankırı Karatekin Üniversitesi
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	Bankacılık ve Finans

YABANCI DİL BİLGİSİ

İngilizce	YDS (.....) YÖKDİL (....) TOEFL (....) EILTS (....)
...	

İŞ DENEYİMİ

Çalıştığı Kurum	
Görevi/Pozisyonu	
Tecrübe Süresi	

KATILDIĞI

Kurslar	
Projeler	

İLETİŞİM

Adres	
E-mail	