

**T.C.
ERZİNCAN BİNALİ YILDIRIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**SİSTEMATİK RİSKLER VE SERMAYE YAPISI:
TURİZM SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

**Hazırlayan
Aziz KALDIRIM**

**Danışman
Doç. Dr. Bilal AKKAYNAK**

HAZİRAN 2025, ERZİNCAN

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

“Sistemik Riskler ve Sermaye Yapısı: Turizm Sektörü Üzerine Bir Uygulama”
“**Yüksek Lisans**” tezim tarafımda incelenmiştir. Buna göre tezimde bilimsel etik ihlali ve intihal olarak nitelendirilebilecek herhangi bir durum olmadığını taahhüt ederim. Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir biçimde elde edildiğini; aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi beyan ederim.

Aziz KALDIRIM

T.C.
ERZİNCAN BİNALİ YILDIRIM ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Ana Bilim Dalı : İşletme
Program Adı : Tezli Yüksek Lisans
Tez Başlığı : Sistematik Riskler ve Sermaye Yapısı: Turizm Sektörü
Üzerine Bir Uygulama

Yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının a) Giriş b) Ana bölümler ve c) Sonuç kısımlarından oluşan (Kapak, Ön söz, Özet, İçindekiler ve Kaynakça hariç) toplam 79 sayfalık kısmına ilişkin 17/06/2025 tarihinde **Turnitin** intihal programından aşağıda belirtilen filtreleme uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre tezin benzerlik oranı % 11'dir.

Filtrelemeye tırnak içerisindeki alıntılar dahil edilmiştir. Filtrelemede yedi (7) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç tutulmuştur.

Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez İntihal Raporu Uygulama Esaslarını inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmasının herhangi bir intihal içermediğini, aksinin tespit edilmesi durumunda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini bilgilerinize arz ederim. 17/06/2025

Danışman: Doç. Dr. Bilal AKKAYNAK

Öğrenci: Aziz KALDIRIM

KILAVUZA UYGUNLUK

“Sistematik Riskler ve Sermaye Yapısı: Turizm Sektörü Üzerine Bir Uygulama” başlıklı Yüksek Lisans Tezi Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzuna uygun olarak hazırlanmıştır.

Hazırlayan

Aziz KALDIRIM

Danışman

Doç. Dr. Bilal AKKAYNAK



KABUL VE ONAY TUTANAĞI

Doç. Dr. Bilal AKKAYNAK danışmanlığında **Aziz KALDIRIM** tarafından hazırlanan “**Sistemik Riskler ve Sermaye Yapısı: Turizm Sektörü Üzerine Bir Uygulama**” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı’ da **Yüksek Lisans Tezi** olarak oy birliği kabul edilmiştir.

17/06/2025

JÜRİ:

Danışman : **Doç. Dr. Bilal AKKAYNAK** (İmza)

Üye : **Doç. Dr. Said Alpagut ŞENEL** (İmza)

Üye : **Dr. Öğr. Üyesi Adem Ruhan SÖNMEZ** (İmza)

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun /.... /2025 tarih vesayılı kararı ile onaylanmıştır.

..... /..... /2025

Prof. Dr. Necdet TOZLU

Enstitü Müdürü

ÖN SÖZ

Sermaye yapısı işletmelerin yabancı kaynak yolu ile sağladıkları finansmanın öz kaynak ile uyumunu açıklayan bir kavramdır. Gerek öz kaynak gerekse yabancı kaynak olsun işletmeler optimum maliyetle kaynak temini sorunsalını aşmalı ve elde edilen kaynağın olması gerektiği gibi yönetilmesini sağlamalıdır.

Finansman kararlarının alınması ve yönetilmesi her zaman sağlıklı ve öngörülebilir ortamlarda gerçekleşmez, işletmeler bazı durumlarda belirsizlik ortamlarında karar alma sorunu ile baş edebilmelidirler. Belirsiz ortamlar hiçbir şekilde öngörülemeyen ve hazırlıksız olduğumuz ortamları ifade etmektedir. Belirsizlik ortamları her zaman olumsuzluk olarak algılanmamalıdır bazı durumlarda bazı sektörler belirsizlik ortamlarında aldıkları aksiyonlar ile krizi fırsata çevirebilme başarısı gösterebilmektedir. Yakın zamanda gerçekleşen Covid-19 pandemisi buna en iyi örneklerdendir. Zira başta turizm sektörü olmak üzere birçok sektör süreçten olumsuz etkilenirken örneğin e-ticaret sektörü gibi bazı sektörler krizi fırsata çevirebilme başarısını göstermişlerdir.

Bu tezin amacı belirsizlik ortamında Türkiye turizm sektörünün sermaye yapısı kararlarının nasıl değişkenlik gösterdiğinin belirlenmesidir. Bu amaçla BİST'e kayıtlı turizm işletmelerinin kamuya açıkladıkları veriler kullanılarak tasnif edilen veri seti analiz edilmiş ve elde edilen bulgular sonuç bölümünde etraflıca tartışılmıştır.

Aziz KALDIRIM, Erzincan,2025

TEŞEKKÜR

Tezin oluşumunda yardımlarını ve desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen danışmanım sayın Doç. Dr. Bilal AKKAYNAK' a, eğitim hayatım boyunca tarafımda emeği olan tüm hocalarıma, yaşantım boyunca varlıklarından onur duyduğum sevgili babam Ahmet KALDIRIM' a, sevgili annem Fatma KALDIRIM' a ve tüm aile bireylerime, bu süre zarfında desteğini esirgemeyen ve süreci benimle beraber yaşayan sevgili eşim Sümeyye KALDIRIM' a son olarak da bu süreçte daha az vakit ayırdığım oğlum Ertuğrul KALDIRIM ve kızım Aybüke KALDIRIM' a teşekkür ederim.

Aziz KALDIRIM



SİSTEMATİK RİSKLER VE SERMAYE YAPISI: TURİZM SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Aziz KALDIRIM

Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Yüksek Lisans Tezi, Haziran 2025

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Bilal AKKAYNAK

ÖZET

Bu tezin amacı belirsizlik ortamında turizm sektörünün sermaye yapısı belirleyicilerinin değişkenliğinin belirlenmesidir. Çalışmada belirsizlik dönemi olarak Covid-19 pandemisinin yaşandığı dönem kullanılmıştır. Sonrasında Türkiye’de ve dünyada turizm sektörünün genel yapısı ve ekonomideki yeri ile ilgili özet bilgiler aktarılmıştır. Tezin uygulama bölümünde Türkiye’de BİST’e kayıtlı turizm işletmelerinin sermaye yapılarının pandemi öncesi dönemde ve pandemi döneminde nasıl değişkenlik gösterdiği araştırılmıştır. Ek olarak pandemi dönemi kukla değişken ile temsil edilerek pandeminin doğrudan etkisinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak Kısa vadeli borç/toplam kaynak, toplam borç/toplam kaynak, uzun vadeli borç/toplam kaynak ve öz kaynak/toplam kaynak değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada bağımsız değişken olarak net kar/toplam öz kaynak, dönen varlıklar/kısa vadeli borç, net işletme sermayesi, sönen varlıklar/duran varlıklar, satılan malın maliyeti/stoklar, satılan malın maliyeti/net satışlar, net satışlar/ticari alacaklar, faaliyet giderleri/net satışlar ve net kar/toplam aktif değişkenleri kullanılmıştır. Pandemi dönemi ise kukla değişken ile temsil edilerek modele dahil edilmiştir. Araştırma sonucunda pandemi öncesi dönem ve pandemi döneminde de net işletme sermayesinin kısa vadeli borç/toplam kaynak değişkeni ile negatif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca pandemi turizm işletmelerinde kısa vadeli borcun azalmasına, uzun vadeli borç ve öz kaynak miktarının ise artmasına yol açmıştır.

Anahtar Kelimeler: Covid-19 Pandemisi, Risk ve Belirsizlik, Sermaye Yapısı Teorileri, Turizm Sektörü

SYSTEMATIC RISKS AND CAPITAL STRUCTURE: AN APPLICATION ON THE TOURISM SECTOR

Aziz KALDIRIM

Erzincan Binali Yıldırım University

Graduate School of Social Sciences

Master Thesis, June 2025

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Bilal AKKAYNAK

ABSTRACT

The aim of this thesis is to determine the variability of the determinants of the capital structure of the tourism sector under uncertainty. In the study, the period of Covid-19 pandemic is used as the uncertainty period. Afterwards, the general structure of the tourism sector in Turkey and the world and its place in the economy are summarized. In the application part of the thesis, it is investigated how the capital structures of tourism enterprises registered on BIST in Turkey vary in the pre-pandemic period and during the pandemic period. In addition, the pandemic period is represented by a dummy variable to determine the direct impact of the pandemic. Short-term debt/total resources, total debt/total resources, long-term debt/total resources and equity/total resources were used as dependent variables. Net profit/total equity, current assets/short-term debt, net working capital, non-current assets/non-current assets, cost of goods sold/inventories, cost of goods sold/net sales, net sales/trade receivables, operating expenses/net sales and net profit/total assets were used as independent variables. The pandemic period was included in the model represented by a dummy variable. As a result of the research, it was found that net working capital was negatively correlated with the short-term debt/total resources variable in the pre-pandemic and pandemic periods. In addition, the pandemic led to a decrease in short-term debt and a decrease in long-term debt in tourism enterprises.

Keywords: Covid-19 Pandemic, Risk and Uncertainty, Theories of Capital Structure, Tourism Sector.

İÇİNDEKİLER

SİSTEMATİK RİSKLER VE SERMAYE YAPISI: TURİZM SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	i
TEZ ÖZGÜNLÜK SAYFASI.....	ii
KILAVUZA UYGUNLUK	iii
KABUL VE ONAY TUTANAĞI.....	iv
ÖN SÖZ	v
TEŞEKKÜR.....	vi
ÖZET	vii
ABSTRACT	viii
İÇİNDEKİLER.....	ix
SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ	xii
TABLolar LİSTESİ	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xv
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

1.1. Sermaye Yapısı Unsurları.....	3
1.1.1. Öz Sermaye.....	3
1.1.1.1. Hisse Senetleri	5
1.1.1.2. Oto Finansman	13
1.2. Sermaye Yapısı Teorileri.....	19
1.2.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri	20
1.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı	20

1.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	21
1.2.1.3. Geleneksel Yaklaşımı	22
1.2.1.4. Modigliani Miller Yaklaşımı	22
1.2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri	23
1.2.2.1. Dengeleme Teorisi	23
1.2.2.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Teoriemi	25
1.2.2.3. Vekalet Teorisi	25
1.2.2.4. Finansman Hiyerarşisi Teorisi	26
1.2.2.5. İşaret Teorisi	26
1.2.2.6. Asimetrik Bilgi Kuramı	27
1.3. Literatür Taraması	28

İKİNCİ BÖLÜM

RİSK KAVRAMI VE TÜRLERİ

2.1. Risk Kavramı	35
2.2. Risk Türleri	36
2.2.1. Sistematik Riskler	37
2.2.1.1. Enflasyon Riski	37
2.2.1.2. Faiz Oranı Riski	38
2.2.1.3. Kur Riski	39
2.2.1.4. Politik Risk	40
2.2.1.5. Piyasa Riski	40
2.2.1.6. Kriz ve Felaketler	41
2.2.2. Sistematik Olmayan Riskler	42
2.2.2.1. Finansal Risk	43
2.2.2.2. Faaliyet Riski	43

2.2.2.3. Sektör Riski.....	44
2.2.2.4. Yönetim Riski	44

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TURİZM KAVRAMI VE TURİZM SEKTÖRÜ

3.1. Turizm Kavramı	46
3.2. Turizm Türleri	48
3.3. Ekonomi ve Turizm İlişkisi	51
3.4. Dünyada ve Türkiye’de Turizm	53

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İSTEMATİK RİSKLER VE SERMAYE YAPISI:

TURİZM SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi	56
4.1.1. Araştırmanın Amacı.....	56
4.1.2. Araştırmanın Kapsamı	56
4.1.3. Araştırmada Kullanılan Yöntem, Veri Seti ve Değişkenler	57
4.2. Araştırmanın Bulguları	59
4.2.1. Pandemi Öncesi Dönem	59
4.2.2. Pandemi Dönemi	65
4.2.3. Tüm Dönem	70
SONUÇ, TARTIŞMA VE ÖNERİLER.....	77
KAYNAKÇA.....	80
ÖZ GEÇMİŞ	87

SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

AT	: Aktif Toplam
BİST	: Borsa İstanbul
BPD	: Borçların Piyasa Değeri
DöV	: Dönen Varlıklar
DuV	: Duran Varlıklar
FG	: Faaliyet Giderleri
HPD	: Hisse Senetlerinin Piyasa Değeri
KVB	: Kısa Vadeli Borçlar
Md	: Madde
NIŞ	: Net İşletme Sermayesi
NK	: Net Kar
NK	: Net Kar
NS	: Net Satışlar
ÖK	: Öz Kaynak
ÖS	: Öz Sermaye
P	: Pandemi
PD	: Piyasa Değeri
RG	: Resmî Gazete
S	: Stoklar
SMM	: Satılan Malın Maliyeti
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TA	: Toplam Aktif
TB	: Toplam Borç
TİA	: Ticari Alacaklar

TK : Toplam Kaynak

TMS : Türkiye Muhasebe Standartları

TÖK : Toplam Öz Kaynak

TTK : Türk Ticaret Kanunu

TV : Toplam Varlık

UVB : Uzun Vadeli Borçlar

YK : Yabancı Kaynak



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. 1: Literatür Taraması	28
Tablo 4. 1: Analiz Edilen Turizm İşletmelerinin Listesi	58
Tablo 4. 2: Analizde Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	58
Tablo 4. 3: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Veriler	60
Tablo 4. 4: Değişkenlere Ait Korelasyon	61
Tablo 4. 5: Değişkenlere Ait Homojenlik, Yatay Kesit Bağımlılığı ve Birim Kök Testleri	62
Tablo 4. 6: Modeller Ait F ve LM Test Sonuçları	63
Tablo 4. 7: Modeller Ait Heterokedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	63
Tablo 4. 8: Panel Regresyon Sonuçları	64
Tablo 4. 9: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Veriler	66
Tablo 4. 10: Değişkenlere Ait Korelasyon	67
Tablo 4. 11: Modeller Ait F ve LM Test Sonuçları	68
Tablo 4. 12: Modeller Ait Heterokedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	68
Tablo 4. 13: Panel Regresyon Sonuçları	69
Tablo 4. 14: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Veriler	71
Tablo 4. 15: Değişkenlere Ait Korelasyon	72
Tablo 4. 16: Değişkenlere Ait Homojenlik, Yatay Kesit Bağımlılığı ve Birim Kök Testleri	73
Tablo 4. 17: Modeller Ait F ve LM Test Sonuçları	74
Tablo 4. 18: Modeller Ait Heterokedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	74
Tablo 4. 19: Panel Regresyon Sonuçları	75

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. 1: Dengeleme Teorisinde Kaldıracın Değer Üzerine Etkisi	24
Şekil 1. 2: Risk Türleri	36



GİRİŞ

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve rekabet ortamında varlıklarını devam ettirebilmeleri, etkin finansal yönetim kararları almalarına bağlıdır. Bu kararların temelini ise finansman kararları oluşturur. Finansman, işletmelerin ihtiyaç duydukları kaynakların ne şekilde ne maliyetle ve hangi vadeyle temin edileceğine yönelik kararları kapsar. Bu kararların doğrudan bir sonucu olan sermaye yapısı, borç ve öz sermaye arasındaki dengenin kurulması açısından kritik öneme sahiptir. Özellikle 1950’li yıllardan itibaren finans literatüründe geniş bir yer bulan sermaye yapısı konusu, günümüzde de önemini korumaktadır.

İşletmeler yalnızca öngörülebilir ekonomik koşullarda değil, belirsizlik ve kriz dönemlerinde de sermaye yapılarını doğru yönetmek zorundadır. Bu noktada, belirsizlik ortamlarının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisinin analiz edilmesi, finansal yönetim açısından büyük önem taşır. 2020 yılında ortaya çıkan ve küresel ölçekte etkili olan Covid-19 pandemisi, işletmelerin karşı karşıya kaldığı öngörülemez krizlerden biri olarak dikkat çekmektedir. Pandeminin yarattığı ekonomik daralma, birçok sektör üzerinde olumsuz etkiler doğurmuş, ancak bazı sektörler bu kriz ortamında dahi büyüme kaydetmeyi başarmıştır. Covid 19 pandemisi, belirsizlik ortamlarında sermaye yapısı belirleyicilerinin nasıl değiştiğinin incelenmesi bakımından çalışmanın araştırma temelini oluşturmaktadır. Bu bakımdan pandemi süreci örnek olay olarak ele alınmıştır.

Çalışmanın uygulama örneklemini Türkiye ekonomisi açısından stratejik öneme sahip olan ve "bacasız sanayi" olarak nitelendirilen turizm sektörü üzerinde odaklanılmıştır. Turizm sektörünün milli gelir, istihdam, dış ticaret ve enflasyon gibi makroekonomik göstergelerle olan çok yönlü ilişkisi, sektörün kriz dönemlerinde incelenmesini daha da anlamlı kıldığı düşünülmektedir.

Araştırmanın veri seti 2009-2022 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. Bu zaman dilimi, pandeminin kukla değişken olarak modele dahil edildiği 2009 ve 2022 dönem, pandemiden önceki (2009-2019) ve pandemi dönemi (2020-2022) olmak üzere üç ayrı gruba ayrılarak analiz edilmiş bu sayede, pandemi gibi belirsizlik ortamlarının sermaye yapısı belirleyicileri üzerindeki etkisi karşılaştırmalı olarak ortaya konmuştur.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde sermaye yapısı unsurları ve sermaye yapısı teorileri ile ilgili kavramsal çerçeve ele alınmış olup

devamında uluslararası ve ulusal finans yazınında sermaye yapısı belirleyicileri üzerine gerçekleştirilmiş başlıca çalışmalar sıralanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde risk kavramı ve türlerine yer verilmiştir. Bu bölümde gelecek dönemdeki belirsizlik, risk ve belirsizlik kavramları ile ilgili kavramsal çerçeve ele alınmış olup yönetilebilen ve yönetilemeyen risk türleri ayrıştırılarak açıklanmıştır. Çalışmanın uygulama bölümü ile doğrudan ilişkili ve bir belirsizlik örneği olan Covid-19 pandemisi bu bölümde kriz ve felaketler başlığı altında ele alınmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde turizm sektörü ile ilgili turizm kavramı, turizm türleri, turizm endüstrisinin ekonomi ile ilişkisi, dünya ve Türkiye ekonomisinde turizm endüstrisinin yeri ve önemi ile ilgili öz bilgilere yer verilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise Türkiye’de BİST’e kayıtlı turizm işletmelerinin verileri kullanılmak suretiyle uygulama gerçekleştirilmiş olup elde edilen bulgular sonuç bölümünde tartışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

1.1. Sermaye Yapısı Unsurları

Sermaye yapısı, bir işletme bilançosunda yer alan borç ve öz sermaye bileşimini ifade eder. Borç, yabancı kaynak olarak öz sermaye ise öz kaynak olarak da ifade edilmektedir. İşletmenin kuruluşu, faaliyetlerini devam ettirebilmesi ve yatırımlarını finanse edebilmesi için gerekli olan sermaye, işletme bilançosunun pasif tarafında yer almaktadır. İşletme finansman ihtiyaçlarını karşılarlarken maliyeti minimum edecek bir sermaye yapısı bileşeni tercih etmeye yönelecektir. Finansman araçlarından yabancı kaynak, işletme dışından elde edilebilen bir kaynak iken, öz kaynak işletme içinden elde edilebileceği gibi işletme dışından da elde edilebilir. Sermaye yapısı, yabancı kaynak ve öz sermaye olarak ikiye ayrılmakla beraber yabancı kaynaklar; tahvil-bono, banka kredileri, leasing sözleşmeleri, satıcı kredileri ve forfaitig-factoring işlemleri şeklinde detaylanmaktadır. Öz sermaye ise hisse senetleri ve oto finansman olarak detaylanmaktadır. Hem yabancı kaynakları hem de öz sermayeyi oluşturan alt bileşenler kendi içlerinde oldukça detayları ve farklı türleri bulunmaktadır (Grinblat ve Titman, 2001: 5)

1.1.1. Öz Sermaye

Öz sermaye firmaların kuruluş aşamasında kanuni olarak, işletme sahip veya hissedarlarınca sağlanmak zorunda olunan ilk kaynaktır. İşletme, faaliyetlerine bu kaynak ile başlar. İşletmeler faaliyetlerine başlamalarının sonrasında fon ihtiyacı gereksiniminde bulunurlarsa, öz sermaye ile finansman, yabancı kaynak ile finansman ve öz sermaye ile finansman olarak ifade edilebilecek iki temel kaynak temini yöntemlerinden birisidir.

İşletmeler öz sermaye ile finansman da yasal şekil ve şartlarına uygun bir şekilde, işletmeye yeni ortak alarak kaynak ihtiyaçlarını giderebilirler. Ya da ortaklar sermaye artırım kararı alarak işletmenin finansman ihtiyacını karşılarlar. İşletmelerin öz sermaye ile finansmanda tercih edebilecekleri bir diğer yöntem ise oto finansmandır. Oto finansman işletmenin faaliyetleri sonucu elde ettiği karın hissedarlara dağıtılmayıp işletme bünyesinde tutulmasıdır. Bu yöntem de işletmenin ihtiyaç duyduğu finansmanın işletme içinden sağlanması sebebiyle içsel finans olarak adlandırılır (Akgüç, 1998: 753).

İşletmelerin ilk kuruluş aşamalarında ve ayrıca faaliyetlerini sürdürürken devamlı olarak öz sermayelerini korumalı ve güçlü tutmalıdırlar. Güçlü öz sermaye bir yandan öz sermaye ile finansmanda maliyetleri düşürürken diğer yandan da borç ile finansmanın maliyetlerini de düşürebilmektedir. Bu bağlamda genel itibari ile öz sermaye ile finansmanın avantajları aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Akgüç, 1998: 753; Aydın vd., 2010: 266; Okka, 2015: 854).

1. Öz sermaye ile finansman, işletmeye sabit bir ödeme yükümlülüğü getirmemektedir.
2. Öz sermaye ile finansmanda belirli bir vade bulunmamaktadır.
3. Öz sermaye ile finansman neticesinde öz sermaye miktarı artış gösterir. Öz sermayedeki bu artış işletmenin borç/ öz sermaye oranını düşürür ve işletmenin kredi değerliliği yükselir.
4. Enflasyonun seyrinin belirsiz olduğu dönemlerde maliyet bakımından öz sermaye ile finansman daha düşük maliyetli olabilir.
5. Öz sermaye ile finansmanın hisse senedi ihraç edilerek gerçekleştirilmesi durumunda küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarının ekonomiye kazandırılması işlevi görür. Bununa beraber işletmenin mülkiyeti geniş bir kitleye yayılmış olur. Bu durum gelir dağılımının daha dengeli olmasına katkı sunar.
6. Yabancı kaynakların geri ödenme zorunluluğuna sahip olması, işletmenin bu ödemeleri yapamaması durumunda işletmeyi iflasa sürükleyebilir. Ancak öz sermaye ile finansmanda belirli bir ödeme yapma yükümlülüğü bulunmamaktadır.

Buna karşılık öz sermaye ile finansmanın sakıncaları aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Okka, 2015: 854; Akgüç, 1998: 754; Aydın, vd., 2010: 266):

1. Öz sermaye ile finansmanın yeni pay senedi çıkarılarak sağlanması durumunda, işletmeye yeni ortakların gelmesi, kontrol yetkisinin ve yönetimin paylaşılması sonucunu doğurmaktadır.
2. Elde edilen kar ortaklar arasında paylaşılır. Öz sermaye ile finansmanında, finansman yeni pay senedi çıkarılması ya da yeni ortak alınması şeklinde gerçekleşirse, ortak sayısının artması mevcut ortakların daha az kar payı almalarına sebep olur.
3. Öz sermaye ile finansmanın yeni pay senedi çıkarılarak gerçekleştirilmesi durumunda, genellikle katlanılan giderler (çıkartım maliyeti, aracılık giderleri vb.) borç ile finansman da katlanılan giderlerden daha fazladır.
4. Öz sermaye ile finansmanın yeni pay senedi çıkarılarak gerçekleştirilmesi durumunda, ihraççı ve yatırımcının bulunduğu Pazar borç ile finansman araçlarının ihraç edildiği pazara kıyasla daha dar olabilir. Bir başka ifade ile muhtemel yatırımcıların tahvil ve benzeri menkul kıymetleri tercih etmeleri pay senedi piyasasının daralmasına sebep olabilir.
5. Öz sermaye ile finansmanda maliyet yabancı kaynak ile finansmana kıyasla daha yüksektir.

1.1.1.1. Hisse Senetleri

Hisse senedi, işletme sermayesinin bir payını temsil eden bir menkul kıymettir. Sermayesi paylara bölünmüş şirketler ve anonim şirketler hisse senedi ihraç edebilir. Hisse senedi, yatırımcı ve ihraç eden işletme arasında ortaklık ilişkisi kurulmasını sağlamaktadır. Hisse senetlerinin yatırımcısına sağladığı haklar aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

1. Kâr payı almak
2. Yönetimine katılmak
3. Oy kullanmak
4. Rüçhan (yeni pay alma) hakkı
5. Tasfiye durumunda pay alma hakkı
6. Bilgi edinme hakkı

Kardan pay almak hisse senedinin en önemli maddi özelliklerinden birisidir. İşletme dönem sonu karından vergi ödemelerini yaptıktan ve yasal karşılıkları ayırdıktan sonra, genel kurulca aksi bir karar alınmadığı sürece, pay sahiplerine kar payı ödemesi yapar. İşletme tarafından dağıtılmasına karar verilen safi kara pay sahiplerinin hisseleri oranında katılma hakkı Türk Ticaret Kanununca (Md.455/1) garanti altına alınmıştır (RG.14.02.2011/27846).

İşletme yönetimine katılma hakkı, işletmenin genel kurula katılma, denetim ve yönetim kuruluna üye olarak seçilebilme ve üyelerin seçimine katılma hakkını ifade etmektedir. Genel kurul kararının alınması, yönetim ve denetim kurulu üyelerinin seçiminde çoğunluk ilkesi geçerlidir. Genel kurulda yönetim ve denetim kurulu üyeleri çoğunluğun istediği kişilerden seçilir. Genel kurula katılıp yönetim ve denetim kurulu seçimlerinde irade beyan edilebilmesi ancak işletmenin bir hissedarı olarak mümkündür. Pay sahiplerinin kendilerini gerçek anlamda bir ortak olarak hissedebilmesi için işletme yönetimini denetleyebilmesi, yönetimi belirleyebilmesi ve hatta yönetime katılması ile mümkündür (Çeker, 2004: 37).

Oy kullanma hakkı, Türk Ticaret Kanunu'na göre hisse senedi sahibin kazanılmış bir hakkıdır. TTK md. 434'e göre her pay sahibinin bir oy hakkı bulunmaktadır. Bir hissedarın birden fazla hisse senedinin bulunması durumunda tanınacak oy hakkı sayısı esas sözleşme ile sınırlandırılabilir. TTK md.479'a göre oyda imtiyaz sağlanması suretiyle bir hissenin oy hakkı arttırılabilir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) md. 14/A'ya göre esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydı ile kar payı imtiyazı sağlanarak, oydan yoksun hisse senetleri ihraç edilebilir (RG.14.02.2011/27846; RG.30.12.2012/28513)

Rüçhan hakkı TTK md. 461 de düzenlenmiştir. Buna göre rüçhan hakkı her pay sahibinin, işletmenin yeni çıkaracağı payları önceden alabilme hakkıdır. Bu hak hissedarın işletmedeki mevcut payı nispetindedir. Rüçhan hakkı mevcut ortakların haklarının korunması amacını taşımaktadır. Eğer rüçhan gibi bir hak mevcut ortaklara tanınmamış olsaydı, sermaye arttırımı sonrasında mevcut ortakların işletmedeki hisseleri azalabilecek ve mevcut ortaklar nezdinde bir zarar ve hak kaybı söz konusu olabilecekti (Karan, 2001: 309; RG.14.02.2011/27846).

Tasfiye durumunda bakiyeden pay alma hakkı TTK md 447 ile güvence altına alınmıştır. Bu hak işletmenin tasfiye edilmesi halinde doğan bir haktır. Tasfiye bir işletmenin ticari faaliyetinin sona erdirilmesi işlemidir. Böylesi bir durumda işletme borç ve yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra kalan bakiye hissedarlarca işletmedeki payları nispetinde paylaşılmaktadır.

Bilgi edinme hakkı, hissedarların işletme ile ilgili bilgi ve belgelere ulaşabilme hakkını ifade etmektedir. Anonim şirketlerde hissedarların tamamı aynı zamanda işletmeyi yöneten kişiler olamamaktadır. Genel kurulda hissedarlar yönetim ve denetim kurulu üyelerinin seçimi ile işletmenin yönetilme sorumluluğunu devrederler. Böylesi bir durumda işletme yöneticileri ile hissedarlar arasında bilgiye ulaşabilme ve bilginin özümsebilmesi bakımından bir ayrışma durumu doğar. Bu ayrışma hissedarların ortağı konumunda oldukları işletmeye yabancılaşması sonucunu doğurabilir. Böylesi bir durumun oluşmaması hissedarların işletmenin yönetimi ile ilgili bilgi ve belgelere ulaşabilme hakkı ile engellenebilmektedir. Bilginin dağılımındaki bu eksiklik, hissedarların bilgi edinme haklarının TTK ile güvence altına alınması ile korunmaktadır (Atalay, 2015: 53).

Öz kaynak ihtiyaçlarını hisse senedi ihraç ederek karşılamak isteyen anonim işletmeler, ihraç ettikleri hisse senetlerinin tamamını halka sunmayabilirler. Halka sunulmayan hisse senetleri, işletme kasasında muhafaza edilmektedir. Bu sebeple halka sunulmayan bu hisse senetlerine kasa hisse senetleri adı verilir. İhraç edilen hisse senetlerinden yatırım yapılan hisse senetlerine ise çıkarılmış ya da dolaşımdaki hisse senetleri adı verilir (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 180).

Hisse senetleri farklı özelliklerine göre türlere ayrılmaktadır. Aynı zamanda hisse senetlerinin sahibine sağladıkları haklardan bazılarını sunan bazılarını ise sunmayan ve hisse senedi türevi olarak adlandırılan menkul kıymetler türetilmiştir. Hisse senedi türleri ve türevleri aşağıdaki gibidir (Karan, 2001: 305).

Hisse senedi türleri:

1. Nama ve hamiline
2. İmtiyazlı ve adi
3. Kurucu ve intifa

4. Bedelli ve bedelsiz
5. Primli ve primsiz

Hisse senedi türevleri:

1. Kar ve zarar ortaklığı belgesi
2. Katılma intifa senetleri
3. Oydan yosun hisse senetleri

Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri: Hamiline yazılı hisse senetleri, hisse senetlerinin sağladığı hakların, elinde bulundurana ait olan hisse senedi türüdür. Hamiline yazılı hisse senetlerinde ortaklık ilişkisinin kurulması için şirket defterine yazım gerekmez. Hamiline yazılı hisse senetlerinde ortaklık haklarından faydalanabilmenin temel şartı, hisse senedinin ortaklığa ibraz edilmesidir.

Nama yazılı hisse senetleri ise ortaklığa ilişkin hakların, şirket defterinde kayıtlı ve adı hisse senedinin üzerinde yazılı kişiye ait olan hisse senedi türüdür. Nama yazılı hisse senetlerinin devredilebilme şekli temlikle ya da ciro ve teslim yolu ile gerçekleşir. Nama yazılı hisse senedinin borsada satışı sonrasında, bu hisse senedini satın alan kişilerin adlarının şirket defterine yazılması gerekmektedir. Bu tür hisse senetlerinde hissedarın ortaklık haklarından faydalanabilmesi ancak şirket defterine kayıt sonrasında kazanılmaktadır.

Nama yazılı hisse senetleri; işletme ortak sayısının tespit edilmesi, ortakların tanınması ve takip edilmesi, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesi ve mal varlığının korunması gibi yararları bulunmaktadır. Buna karşılık nama yazılı hisse senetlerinin en önemli sakıncaları, devir işleminde yaşanan güçlükler, halka açılmanın engellenmesi ve ortakların bilgi gizliliğinin sağlanamamasıdır.

Hamiline yazılı hisse senetleri: devir işlemlerinin kolay olması, ortakların bilgi gizliliğinin sağlanabilmesi, halka açılabilmeye olanak sağlaması gibi yararları bulunmaktadır. Buna karşılık hamiline yazılı hisse senetlerinin sakıncaları, hisse senedinin kayıp olması ya da çalınması halinde hak sahibinin katlanması gereken zorluklar, senetlerin rehin edilmesi, genel kurul toplantılarının ilgisiz kalması olarak belirtilebilir (Aydın vd., 2010: 261, Akbulak, 2016: 507).

Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri: Adi hisse senetleri işletmelerde sermayenin büyük bir yüzdesini oluşturan hisse senedi türüdür. Adi hisse senedi sahibine temel hisse senedi sahipliğinin sağladığı tüm hakları sağlamaktadır. Adi hisse senedi sahipleri toplu olarak işletmenin sahibi olarak görülürler ve sahipliğin getirdiği nihai riski üstlenirler. Bununla birlikte adi hisse senedi sahiplerinin sorumlulukları, yatırımlarının miktarı ile sınırlıdır. İşlemenin nasıl yönetileceği ve ne gibi yatırım ve dağıtım kararlarının alınacağı konusunda nihai kontrol sahibidir. İşletmenin yükümlü olduğu diğer tüm sözleşmelerden doğan hak ve ödevlerini yerine getirmesinden sonra kalan firma karını paylaşma hakkına sahiptir. Yani işletmenin borçları ve imtiyazlı hisse senedi sahiplerine ise kar payları ödendikten sonra kalan kardan pay alabilirler. Bu durum işletmenin yüksek temettü ödemesi gerçekleştirmediği dönemlerde genellikle kar payı alamamaları ile sonuçlanır. Buna karşılık ikincil piyasada oldukça yüksek işlem hacmine sahiptirler. Bunun avantajı olarak adi hisse senedi sahipleri, işletmenin pazar değerinin yükseldiği dönemlerde sermaye kazancı elde ederler (Van Horne ve Wachowicz, 2008: 538; Grinblat ve Titman, 2001: 69)

İmtiyazlı hisse senedi, yatırımcısına birtakım ayrıcalıklar sunan hisse senedi türüdür. Yatırımcısına kardan öncelikli pay alma, tasfiye bakiyesine öncelikli katılma, yönetim konuları ile ilgili bir takım ayrıcalıklı haklar alma gibi avantajlar sunmaktadır. Bu ayrıcalıkların içinde kardan öncelikli pay alma hakkı, yatırımcının sabit bir getiri elde edebilmesi sonucunu doğurmaktadır. Bu bağlamda imtiyazlı hisse senetleri, sabit bir getiri sağlaması bakımından tahvillere, ortaklığın sağladığı hakların tamamını elde etmeleri bakımından ise adi hisse senetlerine benzerler (Korkmaz ve Ceylan 2012: 194).

İmtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetleri gibi sermayenin bir parçasını temsil ederken, bir tahvil gibi belirli faiz ödemelerine benzer temettü ödemelerini taahhüt eder. Taahhüt edilen temettülerin vergi sonrasında ödenmesi sebebiyle ihraç eden işletmeye maliyeti tahvillerden daha yüksektir. Çünkü tahvil faiz ödemeleri vergiden düşülmektedir. Bu da işletmeye mutlak bir avantaj sağlamaktadır (Moyer vd., 2012: 220).

İmtiyazlı hisse senedi, öncelikli temettü ödemesi özelliği sebebiyle borç sözleşmeleri gibidir. Bazı durumlarda tahvile benzer bir vadeye sahiptir. Genel kurulca temettü dağıtım kararının alınmaması ve tasfiye gibi bir durumun söz konusu olmadığı

durumlarda adi hisse senedinden bir farkı yoktur. Ancak genel kurulun temettü ödenmesi kararını almadığı dönemleri takip eden ilk kar dağıtım kararının alındığında geçmiş dönem ödenmeyen karlar kümülatif olarak sahibine ödenir (Grinblat ve Titman, 2001: 70).

İmtiyazlı hisse senetlerinin, ihraççı tarafından yatırımcısına sunulabilecek imtiyazlar genel; kar ve varlıklardan öncelikli yararlanabilme hakkı, kümülatif temettü alabilme hakkı, adi hisse senedine dönüştürebilme hakkı, ödeme fonu oluşturulmasını talep etme hakkı, ödeme fonu oluşturulmuşsa vade talep etme hakkı, uzun süre kar payı ödenmemesi durumunda yönetim kurulu üyelerinden bir kaçını seçme hakkı ve kara iki kez katılma hakkı olarak sıralanabilir (Başoğlu vd., 2009: 265).

İmtiyazlı hisse senetlerinin yatırımcıya sunulan imtiyazın türüne göre; kar payı birikmeli-birikmesiz, oy hakkı olan-olmayan, adi hisse senedi ile değiştirilebilir-değiştirilemez, geri ödeme tarihi olan-olmayan, kara katılmalı-katılmasız gibi farklı türleri bulunmaktadır. İhraççı işletme bu farklı türdeki imtiyazlı hisse senetlerinden kendi işletme politikasına uygun olanı tercih edecektir. Örneğin yönetim gücünü paylaşmak istemeyen ancak fon ihtiyacını da hisse senedi ihraç ederek karşılamak isteyen bir işletme oy hakkı olmayan imtiyazlı hisse senetleri ihraç edebilir. Ya da sabit ödeme yükümlülüğü altına girmek istemeyen ihraççı kar payı birikmesiz imtiyazlı hisse senedi ihraç edebilir (Korkmaz ve Ceylan, 2012: 195).

Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri: Kurucu hisse senetleri işletmenin kuruluş aşamasında harcanan hizmet karşılığı olmak üzere ana sözleşmede yer alan hükümler gereğince, şirket karının bir kısmına katılma hakkı veren ve üzerinde kurucuların adı yazılı olan bir hisse senedi türüdür. Kurucu hisse senetleri belirli bir sermaye payını temsil etmemektedir. Aynı zamanda şirket yönetimine katılma hakkı da sağlamaz.

İntifa hisse senetleri, işletmenin kuruluşu sonrasında birtakım hizmetleri karşılığınca bazı kimselere verilen bir hisse senedir. Bir şirketin intifa hisse senedi çıkarabilmesi için şirket genel kurulunda karar alınması gerekir. İntifa hisse senetleri belirli bir sermaye payını temsil etmezler. TTK 402. md gereğince işletmenin kuruluşu sonrasında hizmeti bulunanlara alacakları intifa senedi olarak ödenmesi her zaman mümkündür (Aydın vd., 2010: 262; RG.14.02.2011/27846; Karan, 2001: 306).

Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri: Bedelli hisse senetleri, ihraç eden işletmenin kasasına bu satışın karşılığı olarak bir meblağın yani bedelinin girmesini sağlayan hisse senetleridir. Taahhüt veya ödeme yolu ile çıkarılırlar. Bu grup hisse senetlerine sahip olmak isteyen bir bedel karşılığında sahip olabilmektedir. Bedelli hisse senetleri kuruluş aşamasında ve sermaye artırımı aşamasında çıkarılırlar.

Bedelsiz hisse senetleri, ihraç eden işletmenin kasasına bu satışın karşılığı olarak bir meblağın yani bedelinin girmediği hisse senedi türüdür. Bu tür hisse senetleri genellikle, yedek akçe, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, gayrimenkul satışları ya da iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi ile ortaya çıkan değer hissedarlara pay edilmesi aşamasında çıkarılıp ihraç edilmektedir. Hissedar bir bedel ödmeden bu hisse senedine sahip olur. Bedelsiz hisse senetleri, hisse senedi sulandırılarak ya da hisse senedi bölünerek gerçekleştirilir. Hisse senedinin sulandırılması, işletmenin kazanç gücünün arttırılmadan hisse senedi sayısının çoğaltılması anlamına gelmektedir (Başoğlu vd., 2009: 256; Korkmaz ve Ceylan, 2012: 194, Topçu ve Demirkol, 2015: 139).

Primli ve Primsiz Hisse Senetleri: Hisse senetleri nominal değerleri ile ihraç edilirler. Nominal değer üzerinde yazılı olan değerdir. Nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihraç edilemez. Buna ek olarak TTK hisse senetlerinin nominal değerlerinin altında ihraç edilemeyeceğini hükmetmiştir. Bu bağlamda üzerinde yazılı olan değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz hisse senetleri adı verilir. Nominal değer üzerinde bir değer ile ihraç edilen hisse senetlerine ise primli hisse senetleri adı verilir.

Primli hisse senedi ihraç edebilmek için şirketin esas sözleşmesinde hüküm bulunmalıdır. Ya da şirketin genel kurulu bu yönde bir karar almalıdır. Hisse senedinin primli ihraç edilmesi durumunda, ihraç fiyatı ve nominal değer arasında bir fark oluşur. Bu farka emisyon primi adı verilir (RG.14.02.2011/27846; Aydın vd., 2010: 263).

Kar ve zarar ortaklığı belgesi: Kar ve zarar ortaklığı belgesi, hisse senedi olmayıp, bir hisse senedi türevi menkul kıymettir. Kar ve zarar ortaklığı belgesi, hisse senedinin sağladığı temel haklardan sadece kar ve zarara katılma hakkı veren bir menkul kıymettir. Diğer hissedarların sahip olduğu ortaklık haklarını barındırmaz. Kar ve zarar ortaklığı belgesi, ülkemizde faiz kazancına pek rağbet etmek istemeyen yatırımcıların ilgisini çekmek amacıyla ihraç edilmektedir.

Kar ve zarar ortaklığı belgelerinde hisse senetlerinin aksine bir vade söz konusudur. Bu vade en kısa bir ay en fazla yedi yıl olabilir. Bu tür menkul kıymetler yatırımcılarına oy hakkı vermezler ve vade bitiminde anapara ve kar payı belge sahiplerine ödenir. Kar ve zarar ortaklığı belgeleri halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satılabilir. Halka arz edilerek satılacak kar ve zarar ortaklığı belgeleri hamiline yazılı olarak ihraç edilmelidir. Halka arz edilmeden satılacak kar ve zarar ortaklığı belgeleri ise nama yazılı olarak ihraç edilmelidirler. İhraç eden işletme vade sonunda anaparaya karşılık gelmek üzere hisse senedi ile değiştirilebilir kar ve zarar ortaklığı belgeleri ihraç edebilirler. Bu değişim ancak vade sonunda gerçekleşebilir. Kar ve zarar ortaklığı belgeleri ile sağlanan fonların süreli olması ile kar ve zarara katılma oranının saptanmasındaki sakıncalar bu menkul kıymetlerin sakıncalarıdır. (Karabıyık ve Anbar, 2010: 28).

Katılma İntifa Senetleri: Katılma intifa senetleri hisse senedi olmayıp, bir hisse senedi türevidir. Kardan pay alma hakkı tanıyan ancak oy hakkı sağlamayan bir menkul kıymettir. Kardan pay almanın yanı sıra katılma intifa senetleri, tasfiye bakiyesine katılma ve yeni pay alma haklarına da sahiptir. Katılma intifa hisse senetleri, karlı işletmelerin karlarından pay almak ancak uzun süre ortak olmak istemeyen yatırımcılar için uygun bir yatırım aracıdır. Aynı şekilde yönetim gücünü paylaşmak istemeyen ve ayrıca şirketin bir takım gizli bilgilerinin sızmasını istemeyen işletmeler için uygun bir finansman aracı olabilir. Nominal değer ile ihraç edilen katılma intifa senetleri nama ve hamiline yazılı olarak ihraç edilebilirler (Canbaş ve Doğukanlı, 2012: 64).

Oydan Yoksun Hisse Senetleri: Oydan yoksun hisse senetleri her ne kadar adında hisse senedi ibaresi geçse bile melez bir menkul kıymettir ve bir hisse senedi türevidir. Oydan yoksun hisse senetleri, bir hisse senedi sahipliğinin sağladığı oy kullanma hakkı dışındaki tüm hakları yatırımcısına sağlamaktadır. Oydan yoksun hisse senetleri ihraç eden işletmelerin öz sermaye yapılarını güçlendirir ve bu sayede işlemenin borçlanma kapasiteleri artar. Bu menkul kıymetlerin yatırımcılarına ödenecek temettü tasfiye değerinin belirli bir yüzdesi olarak ifade edilir. Bu sayede ödenecek temettü belirli bir seviyede sabitlenmektedir. Temettü ödemelerinin sabitlenmiş olması işletmenin finansman maliyetini sabit tutarken mevcut hissedarların kazanç potansiyelleri korunur. Oy hakkını bulunmaması ile işletmenin kontrol gücü paylaşılmamış olur. Bunlara karşılık oydan yoksun hisse senetlerinin en önemli

sakıncası temettü ödemelerinin vergi matrahından düşülememesidir. Bu durum oydan yoksun hisse senetlerini borç ile finansmandan daha maliyetli kılmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2012: 64; Karabıyık ve Anbar, 2010: 31).

1.1.1.2. Oto Finansman

Oto finansman, şirketlerin faaliyetleri sonucu elde ettikleri kazanımların ortaklara dağıtılmayıp şirket bünyesinde tutulması neticesinde işletmenin kullanabileceği bir kaynaktır. İşletmenin kendi kendisini finanse etmesi olarak da ifade edilebilir. Oto finansman içsel finansman olarak da ifade edilebilmektedir. Oto finansman, işletmenin faaliyetleri sonucu oluşan bir kaynak türü olması sebebiyle katma değeri oldukça yüksek bir finansman türüdür. Böylesi bir finansman yöntemi diğer yöntemlere göre oldukça düşük maliyetlidir. Aynı zamanda ana para geri ödeme, bir faiz ödeme yükümlülüğü içermemesi, yönetimin paylaşılması zorunluluğunun bulunmaması, birtakım stratejik bilgi ve belgelerin paylaşılması zorunluluğunun olmaması, oto finansmanın önemli avantajlarıdır. Bu avantajlar oto finansmanın devamlı kullanılması durumunda hissedarların hiç kâr payı alamaması sonucunu doğuracak ve ortakların memnuniyetsizliğine sebep olacaktır. Mutlu olmayan hissedar hisse satışına yönelebilecektir. Böylesi bir durum işletmenin piyasa değerini olumsuz etkiler (Vernimmen vd., 2005: 676).

İşletmenin kendi kendisine finansman oluşturması olarak ifade edilen oto finansmanın kapsamına yedek akçeler, amortismanlar ve karşılıklar girmektedir.

Yedek akçeler: işletmenin ilerleyen dönemlerde karşılaşılabileceği birtakım olumsuzluklar sonucunda maruz kalacağı ilave masraf, değer kaybı ve zararların karşılanması ve buna ek olarak bir takım ekonomik sebeplerle kar dağıtımının yapılamadığı dönemlerde hissedarlara kar payı ödemesi yaparak istikrarın sağlanması amacıyla işletmenin karından ayrılan paylardır (Tuncer ve Ulusoy, 2017: 1974). Kanuni yedek akçelerin ayrılışına ilişkin usul ve esaslar, TTK md 519 ve 523 maddelerindeki ifadeler ile hükme bağlamıştır.

Ancak yedek akçeler sadece kardan pay ayrılarak oluşturulmaz. Aşağıdaki durumlarda da oluşan fark yedek akçe olarak nitelendirilir (Sevilengül, 2011: 591).

- Maddi duran varlıkların yeniden değerlendirme artışları sonucunda oluşan fark

-Hisse senetlerinin nominal değerinin üzerinde ihraç edilmesi sonucunda oluşan fark.

-Sermaye taahhüdünü yerine getirmeyen ortağın hisse senedinin iptal edilerek, daha yüksek bir bedele başka bir ortağa satılması neticesinde oluşan fark.

Karşılıklar: Türk Ticaret Kanunu (TTK), 75. madde de “gerçekleşmesi şüpheli yükümlölük ve askıdaki işlemlerden doğabilecek muhtemel kayıplar için Türkiye Muhasebe Standartlarında (TMS) öngörölün kurallara göre karşılık ayrılır” ifadesi yer almaktadır (TTK). TMS 37. maddede ise karşılık “gerçekleşme zamanı veya tutarı belli olmayan yükümlölükler” olarak tanımlanmaktadır (TMS 37). Daha farklı bir ifade ile işletmeler gelecek dönemler için maruz kalabileceği bir nakit ihtiyacına ilişkin ihtiyatlı davranarak bugünden kaymak ayırma yolunu tercih etmelidirler. Buna göre karşılıklar cari dönem için değil gelecek dönem için oluşturulan bir kaynaktır (Tuncer ve Ulusoy, 2017: 1976).

Amortismanlar: İşletmeler sahip oldukları varlıkları kullandıkça, varlıklarda bir değer kaybı oluşur. Ancak bilançodaki değer, varlığın ilk sahip olunduğundaki alım bedelidir. Oluşan bu ikilem, işletmenin bir muhasebe döneminden (bir yıl) uzun süre kullanımını öngördüğü ve bir takım aşınma ve yıpranmaya bağlı olarak değer kaybına maruz kalan varlıkların değerleri, amortisman ayrılarak yıllara yayılır. Amortisman gerçekte gider olmayan ancak varlıktaki değer kaybını temsil etmesi bakımından muhasebe kayıtlarında gider yazılan bir kavramdır. Söz konusu kaydi gider karı azaltmakta ve dolayısıyla ödenmesi gereken vergiyi azaltmaktadır (Akgüç, 1998: 433)

1.1.2. Yabancı Kaynaklar

Yabancı kaynaklar, hisse senedi ve oto finansman kaynaklarının işletmenin finansman ihtiyaçlarını karşılamaması durumunda, tercih edilebilen bir finansman kaynağıdır. İşletme, önceden belirlenmiş birtakım yükümlölükleri kabul ederek, finansal ihtiyacını karşılamak amacıyla yabancı kaynak kullanır. Vadesi geldiğinde ise faizi ve anaparayı finansöre teslim eder. Yabancı kaynaklar, işletmeye dışarıdan fon sağlaması sebebiyle dışsal bir kaynak türüdür.

Sabit getirili yatırımlar olarak da adlandırılan borç sözleşmeleri, sözleşmeleri elinde bulunduran yatırımcılara gelecekte paralarını ödemesini garanti eden sözleşmelerdir. Borç sözleşmeleri, üçüncü kişilere devredilebileceği ya da

devredilemeyeceği belirtilerek hazırlanabilir. Genel borç ödemeleri, periyodik ödemeler şeklinde hazırlanmaktadır ancak taraflar, özel şartlarla bunun detaylarını belirleyebilirler. Böylelikle, bir borç sözleşmesi faiz ödemelerinin büyüklüğü, zamanlaması ve anapara geri ödemesi için bir program niteliğindedir. Bir borç sözleşmesinde aşağıdaki hususlar açıkça belirtilir (Grinblat ve Titman, 2001: 30);

-Borçlunun yerine getirmesi gereken finansal şartlar, kısıtlamalar ve ödeme tablosu.

-Borçlunun temerrüde düşmesi, yani sözleşmenin, özellikle de ödeme vaadinin herhangi bir şartını ihlal etmesi durumunda, borçlanma aracı sahibinin hakları.

Yabancı kaynaklar vadeleri bakımından kısa, orta ve uzun vadeli olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. Vadesi 1 yıldan kısa sözleşmeler kısa vadeli borç sözleşmeleri, vadesi 1 ile 5 yıl arasında olan sözleşmelere orta vadeli sözleşmeler adı verilmektedir. Kısa ve orta vadeli sözleşmeler genellikle işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılmaktadır. Vadesi 5 yıldan daha uzun olan sözleşmeler ise uzun vadeli sözleşmeler olarak adlandırılmaktadır. İşletmeler uzun vadeli borçları genellikle duran varlıkların finansmanında kullanmayı tercih ederler.

İşletmenin finansman ihtiyacını karşılayabileceği yabancı kaynak türleri genel olarak; banka kredileri, satıcı kredileri, tahvil- bono, leasing ve faktöring-forfaiting şeklindedir.

Banka Kredileri: Bankalar fon arz edenler ile fon talep edenleri buluşturan, finansal sistemin en önemli unsurlarındandır. Kredi ise önceden anlaşılan vade sonunda geri alınmak üzere belirli bir faiz karşılığında, bir satın alma gücünün devredilmesi işlemidir. İşletmeler ticari hayatlarında banka kredilerinden sıklıkla yararlanırlar Kredilendirmede sürecinde, faiz oranı, kredinin miktarı ve onay süreci aşamaları kritik kararlar gerektirir. Banka bu kararları, müşteri ile aralarında oluşan güven duygusuna, kredinin geri ödenme zamanına ve bankanın üstlendiği riske göre yapılacak bir analizler neticesinde alır. Bu analiz sürecinde banka kredi başvurusunda bulunanların borç ödeme gücü, borç ödeme karakteri, borca ilişkin sunulabilecek teminatlar ve işletmenin sermayesi gibi sıralanabilecek birçok değişkeni titizlikle ele alır.

Banka kredileri kısa, orta ve uzun vadede olabilir. Bankaların işletmelere sunabileceği kredi hizmetleri oldukça çeşitlenebilmektedir. Bunlar nakit çıkışı

gerektiren ve gerektirmeyen olarak gruplanabilir. Nakit çıkışı gerektirmeyenlerin başlıcaları; bir ödemeye garanti verilmesi, kefalet, teminat ve garanti mektupları, akreditifler olarak sıralanabilir. Nakit çıkışı gerektiren krediler ise spot kredi, borçlu cari hesap, döviz kredileri, iskonto kredisi, işletme kredisi, Eximbank kredisi, altın kredisi gibi sıralanabilir (Aydın vd., 2010: 217; Grinblat ve Titman, 2001: 70).

Tahvil-Bono: Menkul kıymet, sahibine gelecekteki nakit akışlarından hak iddia edebilme hakkı veren bir belgedir. Bir varlığa ait bir mülkiyet (hisse senedi payı gibi) veya ödünç alınan fonların geri ödenmesi ile ilgili bir hak talebi olabilir. Tahvil ve bonolar da birer menkul kıymet türüdür.

Tahviller ihraççısına uzun vadeli finansman sağlayabilme imkânı sunmaktadır. Devlet ve özel sektör tahvili olmak üzere iki guruba ayrılmaktadır. İhraç eden kamu kurumu ise devlet tahvili, ihraç eden özel sektör ise özel sektör tahvili olarak isimlendirilirler. Tahvillerin vadeleri bir yıldan fazla olmalıdır. Garantili, garantisiz, kara iştirakli, endeksli, sabit faizli, primli, ikramiyeli, iskotolu gibi farklı birçok türü vardır.

Tahvil sahibi işletmenin alacaklılarından. Bu süre zarfında tahvil sahibi, işletmenin yönetimine ve işletmenin almış olduğu kararlara karışamaz. Buna karşılık işletmenin dönem sonu karından tahvil sahiplerinin faiz ödemeleri öncelikli olarak yapılır. Tahvile ilişkin faiz ödemelerinin vergiden muaf olmak gibi mutlak bir avantajı bulunmaktadır. İşletmenin finansal sıkıntı yaşaması ve borcun ödenmemesi durumunda tahvil sahibi yargı yoluna başvurarak alacağını tahsil yoluna gidebilir.

Tahviller ülke ekonomisinden en çok etkilenen menkul kıymetlerdendir. Tahvil ihracı sonrasında genel faiz düzeyinde meydana gelebilecek bir değişme tahvilin değerini etkiler. Tahvil ihracı sonrası faizlerin artması yatırımcıyı olumsuz etkilerken ihraççıyı olumlu etkilemektedir. Tahvil ihracı sonrasında faizlerin düşmesi ise yatırımcıyı olumlu etkilerken ihraççı işletmeyi olumsuz etkilemektedir.

Tahviller gibi bonolarda işletmelerin yabancı kaynak temin yöntemlerindendir. Ancak bonolarda vade 1 yıldan azdır. İhraç eden kurum bakımından hazine bonoları ve finansman bonoları olmak üzere gruplanır. Kamunun ihraç ettiği bonolara hazine bonoları, özel sektör işletmelerinin ihraç ettiği bonolara finansman bonoları adı verilir.

Kısa vadeli finansman ihtiyacının karşılanması gerekçesiyle ihraç edilen bonolar iskontolu olarak ihraç edilir (Fabozzi ve Peterson, 2003: 883; Akgüç, 1998: 645)

Satıcı Kredileri: işletmelerin piyasada en çok tercih ettikleri ve kullandıkları kredi türüdür. Genellikle stokların finansmanında kullanılmaktadır. Satıcı kredileri stok ürünlerini tedarik eden firmanın kendi imkanları ölçüsünde tanıdığı ve bir vade sonunda ürünlere ilişkin borcun tahsilatını içeren sözleşme sürecini kapsamaktadır. Sözleşme çek ya da senet olabilir.

Satıcı kredileri farklı müşterilere farklı imkanlar ile sunulabilmektedir. Ek olarak kredilerin şartları içinde bulunan ekonomik şartlara göre de değişkenlik gösterebilmektedir. Genel olarak satıcı kredilerinin koşulları aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Malın ekonomik niteliği
- Satıcının ekonomik gücü
- Alıcının ekonomik gücü
- Piyasadaki rekabet koşulları
- Arz talep dengesi ve sektörün yerleşmiş gelenek ve görenekleri
- Erken ödeme iskontosu

Malın ekonomik niteliği, ürünün piyasada ne kadar geçerli, tüketiciler tarafından ne kadar talep görmesi ile ilgilidir. Oldukça hızlı satılabilen yani stok devir hızı yüksek olan ürünlerde satıcı kredilerinin süreleri kısadır. Stok devir hızı düşük olan ürünlerde yani nakde çevrilmesi zaman alan ürünlerde satıcı kredilerinin süreleri uzamaktadır.

Satıcının ekonomik gücü yüksek ise işletme kendi mali gücünü kullanarak bir kredilendirme yapabilir. Kısmen güçsüz satıcı kısa vade de ürününü satmak ister çünkü satışın geri dönmesi yeni ürün üretebilmenin şartlarındandır.

Alıcının ekonomik gücü daha uygun koşullarda satıcı kredilerinden faydalanabilmenin şartlarındandır. Ekonomik durumu daha güçlü olan, borçlarını zamanında ödeyen, satışları kısmen daha istikrarlı ve gelecek vadeden işletmeler kısmen daha uygun koşullarda satıcı kredilerinden faydalanmaktadır.

Piyasadaki rekabet satıcı kredilerinin şartlarını belirler. Tam rekabet koşullarının geçerli olduğu piyasalarda satıcı kredilerinin şartları kısmen daha uygundur. Ancak tekeli bir piyasada bu pek mümkün değildir. Çünkü piyasayı elinde bulunduran işletmeler satıcı kredilerinin koşullarını kendi lehlerine olacak şekilde düzenlemektedirler.

Arz talep dengesi ve sektörün yerleşmiş gelenek ve görenekleri, satıcı kredilerinin bir diğer önemli belirleyicisidir. Arzı düşük ancak talebi yüksek ürünlerde satıcı kredilerinin süresi düşüktür. Hatta peşin bile olabilir. Ancak arı yüksek talebi düşük ürünlerde satıcı kredileri oldukça esnektir.

Erken ödeme ıskontosu, borçlunun vadeden önce ödeme yapması durumunda faydalanabileceği iskonto oranını ifade etmektedir. Böylesi bir imkândan faydalanmak borçluya maliyetlerini düşürme imkânı sunmaktadır.

İşletmeler, formalite azlığı, vadelerde esneklik, kredi kullanımının kolay olması gibi sıralanabilecek avantajlar sebebi ile satıcı kredilerini sıklıkla kullanmaktadırlar (Aydın vd., 2010: 214; Grinblat ve Titman, 2001: 35, Akgüç, 1998: 528).

Leasing: Leasing dar anlamda bir kiralama sözleşmesidir. Leasing’de varlığın mülkiyeti kiralayanda kalmak kaydı ile önceden belirlenen kiralama bedeli karşılığında kullanım hakkının kiralayana devredilir. Daha kapsamlı olarak leasing; Belirli bir süre için kiralayan ve kiracı arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın, mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan sözleşme olarak tanımlanabilir (Ceylan, 2003: 90)

Kiralayan ve kiracı arasındaki sözleşmede aşağıdaki hususlar açıkça belirtilir (Grinblat ve Titman, 2001: 34);

- Varlığın kullanım süresi
- bakım onarım ile ilgili sorumlu taraf
- Vade sonunda kiracının varlığı satın alma hakkının var olup olmadığı, var ise fiyatı.

Leasing, kontrat süresi boyunca, ekipmanın sahibi tarafından, başka bir kuruluşa, bir dizi ödemeyi yapması karşılığında, kullanım hakkı veren bir sözleşmedir. Ekipmanın sahibi kiralayan olarak adlandırılır. Ekipmanı kullanmak için izin verilen işletme, kiracı

olarak adlandırılır. Leasing, varlığa sahip olunmaksızın kullanımından doğan bir kazanım ile işletmenin değerinin artırılması sebebi ile alternatif bir finansman yöntemi olduğunu kabul edilir (Fabozzi ve Peterson, 2003: 883). Leasingin en önemli yararı sermayeden pay ayrılmaksızın ihtiyaç duyulan malın temin edilmesidir. Bu durumda kullanılmayan sermaye farklı alanlarda değerlendirilebilecektir. Ek olarak leasingde kiralayan tarafın sermaye yapısında büyük ölçüde bir değişiklik olmaması sebebi ile işletmenin kredi kullanım hakkı saklı kalmaktadır (Aydın vd., 2010: 248).

Faktöring: Faktöring, işletmelerin ticaretlerinden doğan alacaklarının faktöring şirketince satın alınması ve bu sayede finansman sağlanması işlemidir. Sözleşmelerin faktöring şirketine devredilmesi suretiyle finansman sağlanması işlemidir. Genel olarak bir faktöring sözleşmesi aşağıdaki hizmetleri içerir;

- Muhasebe kayıtları
- Alacak tahsilatı
- Karşılıksız senetlere istinaden olası kayıpların karşılanması
- İşletmeye, vadesinden önce sağlanabilecek erken ödeme
- Mevcut ve potansiyel müşteriler ile ilgili piyasa araştırması

Oldukça farklı türde faktöring çeşidi mevcuttur; ihracat faktöringi, yurt içi faktöring, ithalat faktöringi, ön ödemeli ve vadede ödemeli faktöring, rücu edilebilir ve rücu edilemez faktöring, bildirimli ve bildirimsiz faktöring, acente faktöringi, geleneksel faktöring, toptan faktöring ve fatura ıskontosu (Ceylan, 2003: 1-53, Aydın vd., 2010: 235-246).

1.2. Sermaye Yapısı Teorileri

Sermaye yapısı teorileri klasik sermaye yapısı teorileri ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki ana başlıkta gruplanmaktadır. Klasik sermaye yapısı teorileri tabancı kaynak ve öz kaynak bileşenleri arasında dağılımın nasıl olması gerektiği üzerine yoğunlaşırken, modern sermaye yapısı teorileri yabancı kaynak ve öz kaynak bileşenlerinin etkilendikleri unsurları ortaya koymayı amaçlamaktadır.

1.2.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

İşletme bilançolarında yabancı kaynak ve öz kaynak bileşenleri arasındaki dağılımın nasıl olması gerektiği üzerine yoğunlaşan bu teori çıkarımlarını birtakım varsayımlar üzerine inşa etmektedir. Bu varsayımlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Van Horne, 1971: 201).

- Verginin olmadığı varsayılmıştır
- Yabancı kaynak ve öz kaynak değişimleri ani olarak gerçekleşirken masrafların olmadığı varsayılmaktadır.
- İşletmelerin temettü ödemelerini düzenli olarak gerçekleştirdikleri varsayılmaktadır.
- İşletmelerin riskleri farklı yatırım alternatifleri karşısında değişmemektedir.

Klasik sermaye yapısı teorileri aşağıdaki gibidir:

1. Net gelir yaklaşımı
2. Net faaliyet geliri yaklaşımı
3. Geleneksel yaklaşım
4. Modigliani Miller yaklaşımı

1.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı işletme bilançolarında yabancı kaynak ve öz kaynak bileşenleri arasındaki dağılımın işletme değeri üzerinde bir etkisinin bulunduğunu öne sürmektedir. Teori işletme sermayesine ilişkin gereksinimin bilindiği ve değişmediği, yabancı kaynak maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olduğu ve bu maliyetlerin değişmediği gibi sıralanabilecek temel varsayımlar üzerine inşa edilmiştir (Durand, 1952: 217).

Durand'ın net gelir yaklaşımında sermaye yapısında borç kullanımının artması işletmenin piyasa değerini uzun vadede artırmaktadır. İşletmelerin piyasa değeri aşağıdaki eşitlik yardımı ile bulunabilmektedir (Aydın vd., 2010: 285):

$$PD = HPD + BDP \dots\dots\dots(2.1)$$

PD = Piyasa değeri

HPD = Hisse senetlerinin piyasa değeri

BDP = Borçların piyasa değeri

Ayrıca HPD aşağıdaki şekilde elde edilir:

$$HPD = \frac{\text{Net Gelir}}{\text{Öz Sermayeden Beklenen Getiri Oranı}} \dots\dots\dots(2.2)$$

2.1 nolu eşitlikte işletme piyasa değerinin, hisse senetlerinin ve borçların piyasa değerleri toplamı ile elde edilebileceğini ifade etmektedir. İşletme daha düşük maliyetli olan borçlanma ile finansman yolunu tercih ettiğinde ödeyeceği faiz miktarı artacak ve net geliri azalacaktır. Bu durum hisse senetlerinin piyasa değerinde bir miktar düşüşe sebebiyet verecektir. Ancak borçla finansman neticesinde kullanılan borç miktarının artması borçların piyasa değerini artıracaktır. Durand'ın yaklaşımına göre, borçların piyasa değerindeki artış hisse senetlerinin piyasa değerindeki düşüşten fazla olacaktır. Bu durum işletme piyasa değerinin artması ile neticelenecektir.

Durand'ın Net gelir yaklaşımı teorisinin en önemli özelliği, bir işletmenin sermaye maliyetini sürekli düşürebilmesine ve borç fonlarının kullanımıyla toplam değerlemesini artırabilmesine olanak sağlamasıdır. Buna göre Net gelir yaklaşımında optimal bir sermaye yapısına ulaşma ihtiyacı söz konusu değildir.

1.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı da David Durand tarafından geliştirilmiştir. Bu yaklaşım işletmelerin piyasa değerlerinin sermaye yapılarından etkilenmediğini savunmaktadır. Yani yabancı kaynak ve öz kaynak değişimleri işletme piyasa değerini etkilememektedir. Bu yaklaşıma göre işletme piyasa değeri yabancı kaynak öz kaynak kullanımından bağımsız bir iskonto oranı yardımı ile hesaplanmaktadır. İskonto oranı olarak kullanılacak eşitlik aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Arnold, 2012: 789):

$$\text{İskonto oranı} = \frac{\text{Gelir}}{\text{Bugünkü Değer}} \dots\dots\dots(2.3)$$

2.3 numaralı formülde yer alan değişkenlerden gelir işletmenin gelecek dönemde sağlayacağı nakit girişlerini de kapsamaktadır.

1.2.1.3. Geleneksel Yaklaşımı

Geleneksel yaklaşım net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımlarının bir karmasıdır. Bu yaklaşımda yabancı kaynak kullanımının belirli bir seviyeye kadar artırılmasının işletme piyasa değerini artıracığı belirli bir noktadan sonra ise yabancı kaynak kullanımının işletmeye faydadan çok zarar sağlayacağı savunulmaktadır. Zira belirli bir seviyeden sonra kullanılacak ek yabancı kaynaklar işletmenin iflas riskini artıracığı için borçlanma maliyeti de artacak ve avantajlı durum dezavantajlı duruma dönüşebilecektir. Buna göre geleneksel yaklaşım işletme değerinin maksimum olduğu optimal bir sermaye yapısı bileşeninin olduğunu savunmaktadır (Balachandran vd., 2001: 141; Paramasivan ve Subramanian, 2008: 51).

1.2.1.4. Modigliani Miller Yaklaşımı

1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller (MM) isimli araştırmacılar tarafından öne sürülmüş bir yaklaşımdır. MM işletme piyasa değerinin borç öz sermaye oranından bağımsız olduğunu ileri sürmektedir. Bu bakımdan net faaliyet geliri yaklaşımına benzemektedir. MM yaklaşımının varsayımları aşağıdaki gibidir (Moyer vd., 2012: 477).

1. Sermaye piyasaları tam ve kusursuz işlemektedir. Piyasalarda tam rekabet koşulları geçerlidir. Bilgi akışı sorunsuzdur. Piyasalarda işlem maliyetleri bulunmamaktadır ve yatırımcılar rasyoneldir.

2. İşletmelerin gelecek dönemde elde etmeyi bekledikleri faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları aynıdır. Ve bu gelecek dönemde elde edilmesi umulan faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarına eşittir.

3. İşletmeler eşdeğer risk kategorisi ile sınıflandırılır. Bir eşdeğer risk sınıfındaki tüm işletmeler aynı derecede iş riskine sahiptir.

4. Kurumlar vergisi olmadığı kabul edilir.

5. İflas maliyetleri bulunmamaktadır.

MM yukarıda sıralanan varsayımlardan hareketle işletme piyasa değeri aşağıdaki şekilde bulunur (Arnold, 2012:789):

$$\text{İşletme Değeri} = \frac{\text{Gelir}}{\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}} \dots\dots\dots(2.4)$$

Modigliani ve Millerin önerdiği 2.4 numaralı eşitlik, borç kullanımının sağladığı avantajın yükselen öz sermaye maliyeti ile dengeleneceğini ve bu sayede ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin devamlı sabit kalacağını savunmaktadır. Buna göre işletmenin değeri gelecek dönemde sağlayacağı nakit girişlerine bağlı olarak değişmektedir (Meggison ve Smart, 2008: 497). Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin yani toplam sermaye maliyetinin sabit kaldığı, öz sermaye maliyetinin ise borç kullanımı ile yükseldiği bu önerme özü itibari ile net faaliyet geliri yaklaşımına benzemektedir.

1963 yılında MM modele vergi değişkenini eklemişler ve teorilerini güncellemişlerdir. Buna göre işletmelerin ödedikleri faiz giderlerini vergi matrahlarından düşürebileceklerini ancak işletme ortaklarına ödenen kar paylarının gider olarak gösterilemeyeceğini ifade etmişlerdir. Böylesi bir durumda işletmenin yabancı kaynak ile finansmanının işletmeye avantaj sağlayacaktır. Buna karşılık ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de düşecektir. Çünkü yabancı kaynak kullanımı artıkça işletmenin finansal riski de artmaktadır.

1.2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

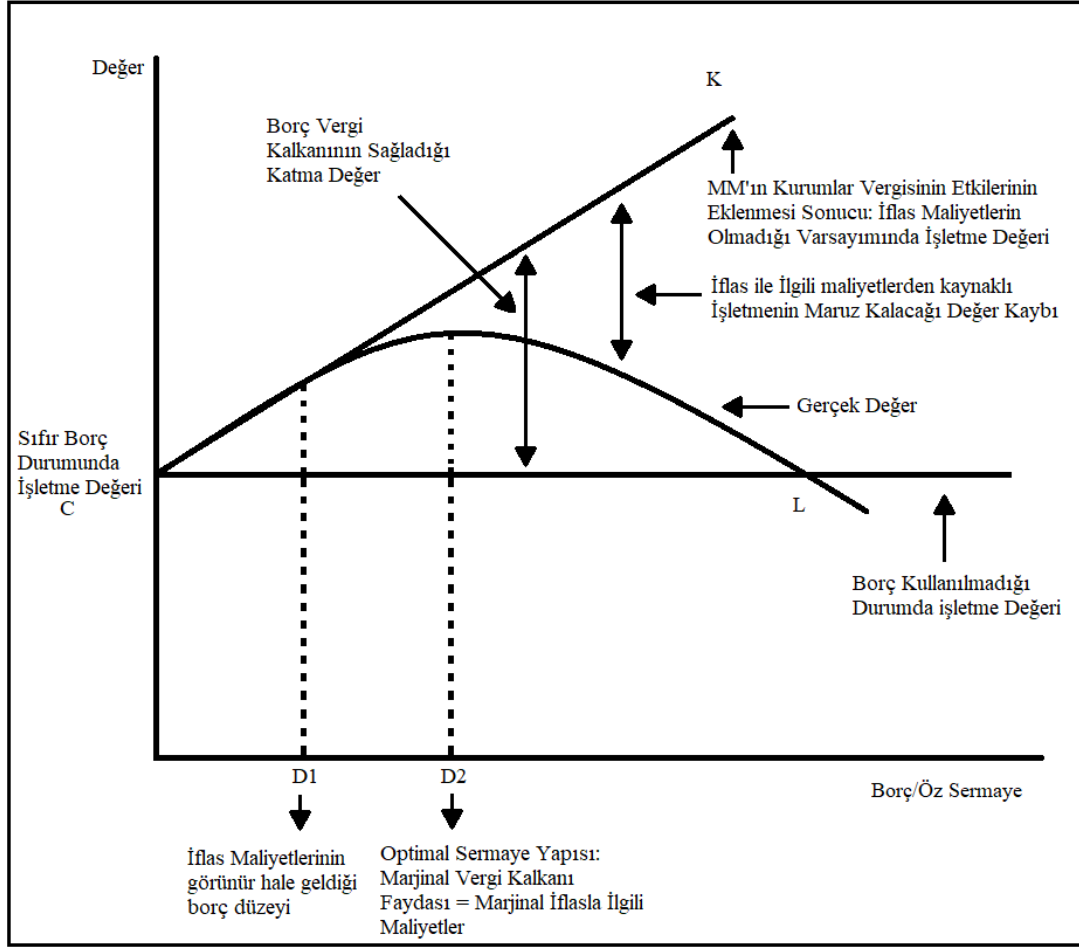
Modern sermaye yapısı teorileri Dengeleme teorisi, finansal sıkıntı maliyetleri teoremi, vekalet teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, işaret teorisi ve asimetrik bilgi kuramı yaklaşımlarından oluşmakta olup sermaye yapısı olarak ifade edilen yabancı kaynak öz kaynak bileşenlerinin etkilendiği değişkenleri açıklamaya çalışan teorilerdir.

1.2.2.1. Dengeleme Teorisi

Dengeleme teorisi borç ile finansmanın sağladığı maliyet avantajını göz önüne alarak işletmelere yabancı kaynak kullanımını önerirken aynı zamanda aşırıya kaçılması durumunda ilave borçlanma maliyetlerini artırması bakımından dikkatli olunmasını önermektedir. Daha öz bir ifade ile teori borla finansmanın belirli bir dengede götürülmesini savunmaktadır (Buferna vd., 2005: 7).

Dengeleme teorisinde borçla finansmanın işletme değeri üzerindeki etkisi Şekil 1.1’de özetlenmektedir.

Şekil 1. 1: Dengeleme Teorisinde Kaldıracın Değer Üzerine Etkisi



Kaynak: (Brigham ve Ehrhardt, 2009: 613)

Şekil 1.1’de kaldıraçın işletme değeri üzerindeki etkisi dengeleme teorisi çerçevesinde ifade edilmiştir. Buna göre C noktası işletmenin hiç borç kullanmadığı durumdaki değerini ifade etmektedir. K doğrusu MM’e göre iflas maliyetlerinin olmadığı durumda işletme değerinin borç kullanımı ile arttığını ifade etmektedir.

Dengeleme teorisini şekil 2.1’de L parabolü ile ifade edilen eğri temsil etmektedir. Belirli bir noktaya kadar (D1) borç kullanımının sebep olduğu iflas maliyetleri görünür değildir. D1 noktasından sonra ilave borcun marjinal faydası azalış göstermektedir. D2 noktasında ilave borcun marjinal faydası maksimum düzeydedir bu noktadan sonra tercih edilecek ilave borç işletme değerine bir katkısı bulunmayacak tam aksine işletmenin değerini düşürecektir. D2 optimal sermaye yapısını ifade etmektedir. Bu nokta işletmeden işletmeye farklılık arz etmektedir. Buna göre dengeleme teorisinde işletme değeri Borçsuz işletme değeri, vergi kalkanının sağladığı katma değer

toplamlarından iflas ile ilgili maliyetlerden kaynaklı değer kaybının düşülmesi suretiyle bulunmaktadır (Brigham ve Ehrhardt, 2009: 613).

1.2.2.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Teoremi

Finansal sıkıntı bir işletmede nakit akışlarının nakit çıkışlarını karşılayamaması durumunda ortaya çıkabilecek ve gerekli önlemlerin alınmaması durumunda işletmeyi iflasa sürükleyebilecek bir durumdur. İşletmenin finansal yükümlülüklerini karşılayamama olasılığına düşmesi, işletmeyi, normal şartlarda işletmenin almak istemeyeceği tercihlere yönelmek durumunda bırakabilir. Finansal sıkıntı durumu işletmenin yabancı kaynak kullanımında aşırıya kaçması ile söz konusu olabilecek istenmeyen bir durumdur. Finansal sıkıntı durumunun söz konusu olması durumunda işletmenin ilave yabancı kaynak kullanım olasılığı düşerken bu olasılık gerçekleşse bile maliyetler ciddi yükselebilecektir. Finansal sıkıntı durumundan kurtulabilmek adına mevcut varlıklarının satışına yönelmeleri durumunda ise aceleci davranma stresi varlıkları olması gerekenden daha düşük bir değer ile nakde dönüştürme içgüdüsünü de tetikleyecektir. Bu bakımdan Myers işletmenin finansal sıkıntı durumu ile karşılaşmaması adına yabancı kaynak kullanımında aşırıya kaçılmamasını önermektedir (Ross vd., 2013: 526; Myers, 1984:4).

1.2.2.3. Vekalet Teorisi

Vekalet teorisi işletme yöneticileri, işletme ortakları ve işletmeye kredi sağlayan taraflar arasında meydana gelebilecek menfaate dayalı çıkar çatışmalarını açıklamaya ve bu çatışmanın meydana getirebileceği olası zararları minimize etmeye yönelik fikirler öne süren bir yaklaşımdır. Vekalet teorisi işletme yöneticileri, işletme ortakları ve işletmeye kredi sağlayan taraflar arasında iki tür çatışmaya değinmektedir. Bunlardan birincisi işletme yöneticileri ve işletme ortakları arasında meydana gelebilecek bir çatışmadır. İşletme yöneticileri sorumlulukları gereği işletmenin piyasa değerini artırmaya yönelik çabalar içinde yer almak ile yükümlü iken işletme karının paylaşılması hususunda sorumluluklarına ter bir ilişki içindedirler. Yani başarısız olmaları durumunda yönetici bunun etkilerini bireysel olarak hissedecektir. Bu nedenle işletme yöneticileri riskli projelere kayıp olasılığının fazlalığı nedeni ile dahil olmak istemezler zira olumlu sonuçlansa bile işletme kazanımı ekstra risk üstleniminin bir ödülü olarak yönetici ile paylaşılmaz. Teorinin öne sürdüğü ikinci tür çatışma ise

işletmeye kredi sağlayan taraflar ile işletme ortakları arasındadır. İşletmeye kredi sağlayanlar vade sonunda anaparanın üzerinde bir ödeme planı karşılığında bu kaynağı sağlarlar. İşletmenin ilave borç ile gerçekleştirdiği yatırımın olumlu sonuçlanması durumunda işletme ortakları tüm kazanımları kendi taraflarına çekerken olası bir kayıp ve iflas durumunda işletmeye kredi veren taraf alacağını tahsil edememe riski ile karşılaşabilmektedir. Bu belirsizlikler ve doğurabileceği çıkar çatışmalarını azaltmak adına vekalet teorisi taraflara dengeli bir politika izlenmesini önermektedir (Haris ve Raviv, 1991: 301; Sayılğan vd. 2006:6).

1.2.2.4. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Finansman hiyerarşisi teorisi işletmelere kaynak kullanımı nakımından bir sıra önermektedir. 1961 yılında Donaldson tarafından öne sürülmüştür. Donaldson'a göre işletmeler öncelikle otofinansman gibi içsel kaynaklara yönelmeli daha sonra ihtiyaç halinde yabancı kaynak kullanımına yönelmelidirler (Yiğit, 2016: 52).

Myers ve Majluf gibi araştırmacılar ise Donaldson'a ek olarak bilgi ve işlem maliyetleri bakımından daha düşük maliyete sahip olan kaynakların tercih edilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Örneğin oto finansmanın yetersiz kalması durumunda işletmeler yabancı kaynak kullanımlarını teminatsız borçlanarak yüksek finansman maliyetine katlanmaktansa teminatlı borçlanarak daha uygun borçlanma alternatifine yönelmelidirler. Benzer şekilde işlem maliyeti daha düşük olan kaynak terci edilmelidirler (Frank ve Goyal, 2003:219).

1.2.2.5. İşaret Teorisi

Simetrik bilgi işletme sahiplerinin, işletmeye kredi verecek olan tarafların ve işletme yöneticilerinin tamamının eşit bilgiye doğru ve eş zamanda ulaştıkları varsayımdır. Asimetrik bilgi ise bu eşitliği sağlayan dengenin herhangi bir yerinde meydana gelen aksamadır (Ross, 1977: 1).

İşletme sahipleri her ne kadar işletme ile ilgili birtakım bilgileri işletmeye kredi verecek olan taraflar ile paylaşıyor olsalar da her durumda işletmeye kredi verenlerden daha önce ve daha fazla bilgiye sahip olabilmektedirler. Böylesi bir durumda işletmeye kredi verenler işletme ile ilgili her türlü bilgiyi bir işaret ve işletme ile ilgili bir sinyal olarak yorumlamaktadırlar. Örneğin teori, işletme yöneticilerinin işlerini kaybetmeme içgüdüsünden hareketle işletmeyi finansal sıkıntı içine sokacak bir borçlanma içine

yönelmeyeceği, borç ile finansmana yönelen işletmenin olumlu bir durumda olacağı varsayımı ile borçla finansmana yönelen işletmenin borçlanma duyurusunun ise işletme ile ilgili olumlu bir durum işareti olarak yorumlanması gerektiğini savunur (Leland ve Pyle, 1977: 371; Ross, 1977: 23).

1.2.2.6. Asimetrik Bilgi Kuramı

Asimetrik bilgi işletme sahiplerinin, işletmeye kredi verecek olan tarafların ve işletme yöneticilerinin tamamının eşit bilgiye doğru ve eş zamanda ulaşmadıkları varsayımdır. Gerçekte ise simetrik bilgi dağılımı olasılığından ziyade asimetrik bilgi dağılımı olasılığı daha yüksektir. Myers ve Majluf (1984) hisse senedi ihracı ile finansman sağlanması durumunda yatırımcıların asimetrik bilgi gerekçesiyle hisse senetlerini olması gerekenden uzak bir biçimde fiyatlayabileceklerini ve bu bakımdan zarara uğrama olasılıklarının söz konusu olduğunu savunmaktadır. Buna göre yeni hisse senedi yatırımcıları eskilere göre daha avantajlı pozisyonadırlar çünkü oluşan cari fiyat geçmişte yatırımcılar tarafından belirlenen fiyata nazaran olması gereken piyasa fiyatına daha yakındır. Asimetrik bilgi kuramı kapsamında Myers ve Majluf öncelikle oto finansman gibi kaynakların tercih edilmesi gerekliliğini, yabancı kaynakla finansmanın ise hisse senedi gibi öz kaynak ile finansmana tercih edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Zira yabancı kaynak ile finansmanda bilgi ve yönetim paylaşılması durumu bulunmamaktadır (Myers ve Majluf, 1984: 47).

1.3. Literatür Taraması

Tablo 1.1: Literatür Taraması

Araştırmacı	Tarih	Araştırma Konusu	Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Değişkenler	Sonuç
Karadeniz ve Kaplan	2016	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Net kar Marjı	Kısa Vadeli Kaldıraç	Negatif
			Aktif Kazanç Gücü	Uzun Vadeli Kaldıraç	Anlamsız
			Aktif Karlılık	Kaldıraç Oranı	Negatif
Ökten ve Acaravcı	2004	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Finansal Kaldıraç	Büyüme	Pozitif
				Sektör Büyüklüğü	Pozitif
				Enflasyon	Pozitif
			Sermaye Yapısı	Kurumlar Vergisi	Pozitif
				Karlılık	Negatif
				Varlık Oranı	Negatif
Korkmaz, Albayrak ve Karataş	2007	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Toplam Borç/Aktif Toplamı	Borç Dışı Vergi Kalkanı	Pozitif
				İşletme Riski	Pozitif
				Faiz Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı	Pozitif
			Kısa Vadeli Borç/Aktif Toplamı	Net Kar/Aktif Toplamı	Negatif
				Faiz Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı	Pozitif
				İşletme Riski	Pozitif
			Uzun Vadeli Borç/Aktif Toplamı	Borç Dışı Vergi Kalkanı	Pozitif
				Net Kar/Aktif Toplamı	Negatif
				Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı	Pozitif
			Toplam Borç/Öz Sermaye	Net Kar/Öz sermaye	Pozitif
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Pozitif
				Faiz Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı	Pozitif
			Kısa Vadeli Borç/Öz Sermaye	İşletme Riski	Pozitif
				Net Kar/Aktif Toplamı	Pozitif
				Net Kar/Öz sermaye	Negatif
			Uzun Vadeli Borç/Öz Sermaye	Net Kar/Öz Sermaye	Negatif
				Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı	Pozitif
Akkaynak	2022	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Sermaye Yeterlilik Oranı	Varlık Yapısı	Negatif

Tablo 1.1: Literatür Taraması (Devamı)

					Likidite	Negatif	
					Büyüme Olanakları	Negatif	
					Büyükölük	Pozitif	
					Karlılık	Pozitif	
					Kur Riski	Pozitif	
					Kredi Riski	Negatif	
					Faiz Oranı Riski	Pozitif	
					Öz Kaynak / Toplam Kaynak	Varlık Yapısı	Pozitif
						Likidite	Negatif
						Büyüme Olanakları	Negatif
						Büyükölük	Negatif
						Karlılık	Negatif
						Kur Riski	Pozitif
						Kredi Riski	Pozitif
						Faiz Oranı Riski	Pozitif
					Mevduat / Toplam Kaynak	Varlık Yapısı	Negatif
						Likidite	Negatif
						Büyüme Olanakları	Negatif
						Büyükölük	Negatif
						Karlılık	Negatif
						Kur Riski	Pozitif
						Kredi Riski	Pozitif
						Faiz Oranı Riski	Negatif
					Yabancı Kaynak / Toplam Kaynak	Varlık Yapısı	Pozitif
						Likidite	Negatif
						Büyüme Olanakları	Negatif
						Büyükölük	Negatif
						Karlılık	Pozitif
						Kur Riski	Pozitif
						Kredi Riski	Pozitif
						Faiz Oranı Riski	Pozitif
Bilgin	2018	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Finansal Kaldıraç	Büyükölük	Pozitif		
				Karlılık	Negatif		
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Negatif		
				Varlık Yapısı	Pozitif		
Abdioğlu, Deniz	2015	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Finansal Kaldıraç	Karlılık	Negatif		
				Likidite	Negatif		
				Varlık Yapısı	Negatif		
				Satışlardaki Dalgalanma	Pozitif		
Okuyan, Taşçı	2010	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Borç Oranı	Büyükölük	Negatif		
				Karlılık	Negatif		

Tablo 1.1: Literatür Taraması (Devamı)

Karadeniz, Beyazgül, Dalak ve Günay	2017	Sermaye Yapısı ve Sektör İlişkisi		Katma Değer	Pozitif
				Özel Sektör Payı	Pozitif
			Yabancı Kaynak / Toplam Kaynak	Konaklama	4. Sırada
				Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	3. Sırada
				Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	1. Sırada
				Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	2. Sırada
				Konaklama	1. Sırada
			Öz Sermaye / Toplam Kaynak	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	2. Sırada
				Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	4. Sırada
				Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	3. Sırada
				Konaklama	4. Sırada
			Yabancı Kaynak / Öz Sermaye Oranı	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	3. Sırada
				Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	1. Sırada
				Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	2. Sırada
				Konaklama	4. Sırada
			Kısa Vadeli Yab. Kaynak / Toplam Kaynak	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	3. Sırada
				Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	1. Sırada
				Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	2. Sırada
				Konaklama	1. Sırada
			Uzun Vadeli Yab. Kaynak / Toplam Kaynak	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	3. Sırada
				Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	4. Sırada
				Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	2. Sırada
				Konaklama	4. Sırada
Ticari Borç / Kısa Vadeli Yab. Kaynak	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	2. Sırada			
	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	1. Sırada			

Tablo 1.1: Literatür Taraması (Devamı)

Finansal Borç / Uzun Vadeli Yab. Kaynak	Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	3. Sırada
	Konaklama	1. Sırada
	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	2. Sırada
	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	3. Sırada
	Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	4. Sırada
Finansal Kiralama / Uzun Vadeli Yab. Kaynak	Konaklama	4. Sırada
	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	3. Sırada
	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	2. Sırada
	Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	1. Sırada
	Konaklama	1. Sırada
Uzun Vadeli Yab. Kaynak / Yabancı Kaynak	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	3. Sırada
	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	4. Sırada
	Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	2. Sırada
	Konaklama	4. Sırada
	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	2. Sırada
Kısa Vadeli Yab.Kaynak / Yabancı Kaynak	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	1. Sırada
	Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	3. Sırada
	Konaklama	1. Sırada
	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	4. Sırada
	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	2. Sırada
Kısa Vadeli Banka Kredisi / Kısa Vadeli Yab. Kaynak	Spor Faaliyetleri Dinlenme ve Eğlence Faaliyetleri	3. Sırada
	Konaklama	1. Sırada
	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	2. Sırada
	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	3. Sırada
	Konaklama	1. Sırada
Uzun Vadeli Banka Kredisi / Uzun Vadeli Yab. Kaynak	Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	2. Sırada
	Seyehat Acentesi Tur Hizmetleri Faaliyetleri	3. Sırada
	Konaklama	1. Sırada

Tablo 1.1: Literatür Taraması (Devamı)

				Yiyecek İçecek Hizmetleri Faaliyeti	4. Sırada
				Büyüklik	Negatif
				Büyüme Fırsatları	Negatif
				Karlılık	Negatif
				Likidite	Negatif
				Likidite	Pozitif
			Toplam Borç / Toplam Varlık	Karlılık	Negatif
				Büyüklik	Pozitif
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Negatif
			Uzun Vadeli Borç / Toplam Varlık	Likidite	Negatif
				Karlılık	Negatif
				Büyüklik	Pozitif
			Kısa Vadeli Borç/ Toplam Varlık	Likide	Pozitif
				Büyüklik	Pozitif
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Negatif
			Uzun Vadeli Borç / Toplam Varlık	Karlılık	Negatif
				Büyüklik	Pozitif
				Likidite	Negatif
				Tekstil, Deri	5. Sırada
				Gıda İçecek	4. Sırada
				Kimya, Petrol, Plastik	3. Sırada
				Metal Elya, Makine	1. Sırada
				Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	6. Sırada
				Turizm	2. Sırada
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Negatif
				Büyüklik	Pozitif
				Likidite	Negatif
			Uzun Vadeli Yab. Kaynak / Öz Kaynak	Net Kar/Aktif Toplamı	Pozitif
				Maddi Duran Varlık / Toplam Aktif	Negatif
				Satışlar	Negatif
				Cari Rasyo	Negatif
				Varlık Oranı	Negatif
				Net Çalışma Sermayesi	Negatif
				Büyüme Oranı	Pozitif
				Likidite Oranı	Negatif
				Varlık Yapısı	Negatif
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Pozitif
				Büyüklik	Pozitif

Tablo 1.1: Literatür Taraması(Devamı)

Dalak ve Karadeniz	2021	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Kaldıraç	Maddi Duran Varlık Oranı	Pozitif
				Efektif Vergi Oranı	Pozitif
				Aktif Karlılık	Pozitif
				Satışların Logaritması	Pozitif
				Döviz Kuru	Pozitif
				Enflasyon Oranı	Pozitif
				Risksiz Faiz Oranı	Pozitif
				Gayri Safi Yurt İçi Hasıladaki Büyüme Oranı	Pozitif
Yıldırım ve Akkaynak	2018	Sermaye Yapısı ve Sektör İlişkisi	Kaldıraç	Karlılık	1. Sırada
				Büyüme Olanakları	2. Sırada
				Likidite	3. Sırada
				Borçlanma Maliyeti	4. Sırada
				Firma Riski	5. Sırada
				Firmanın Büyüklüğü	6. Sırada
				Firmanın Varlık Yapısı	7. Sırada
				Vergi	8. Sırada
Parlak ve Sayılğan	2019	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Toplam Yabancı Kaynak / Öz Kaynak	Borç Dışı Vergi Kalkanı	9. Sırada
				Aktif Toplam	Pozitif
Sayılğan ve Uysal	2011	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Toplam Borç / Toplam Varlık	Kaldıraç Oranı	Pozitif
				Büyüklük	Pozitif
				Karlılık	Pozitif
				Varlık Yapısı	Pozitif
				İflas Riski	Pozitif
				Büyüme Fırsatları	Pozitif
				Vergi Dışı Borç Kalkanı	Negatif
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Pozitif
Erol	2015	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktif	Karlılık	Negatif
				Büyüme Fırsatları	Pozitif
				Likidite	Negatif
				Varlık Yapısı	Negatif
			Uzun Vadeli Borç / Toplam Aktif	Likidite	Negatif
				Karlılık	Negatif
				Varlık Yapısı	Pozitif
				Karlılık	Negatif
			Toplam Borç / Toplam Aktif	Büyüme Fırsatları	Pozitif
				İşletme Büyüklüğü	Pozitif
				Likidite	Negatif
				Varlık Yapısı	Negatif

Tablo 1.1: Literatür Taraması(Devamı)

Kabakçı	2007	Sermaye Yapısı Belirleyicileri	Toplam Borç / Öz Sermaye	Karlılık	Negatif
				Büyüme Fırsatları	Pozitif
				İşletme Büyüklüğü	Pozitif
				Likidite	Negatif
				Varlık Yapısı	Negatif
			Toplam Borç / Toplam Aktif	Sermaye Yapısı	Negatif
				Büyüme	Negatif
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Pozitif
				Vergi Oranı	Negatif
				Sermaye Yapısı	Negatif
			Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktif	Büyüme	Pozitif
				Borç Dışı Vergi Kalkanı	Pozitif
				Vergi Oranı	Negatif

İlgili literatür incelendiğinde sermaye yapısı belirleyicileri ile ilgili çalışmalarda uygulama olarak panel veri analizi yönteminin sıklıkla kullanıldığı gözlemlenmiştir. Yine bazı çalışmalarda ise uzman görüşü almak sureti ile çok kriterli karar verme tekniklerinin kullanıldığı gözlemlenmiştir. Bu çalışmada analiz yöntemi olarak literatüre bağlı kalınarak panel veri analizi yönteminin kullanılması uygun görülmüştür. Literatür incelendiğinde bağımlı değişken olarak yabancı kaynak ve toplam kaynak ilişkisinin kısa vadeli, uzun vadeli ve öz kaynak ile ilişkilendirilerek çeşitlendiği gözlemlenmiştir. Bu çalışmada da literatüre bağlı kalınarak sermaye yapısı yabancı kaynak / toplam kaynak, öz kaynak / toplam kaynak, kısa vadeli yabancı kaynak / toplam kaynak ve uzun vadeli yabancı kaynak / toplam kaynak olarak çeşitlendirilmiştir. Literatür incelendiğinde belirsizlik ortamında sermaye yapısı belirleyicilerinin genel çalışmalara kıyasla çok fazla çalışılmadığı gözlemlenmiştir. Bu amaçla literatüre katkı sağlamak adına belirsizlik ortamında sermaye yapısı belirleyicilerinin çalışılması uygun görülmüştür. Çalışmada belirsizlik ortamı olarak Covid-19 pandemi dönemi kullanılmış olup uygulama örneklerinde turizm sektörü özelinde gerçekleştirilmiştir. Turizm sektörünün Türkiye ekonomisi için mevcut önemi göz önüne alındığında belirsizlik ortamında Türkiye turizm sektörü işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını almaları adına öneri ve çıkarımlarda bulunmak çalışmanın önemini artırdığı düşünülmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

RİSK KAVRAMI VE TÜRLERİ

2.1. Risk Kavramı

Risk gelecek ile ilgili beklentiler ile ilişkili bir kavramdır. Gelecek ile ilgili üç farklı durum söz konusudur. Bunlar; belirlilik, riskli ve belirsizlik durumlarıdır. Belirlilik durumu gelecekte belirli bir olayın gerçekleşeceğinin bilinmesi durumudur. Böylesi bir durumda gerçekleşeceği bilinen olaya ya da gelişmeye ilişkin öncesinde bilgi sahibi olunur. Yani belirlilik durumlarında gelecekte bir olayın gerçekleşeceği kesindir. Geleceğe ilişkin belirlilik durumlarında taraflar durum ya da durumlara kendilerini hazırlayabilecek fırsat, bilgi ve zamana sahiptirler ve taraflar kendilerini hazırlarlar. Riskli durumlar ise geleceğe ilişkin gerçekleşmesi muhtemel olayların gerçekleşip gerçekleşmeme durumlarının olasılıklandırılabilirdiği durumlardır. Riskli durumlarda gelecekte gerçekleşmesi muhtemel olayların gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinden emin olunamaz ancak ihtimaller söz konusudur. Belirsizlik durumları ise gelecekte gerçekleşmesi muhtemel bir olaya ilişkin tarafların hiçbir beklenti ya da olasılık içinde olmadıkları hiçbir öngörülerinin, tahmin ya da bilgilerinin olmadığı durumlardır. Bu kapsamda risk ifadesi riskli durum olarak ifade edilen ve geleceğin olasılıklandırıldığı durumlar ile ilişkilidir (Fabozzi, 1995: 61)

En öz ifade ile risk gelecekte olması beklenen muhtemel olayların gerçekleşmeme olasılıklarıdır. Riskin göstergesi ise standart sapmadır. Bir finansal yatırımda gerçekleşen getiri ve beklenen getiri arasındaki sapma, standart sapma ya da riske ilişkin basit bir örnek olarak verilebilir. Buradaki sapma illa ki olumsuz olarak yani gerçekleşen getirinin beklenen getirinin altında kalması olarak algılanmamalıdır. Olumlu sapsmalar da olasıdır. Yani gerçekleşen getiri beklenen getirinin üzerinde de olabilir. Özetle risk geleceğin tam manasıyla bilinmemesidir. Riskli bir durumun söz

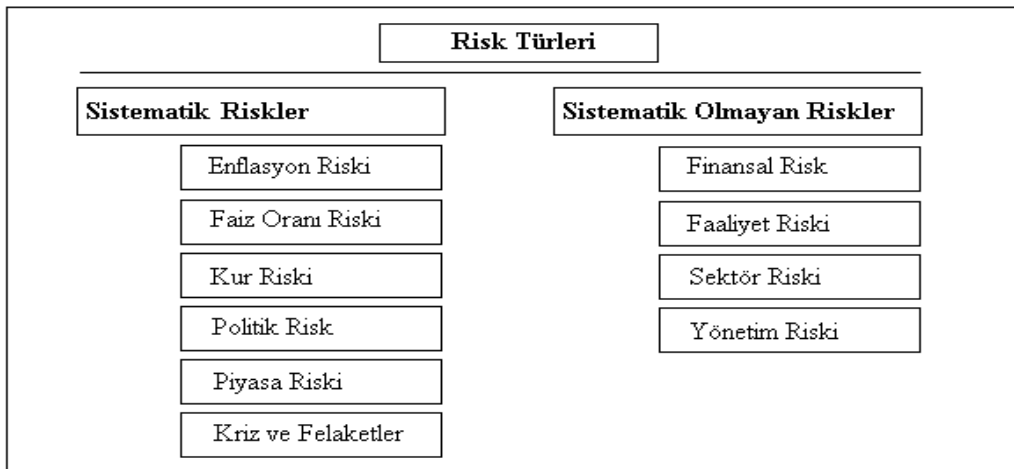
konusu olabilmesi için gelecek ile ilgili belirli durumların biliniyor ya da öngörülüyor olması gereklidir. Bu sebeple risk ölçümü geleceğe ilişkin beklentilerin olasılıklandırılması ile gerçekleştirilmektedir (Levy ve Sarnat, 1993: 216).

Risk, sözlükte gelecekte beklenilmeyen durumların oluşması ve bu durumlara bağlı olarak birtakım zararların ortaya çıkması olarak ifade edilmektedir. Bir başka tanımda tehlike, kayıp, zarar ya da bir hasar oluşması olasılığı olarak ifade edilmektedir. Bu kısa, öz ve net risk tanımlarının ortak olasılığı riskin olası bir kayıp ile ilişkilendirilmesidir. Hâlbuki finans yazınında risk beklentilerden sapma olarak ifade edilmekte ve sadece kayıp ile ilişkilendirilmemektedir. Örneğin bir finansal yatırım sürecinde beklentilerin gerçekleşen değerlerden düşük olması durumu olası bir zararı yani parasal kaybı ifade ederken, beklentilerin gerçekleşen değerlerden yüksek olması durumu ise beklentilerden daha fazla kazancı ifade etmektedir (Türko, 2002: 33; Damadoran, 2002: 60).

2.2. Risk Türleri

Risk finans yazınında temelde sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki başlıkta incelenmektedir. Sistematik risk ve sistematik olmayan riskler toplam riski oluşturmaktadır. Sistematik riskler kısaca sistemden kaynaklanan ve çeşitlendirme ile yönetilemeyen riskler olarak ifade edilir. Sistematik olmayan riskler ise işletmeye özgü riskler olup çeşitlendirme ile yönetilebilen riskler olarak ifade edilebilmektedir. Şekil 2.1’de risk türleri sistematik ve sistematik olmayan ana başlıkları altında detayları ile özetlenmektedir.

Şekil 1. 2: Risk Türleri



Kaynak: Korkmaz ve Ceylan, 2017: 611

Şekil 2.1’de risk sistematik ve sistematik olmayan riskler olmak üzere gruplanmaktadır. Sistematik riskler, enflasyon riski, faiz oranı riski, kur riski, politik risk, piyasa riski ve kriz ve felaketler olarak türlere ayrılırken sistematik olmayan riskler; finansal risk, faaliyet riski, sektör riski ve yönetim riski olarak türlere ayrılmaktadır.

2.2.1. Sistematik Riskler

Sistematik riskler çeşitlendirme ile yönetilemeyen ve sistemden kaynaklanan riskler olarak ifade edilebilir. Sistematik riskler başlıca birçok kaynakta enflasyon riski, faiz oranı riski kur riski, politik risk ve piyasa riski olarak sıralanmaktadır. Kriz ve felaketler bazı kaynaklarda politik risk altında ele alınabilmektedir. Ancak son yıllarda yaşanan savaş ve pandemi gibi sağın felaketleri bu durumu ayrı bir başlık halinde inceleme gerekliliğini doğurmaktadır. Bu bakımdan bu çalışmada kriz ve felaketler ayrı bir risk türü olarak başlıklandırılmıştır.

2.2.1.1. Enflasyon Riski

Enflasyon en genel ifade ile genel fiyatlar düzeyindeki devamlı artış olarak ifade edilir. Genel fiyat düzeylerinden artış ile kast edilen mal ve hizmetlerin fiyatlarında gerçekleşen artıştır. Mal ve hizmet fiyatlarının devamlı artışı ülke para biriminin alım gücünün de zaman içinde değerinin düşmesi sonucunu doğurduğundan enflasyon kavramı bir yandan mal ve hizmet fiyatları ile ilişkili iken diğer yandan da ülke para biriminin alım gücü ile ilişkili bir kavramdır (Altan vd. 2016: 207; Keleş, 2015: 32).

Riskin beklenen ve gerçekleşen değer arasındaki fark olduğundan hareketle enflasyon riski kavramı beklenen enflasyon değerinin gerçekleşen enflasyon oranından farklılık göstermesi durumu olarak ifade edilebilir. Gelecek döneme ilişkin bir enflasyon beklentisi içinde olan taraf (hane halkı, yatırımcı, işletme ya da devlet vb.) finansal ve finansal olmayan tüm planlamalarını enflasyon beklentisi perspektifinde gerçekleştireceği için tahminlerin gerçekçi olması önem arz etmektedir. Tahminlerden sapma olması yani belirgin bir enflasyon riskinin söz konusu olması tarafların gelecek dönemde zarar etme olasılıklarını artırabilecektir. Finansal ve finansal olmayan tüm varlıklar enflasyon riskinden etkilenir. Ancak finansal varlıklar bu etkiye daha çok maruz kalmaktadır. Finansal varlıklar arasında ise tahvil ve bono gibi sabit getirili

menkul kıymetler hisse senedi gibi menkul kıymetlere nazaran enflasyon riskine daha fazla maruz kalmaktadır (Usta ve Demireli, 2010: 27).

2.2.1.2. Faiz Oranı Riski

Faiz iktisat biliminde üretim faktörlerinden sermayenin üretim sürecinden aldığı pay olarak tanımlanmaktadır. Finans biliminde ise paranın kullanım hakkının devredilmesi karşılığında alınan ödül olarak tanımlanabilir. Özellikle enflasyonun olduğu ekonomilerde paranın bir yatırım aracına yönlendirilmeksizin öylece bekletilmesi, paranın alım gücünün düşeceği sebebi ile önerilmez. Hisse senedi yatırımları gibi alternatiflerine göre nispeten daha düşük riskli bir yatırım olarak değerlendirilen tahvil ve bono gibi faiz kazancı içeren yatırımlar iyi bir alternatif olarak önerilebilir.

Faiz kazancı sunan yatırım araçları nispeten daha düşük riskli olmalarına karşılık faiz oranı riski olarak ifade edilen karakteristik bir riske muhataptırlar. Faiz oranı riski kısaca gelecekteki dönemde faiz oranlarının, faiz içeren yatırım araçlarının getirilerinin cari değerini düşürecek bir biçimde değişmesi olarak ifade edilebilir. Faiz oranı riski hem borç veren hem de borç alan taraf için söz konusu olmaktadır. Borç veren taraf gelecekteki dönem için faiz kazancını sözleşme süresi içinde sabitlerken, borç alan taraf da faiz ödemelerini sabitlemektedir. Gelecekteki dönemde faizlerin yükselmesi borç veren taraf için bir olumsuzluk doğuracaktır. Çünkü elde edeceği ve sabitlediği faiz kazancı faizlerin yükselmesi nedeniyle cari faiz kazancının altında kalacaktır. Benzer şekilde borç alan taraf için gelecekteki dönemde faizlerin düşmesi borç alan taraf için olumsuzluk doğuracaktır. Çünkü sabitlediği faiz ödemeleri faizlerin düşmesinden kaynaklı olarak cari faiz borçlanma oranının üzerinde kalacaktır. Buna göre faiz oranı değişimine ilişkin risk, faiz içeren sözleşmelerin tüm taraflarını etkilemekte ancak aynı yönde etkilememektedir. Gelecekteki dönemde faizlerin düşme olasılığı yatırımcı açısından bir kazanım iken faiz ödeme yükümlülüğü olan taraf için ise bir kayıptır (Usta ve Demireli, 2010: 28).

Gelecekteki döneme ilişkin belirsizlik ve oynaklığın fazla olması faiz oranı riskini artırmakta ve çeşitlendirmektedir. Faiz kazancı içeren yatırımların faiz getirilerinin tekrar yatırıma yönlendirilmesi düşünüldüğünde faiz oranlarındaki değişim bir başka olumsuzluğu daha ortaya çıkarmaktadır. Faiz kazançlarının tekrar yatırıma

yönlendirilmesi aşamasında karşılaşılan bu risk yeniden yatırım riski olarak ifade edilmektedir. Yeniden yatırım riskinde yatırımcı faiz getirilerinin tekrar faiz içeren bir sözleşme aracılığı ile yatırıma yönlendirilmesi sürecinde faiz oranlarının düşmesine bağlı olarak daha düşük faiz kazancına razı olmak durumundadır. Bu durum sözleşmeyi vade sonuna kadar elinde tutmak isteyen bir yatırımcının karşılaştacağı faiz oranı riskine bağlı yeniden yatırım riski olarak ifade edilen ilave risktir.

Sözleşmeyi vade sonuna kadar elinde tutmak istemeyen ara bir dönemde elinden çıkarmayı arzu eden yatırımcı profili için faiz oranı riskinin doğurduğu bir başka risk türü bulunmaktadır bu risk yeniden yatırım riski olarak ifade edilmektedir. Şöyle ki zaman içinde cari faiz oranının yükselme olasılığı sözleşmeyi daha değersiz hale getirecektir. Bu durumda sözleşmenin ikincil piyasasını olumsuz etkileyecek ve yatırımcı sözleşmeyi elinden çıkarmak istediğinde kayba uğrayabilecektir (Sounders, 1994: 74)

Faiz oranı riski, yıllar boyunca faizlerin devamlı yüksek ve oynak seyrettiği ülkelerde yönetilmesi güç bir sorun olarak ortaya çıkmıştır. Yüksek faiz ve volatilité piyasalara olan güveni azaltırken hisse senedi gibi yatırım araçlarına da yönelimi azaltmaktadır. Özellikle sermaye piyasalarına olan güven ve itibarı azalması ülke ekonomisini ve üretkenliğini de azaltabilmektedir (Miskin, 1992: 103)

2.2.1.3. Kur Riski

Kur riski ile ifade edilmek istenilen risk döviz kuru riskidir. Döviz kuru para birimlerinin karşılıklı değerleridir. Döviz kuru riski ülke para birimleri arasındaki değerin öngörülemez bir biçimde değişimine bağlı olarak yerli para biriminin yabancı para birimi karşısında değer kaybetmesi olarak ifade edilebilir. Bilançolarında döviz varlık ya da yükümlülükleri bulunan taraflar döviz kuru değişiminden doğrudan etkilenmekte ve bilanço değerinin anlık değişkenlik göstermesi sonucunu doğurmaktadır. Döviz kuru riskinin en belirgin ve önemli etkisi döviz yükümlülüklerinin karşılığının belirlenmesinde yaşanan güçlüklerdir. Yükümlülük sahibinin döviz karşılığı yerli para miktarını ayarlayamamasının sonucu olarak temerrüde düşme olasılığı bulunmaktadır. Bu olasılık da ticari hayatı oldukça etkileyebilecek bir olgudur. Döviz kuru riski özellikle üretim girdileri döviz cinsine bağlı sanayi kuruluşlarının da maliyet yönetimlerini doğrudan etkileyebilmektedir.

Devamlı maliyet artışı olasılığına muhatap olunması yönetilmesi güç bir belirsizlik ortamıdır (Holland, 1993: 139; Doğanay, 2016: 125)

Döviz kuru riski hem finansal piyasalar için hem de reel piyasalar için oldukça önemlidir. Yabancı para birimi üzerinden borcu olanlar ya da yabancı para birimi üzerinde alacağı olanlar kısacası yabancı para birimi üzerinden ticaret ya da nakit akışı olan tüm taraflar döviz kuru riskine muhataptırlar. Özellikle çok uluslu işletmelerin sayısının artması, küreselleşme, ticaret örgütlerinin kurulması, sermaye kısıtlarının kaldırılması ve tüm bunlara bağlı olarak uluslararası ticaretin artması, tarafların döviz kuru riskine maruz kalma olasılıklarını daha da artırmıştır (Yıldırım 2004: 341).

2.2.1.4. Politik Risk

Politik risk ülke yönetimlerinin aldığı siyasi kararlara bağlı olarak gerçekleşen riskler olarak ifade edilebilir. Devlet yöneticilerinin istikrar olması bu riski minimize edecektir. Politik risk türleri kapsamlı olarak ülkedeki mevcut yatırımcılar ve ülkeye yatırım yapmayı planlayan potansiyel yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek tüm siyasi kararlar devlet politikaları, grev ve lokavtlar, ihtilaller, zıt görüşlü hükümetlerin iktidarı, siyasi tartışma ve kavga ortamları, ırk ve mezhep çatışmaları, merkezi otoritenin kontrol gücünün kalmamasına bağlı olarak iç çatışma ortamları, devlet yönetiminin el değiştirmesi ve savaş hali olasılıklarının tamamı politik risk türü olarak ifade edilebilmektedir (Usta, 2005: 232; Kaya vd. 2014: 76).

Politik risk yatırım kararlarını etkileyen önemli bir risk türüdür. Ancak uluslararası çeşitlendirme ile minimize edilebilecek bir risk türü olan politik risk özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen önemli bir risk türüdür. Bu bakımdan hükümetler ülkede siyasi istikrar ve güven ortamını sağlamayı öncelikli bir görev olarak üstlenmelidirler. Politik riskin etkisini gösterdiği ortamlarda özellikle yabancı sermaye girişi düşük düzeyde gerçekleşirken şirket faaliyetleri zayıflar ve bunlara bağlı olarak da ekonomik büyüme hızı düşer (Kaya vd. 2014: 76).

2.2.1.5. Piyasa Riski

Piyasa riski, finansal piyasaların yatırımcı ya da ilişkili taraflarına büyük kayıplar yol açması olasılığıdır. Bu kayıp olasılığı bazı durumlarda belirli bir neden ile gerçekleşirken bazı durumlarda ise belirlenemeyen bir neden ile gerçekleşebilmektedir. Piyasalarda gerçekleşen ve öngörülemeyen yüksek düzeyde fiyat düşüşleri büyük

kayıplara yol açabilmektedir. Bu durum yatırımcıların finansal piyasalara olan güvenini sarsarken özellikle yeni yatırımcıların finansal piyasalara girme istek ve şevklerini de olumsuz etkileyebilmektedir. En temel görevlerinden birisinin tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak olan piyasa düzenleyicilerinin sağlıklı ve yatırım yapılabilir bir finansal piyasa ortamı sağlaması özellikle bu piyasalardan fon sağlayan ve yatırımlarını bu fonlar sayesinde hayata geçirebilen sanayi ve üretim işletmeleri için önemlidir (Korkmaz vd. 2013: 25; Usta, 2005: 232).

2.2.1.6. Kriz ve Felaketler

Kriz ve felaketler, finansal çeşitlendirme ile yönetilemeyecek sistematik risklerdendir. Kriz ve felaketler ile yaşanabilecek bir salgın hastalık, tüm dünya ekonomisini etkileyen büyük bir savaş ya da ülke ekonomisini büyük düzeyde etkileyebilecek deprem gibi felaketler kast edilmektedir. Özellikle son yıllarda yaşanan Covid 19 pandemisi, kuş gribi, Ortadoğu'da ve Ukrayna-Rusya arasında yaşanan savaş gibi felaketler dünya ekonomisini derinden etkilemiş ve etkilemeye devam etmektedir. Böylesi bir felaketi önceden öngörüp hazırlıklı olabilmek ve riskleri yönetebilmek pek olası değildir. Ancak risk gerçekleşmeye başladıktan sonra aksiyon alınabilir.

Kuş gribi 1996 ve 2003 yıllarında kendisini göstermiş ve özellikle kümes hayvanlarından insanlara bulaşma riskini taşımış bir virüstür. Etkili olduğu dönemlerde milyonlarca kümes hayvanının telef olmasına yol açmıştır (Keyvan ve Yurdakul 2016: 71). Dünya ekonomisinde yaklaşık 3 milyar dolarlık bir kayba yol açtığı tahmin edilmektedir (www.poultryworld.net).

Covid 19 pandemisi 2019 yılı sonu ve 2020 yılı başlarında tüm dünyayı etkisi altına alan salgın bir hastalıktır. Dünya çapında 780 milyon vaka ve 7 milyonun üzerinde kişinin ölümüne yol açmıştır. Salgının ekonomik etkilerine bakıldığında ilk dönemlerinde şok etkisi ile tüm dünya borsaları önemli kayıplar göze çarpmaktadır. Nikkei, Dow Jones ve FTSE 100 gibi önde gelen borsalarda yaklaşık %30 ve %40 aralığında sert düşüşler gerçekleşmiştir. Aynı dönemde BİST 100 endeksinde de endeks 1.200 bantlarından 900 bantlarına gerileyerek yaklaşık %30'luk bir düşüş gerçekleştirmiştir. Pandemi işsizlik oranları üzerinde de etkisini göstermiştir. Başlıca gelişmiş ülkelerde işsizlik oranları; Japonya'da %3, Kanada'da %7,5, Fransa'da %10,4 ve İngiltere'de %10,4 gibi yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Türkiye'de aynı dönemde

işten çıkarma yasağı uygulanmış olması sebebi işe işsizlik oranı pek etkilenmemiştir. Covid 19 pandemisi birçok sektörü etkilemiş olsa da turizm ve ulaşım bu sektörlerin başında gelmektedir. Dünya Turizm Formu Enstitüsü önceki yıllarda 2020 yılı itibari ile 5 trilyon dolarlık bir etkileşim öngörürken pandemi sonrası beklentisini 2 trilyon dolara düşürmüştür. Hava yolu taşımacılığı %82'lük otobüs taşımacılığında ise %33'lük bir daralma yaşanmıştır. Otelcilik sektöründe %84'lük bir daralma ve tekstil sektöründe %43'lük bir daralma gerçekleşmiştir. Her sektör pandemiden olumsuz etkilenmemiştir. Bu süreçte büyüme gösteren sektörlerde söz konusu olmuştur. Kitap kırtasiye sektörü %69'luk, online süpermarket harcamaları %66'lık, toplam market sektöründe ise %186'lık, spor aletleri tüketiminde %83'lük ve kuruyemiş sektörü %42'lik bir büyüme göstermiştir. Bu etkileşimde uzun süreler evde kalma refleksinin etkisi oldukça yüksektir. Pandemi ile doğrudan ilişkili sağlık sektörü ise %168'lik bir büyüme göstermiştir. (BBC; İş Yatırım; TÜİK; Akkaynak, 2020: 110).

Ukrayna ve Rusya arasında yaşanan savaş 24 Şubat 2022 yılında Rusya'nın Ukrayna'yı resmi olarak işgal girişimi ile başlamış bir süreçtir. Bu savaş ortamı tüm dünya ekonomisini etkisi altına almıştır. Batılı ülkeler Rusya'ya yaptırımlar uygulamıştır. Özellikle enerji ve gıda tedarikinde yaşanan aksamalar küresel ticareti olumsuz etkilemiştir. Gıda sektörü bakımından süreç analiz edildiğinde dünya mısır ve buğday üretiminin önemli bir yüzdesini sağlayan Rusya ve Ukrayna'nın doğrudan savaş halinde olması tedarik sıkıntılarına yol açmış ve sektörde maliyet artışlarına yol açmıştır.

2.2.2. Sistematik Olmayan Riskler

Sistematik olmayan riskler, en öz ifade ile toplam riskin sistemden bağımsız bölümü olarak ifade edilebilir. Sistematik olmayan riskler sistemden bağımsız oldukları için işletmeye özgüdürler ve çeşitlendirme ile yönetilebilen risklerdir. Sistematik olmayan riskler bir başka ifade ile tüm finansal varlıkları etkilemeyerek etkisi sınırlı olan riskler şeklinde de ifade edilebilir (Mandacı, 2003; 71). Başlıca birçok kaynakta sistematik olmayan riskler finansal risk, faaliyet riski, sektör riski ve yönetim riski olarak detaylanmaktadır.

2.2.2.1. Finansal Risk

İşletme bilançolarının pasif kısmı iki temel bileşenden oluşmaktadır. Bunlar yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardır. Yabancı kaynaklar işletmenin kısa ve uzun vadeli ödemekle yükümlü olduğu ve işletme dışından temin edilen kaynaklardır. Bu kaynaklar belirli vadelere göre ödenmek üzere borçlanan işletme tarafından taahhüt edilmektedir. Bu taahhütlerin zamanında yerine getirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde gelecek dönemde işletme tekrar borçlanmak istediğinde yabancı kaynak bulamamak ya da yüksek maliyetle yabancı kaynak kullanmak gibi sorunlar ile baş edebilmek zorunda kalabilir. Dahası işletme süreci yönetemez ise sonu iflasa ulaşabilecek zorluklar ile baş etmek durumunda kalabilir. Bu kapsamda finansal risk en öz ifade ile işletmelerin finansal yükümlülüklerini karşılamada güçlük çekme olasılığı olarak ifade edilebilir (Gökbel, 2003: 7)

İşletmelerin finansal risk olasılıklarının belirli birtakım göstergeleri vardır. Bu göstergeler yabancı kaynak oranının artması, nakit akış problemlerinin yaşanması, likidite oranlarının sektör ortalamasının altında kalması, karlılık oranlarında düşüş, işletme satışlarında aşırı dalgalanma, maliyetlerin aşırı yükselmesi, stok ve alacak devir hızlarında düşüş yaşanması ve kredi ödemelerinde zorluklar yaşanması olarak sıralanabilir. Bu göstergelerin hepsi önemli ve birbiri ile ilişkilidir. Ancak borçlanma düzeyindeki artış gelecek dönemde yükümlülükleri artırması bakımından en önemlisidir. Böylesi bir durumda işletme finansal ihtiyacını borçlanma dışında bir seçenekle yönetmeli ve gelecek dönemlerini rahatlatma yoluna gitmelidir (Üstünel, 2000: 5).

2.2.2.2. Faaliyet Riski

İşletme bilançolarının aktif bölümü dönen ve duran varlıklardan oluşmaktadır. Bilançonun varlık kısmı aslında kaynakların nereye yatırıldığını özetlemektedir. Dönen varlıklarda yer alan bakiyeler işletmenin iş döngüsünü sağlayabilmesi için gerekli varlıklar olup en geç bir yıl içinde nakde dönüştürülebilecek varlıklar olarak planlanır. Buna karşılık duran varlıklar ise işletmenin, özellikle sanayi işletmelerinin, ana faaliyet konusunu oluşturan yatırımlarını özetlemektedir. Dolayısıyla işletme faaliyetlerinin kısa vadeli kayıtları dönen varlıklarda uzun vadeli kayıtları ise duran varlıklarda yer almaktadır. Özellikle uzun vadeli finansman kaynakları ve öz kaynakların kullanımı ile

gerçekleştirilen sabit yatırımların toplam varlıklar içindeki payı işletmenin faaliyet riski ile ilişkilidir ve toplam varlıklar içinde sabit varlıkların payının artması işletme faaliyet riskini artırmaktadır. Sabit varlıkların çok olması sabit maliyetlerin de çok olması sonucunu doğurmakta, maliyetlerin artması ise başa baş noktasını da yukarı çekmektedir. Diğer taraftan da sabit varlıkların çok olması işletme faaliyet kaldırıcı derecesini de artıracaktır. İşletmelerin faaliyet kaldırıcı derecelerinin çokluğu ise işletme faaliyet karının satışlardaki değişime duyarlılığını artırmaktadır. Dolayısıyla satışlardaki anlık bir düşüş işletmenin faaliyet riskini doğrudan etkileyebilmektedir (Sevinç, 2007: 11; Mızak 2017: 6).

2.2.2.3. Sektör Riski

Sektör, birden fazla işletmenin aynı ve benzer iş kolunda faaliyet gösterdiği bir topluluk olarak tanımlanabilir. Birçok alt sektör dalı bulunmaktadır. Sektör riski ise aynı iş kolunda faaliyet gösteren işletmelerin maruz kalabilecekleri ortak risk olarak ifade edilebilir. Sektör riski sektörün genelinin muhatap olduğu bir hukuki düzenleme, sektörde yaşanan yaygın bir grev, tüketici tercihlerinin değişkenlik göstermesi, teknolojik değişimler, sektöre özgü hammadde tedarik zorlukları, mevsimsel bir etki ya da dışsal bir rekabet sebebi ile de ortaya çıkabilir. Sektör riski işletme satışları ve nakit akışı üzerinde olumsuz etki bırakabilecek risklerdir. Sektör riski sektöre özgü olması sebebi ile riskin gerçekleşmesi durumunda sadece ilişkili sektör işletmelerini etkilemektedir. Böylesi riskler, işletme karlılığını ve hisse senedinin piyasa değerini etkilemektedir. Bu noktada yatırımcılar yatırımlarını yönlendirirken yani portföylerini yönetirken işletmelerin ilişkili olduğu sektöre ilişkin değişim ve gelişimleri de takip etmelidirler (Taner ve Akkaya, 2009: 182; Korkmaz vd. 2013: 28).

2.2.2.4. Yönetim Riski

Yönetim riski, işletme yöneticilerinin yönetsel kararlarında alacağı hatalı davranışları ile ilgilidir. Dolayısıyla yönetim riski doğrudan işletme içi dinamikler ile ilgili olup işletme yöneticilerinin alacağı yanlış kararlardan kaynaklı yaşanabilecek kayıpların gerçekleşme olasılığıdır. Yönetim riskinin ortaya çıkmasının temel gerekçeleri işletme yöneticilerinin kararsızlık, tecrübesizlik, etik olmayan kararlar alması, eğitimsizlik ve kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmemesi gibi sıralanabilecek nedenleri vardır. Özellikle kurumsal yönetim ilkelerine uyumlu olan

işletmelerde yönetim riskinin gerçekleşme olasılığının daha düşük olması beklenir. Bu noktada güçlü kurumsal yönetim anlayışına hakim olunması, etik kurallara özen gösterilmesi, şeffaflık ilkesinin benimsenmesi, risk yönetimine özen gösterilmesi iç ve dış denetim faaliyetlerine önem verilmesi ve yönetim kadrosunun alanında yetkin kişilerden oluşturulması olası yönetim risklerini minimize edecektir. Yönetim riski işletmenin kendisini etkileyebileceği gibi mevcut ve muhtemel yatırımcılarını, çalışanlarını, müşterilerini ve kamuyu etkilemektedir. Özellikle yatırımcılar açısından bakıldığında yönetim riski hisse senedi yatırımcılarını tahvil yatırımcılarını etkilediğinden daha fazla etkilemektedir (Ural, 2010: 38, Çav, 2011: 11).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TURİZM KAVRAMI VE TURİZM SEKTÖRÜ

3.1. Turizm Kavramı

Turizm, Latince kökenli ve dönme eylemini ifade eden *tormus* kelimesinden türemiş bir kavramdır. İngilizce *touring* ve *tour* kelimeleri de *tormus* sözcüğünden türemiş kavramlardır. Köken bakımından dairesel dönme hareketini ifade eden sözcük zamanla bağlı bulunulan bölgeden ayrılarak gerçekleştirilen bir ziyaret, bir yer değiştirme eylemini karşılar hale gelmiştir (Akat, 1997: 2). Zamanla *tour* kelimesi tur yapan kişi anlamında *tourist* kelimesine evrilmiş ve günümüz kullanımına ulaşmıştır (Kalkan 1995: 1).

Turizm geniş anlamda bireylerin ikamet ettikleri lokasyonların dışında daimi olarak yerleşim amacı gütmeyen belirli bir ortam içinde askeri ve politik bir amaç gütmeksizin ticari, din, hobi, sağlık, kongre, seminer, dost ve akraba ziyareti, dinlenme, kültür, spor ve eğlence amacıyla bireysel ya da bir grup olarak yapılan, seyahatlerde gidilen lokasyonlarda yirmi dört saati aşan ve belirli bir tesiste en az bir gece konaklanması sonucunu doğuran bir tüketim kültürü olarak tanımlanabilir (Özdemir, 1992: 19). Bu kapsamda turizm ekonomik, politik kültürel ve sosyal olguları içeren bir bütündür. Turizm dar kapsamda ele alınırsa en öz ifade ile bireylerin sosyal ve kültürel ihtiyaçlarını karşılamak amacı ile farklı yerlere gerçekleştirdikleri ziyaretler olarak tanımlanabilir. Bu ziyaretler kısa seyahat ve tatiller olabileceği gibi ticari amaçla da gerçekleştirilebilmektedir. Antik dönemden ortaçağa, sanayi devriminden günümüze değin insanlar tarihin tüm dönemlerinde insanlar eğlenmek ticaret yapmak ya da dini gerekçelerle bulundukları bölgelerden farklı bölgelere seyahatler gerçekleştirmişlerdir. Turizm her ne kadar tarihsel olarak antik dönemlere değin bir geçmişe sahip olsa da özellikle ikinci dünya savaşı sonrası gelişim göstermiştir. Özellikle teknoloji ve bilginin

hızlı büyümesi, hanelerin gelirleri ve bu gelirlerden turizme ayrılan payların artması, tatil için planlanan sürelerde artış, seyahat niteliği ve güvenliğinin artması, bireylerin yaşam biçimleri, istek ve arzularının turizm lehine değişim göstermesi turizmin hızlı gelişimine yol açmıştır (Tezcan vd. 2007: 3). Günümüzde özellikle sosyal medya kullanımının giderek yaygınlaşması, turizm faaliyetlerine ilişkin deneyimlerin anlık paylaşılması ve bu bilgilerin inşalar arasında oldukça hızlı yayılımı turizm kültürünü evrimleştirmiştir.

Turizm faaliyetinin ilişkili olduğu birçok taraf vardır. Bunların ilki turist yani ziyaretçi olup faaliyeti gerçekleştiren kişidir. Turistin beklenti, ihtiyaç ve talepleri ileriki dönemlerde turizm sektörünün gelişimini doğrudan etkilemektedir. Turizmin ilişkili olduğu bir diğer taraf turizm işletmeleridir. Tatil köyleri, otel ve restoranlar, tur düzenleyen şirketler ve acenteler turizm işletmelerini oluşturmaktadır. İşletmelerin temiz, şeffaf, hesap verilebilir ve hijyenik faaliyetleri faaliyetlerinin sürekliliği bakımından önem arz etmektedir. Turizmin ilişkili olduğu bir diğer taraf hükümetler ve kamu kurumlarıdır. Turizm faaliyetlerine ilişkin yasal düzenlemeleri de içeren politikalar kamu kuruluşları tarafından düzenlenmektedir. Turistlerin güvenliği, sistemin alt yapısı, çevresel dezenformasyonun önlenmesi ve sektörün geleceği bu politikalara bağlıdır. Turizm faaliyetlerinin ilişkili olduğu bir diğer taraf ise yerel halktır. Turiste hizmet eden kişilerin bir kısmı iş gücü transferi ile sağlansa da yerel halk hizmet sektörünün bel kemiğini oluşturmaktadır. Ek olarak turizm bir yandan yerel halkın bilgi ve birikimini etkilerken onlardan da etkilenmektedir. Bu bakımdan aralarında çift yönlü doğrudan bir ilişki söz konusudur. Turizm ilişkili olduğu bir diğer taraf ulaşım sektörüdür (Akova: 2006: 4 Çolak ve Batman: 2021: 151). Otobüs, tren, uçak ve deniz ulaşım araçları ziyaretçileri hedeflerine ulaştıran turizmin önemli paydaşlarındandır. Ulaşım endüstrisinde yaşanabilecek bir etki doğrudan turizmi etkileyebilme potansiyeline sahiptir. Turizm ilişkili olduğu bir diğer taraf rehber ve tur operatörleridir. Rehber ve tur operatörleri seyahat edilebilecek destinasyonlar hakkında tüketicilerine kapsamlı bilgi sunabilecek donanıma sahip profesyonellerdir. Rehber ve tur operatörleri turistlere daha nitelikli seyahat olanağı sağlayabilmektedirler. Turizm ilişkili olduğu bir diğer taraf yerel yatırımcılar ve girişimcilerdir. Girişimciler işletme sahiplerinin kendileridir. Bu bakımdan turistlere hizmet sunan ve turizmin en önemli altyapılarındandır. Turizm ilişkili olduğu bir diğer taraf çevre ve doğadır. Çevre ve doğa

turistlerin turizm faaliyetine başlamalarının temel kaynağı niteliğindedir. Turistler çevre ve doğanın sunduğu imkânları gözlemlemek ve deneyimlemek adına turizm faaliyeti içinde yer almaktadırlar. Turizm ilişkili olduğu bir diğer taraf ise medya ve tanıtım kurumlarıdır. Turizm işletmeleri medya ve tanıtım imkânları ile tüketicilere ulaşırlar. Buna ek olarak da sosyal medyanın deneyimlerin paylaşılması ilkesine dayanan ve kısa sürede çığ gibi büyüme potansiyeline sahip, tanıtım olanağının özellikle teknoloji ve iletişimin son derece hızlı olduğu günümüzde turizm işletmeleri tarafından bir fırsat olarak kullanılabilme potansiyeli bulunmaktadır. Buna karşılık yaşanabilecek en küçük bir olumsuzluk da aynı derecede hızlı bir biçimde turizm işletmesine olumsuzluk olarak yansıtılabilecektir (Özbay ve Çekin, 2020: 329).

3.2. Turizm Türleri

Turizm; sağlık turizmi, kültür turizmi, deniz turizmi, kış turizmi, yaşlı engelli turizmi, yayla turizmi, mağara turizmi, iş ve kongre turizmi, inanç turizmi, hava sporları turizmi, akarsu-rafting turizmi ve su altı dalış turizmi olmak üzere gruplanabilmektedir.

Sağlık Turizmi: Tıp alanındaki gelişmelere paralel olarak gelişim gösteren bir turizm türüdür. Belirli bir süre bağlı bulunulan lokasyon, sağlık hizmeti almak amacıyla, terk edilerek hizmetin alınacağı destinasyona yerleşilmesi suretiyle gerçekleşmektedir. Bu yer değiştirme bir günden az, bir yıldan fazla olamaz. Sağlık turizmin temel amacı, daimi ikamet edilen lokasyonda ihtiyaç duyulan sağlık hizmetinin bulunmaması olabileceği gibi ihtiyaç duyulan sağlık hizmetinin daimi lokasyonda bulunsu dahi turizmin planlandığı lokasyonda daha ekonomik ya da daha nitelikli temin edilebilme olasılığının söz konusu olması olabilir (İştar, 2016: 26). Türkiye özellikle göz, kardiyoloji, ortopedi ve saç ekimi gibi sıralanabilecek sağlık alanlarında yurt dışından birçok turisti ağırlayabilme olanağına sahiptir. 2023 yılında Türkiye 1,4 milyon turiste 2,3 milyar dolar sağlık ihracatı gerçekleştirme başarısını gösterebilmiştir (TC Ticaret Bakanlığı).

Kültür Turizmi: Tarihsel kalıntı ve sanat eserlerinin, arkeolojik kazı alanlarının, sanat galerilerinin, yöreye ait tarihi ve kültürel varlıkların bireysel olarak, kültürel etkinlik vasıtasıyla ya da tur şirketleri aracılığı ile ziyaret edilmesi suretiyle gerçekleştirilen eylem kültür turizmi olarak adlandırılır. Kültür turizminde bireylerin entelektüel seviyelerini artırmak, ruhsal ve bilişsel olarak doyumluk hissetmek temel

amaçlardandır. Türkiye tarihsel birikimi bakımından oldukça zengin kültürel varlıklara sahip bir bölgedir. Yaklaşık 8 bine yakın kültürel destinasyona sahip Türkiye'ye misafir olan turistlerin yaklaşık 3'te 1'i kültürel turizm amacı ile gelmektedir (Richards, 2001: 23; Çolak, 2009: 33).

Deniz Turizmi: Deniz turizmi turizm sektörünün en çok tercih edilen, toplam içindeki en büyük paya sahip turizm türüdür. Kıyı turizmi olarak da ifade edilebilen deniz turizmi, deniz, kum, güneş gibi doğal olarak sahip olunması gereken destinasyonlara gerçekleştirilen seyahatlerdir. Tüm dünyada olduğu üzere Türkiye'de de kıyı turizmi tüm turizm türleri arasında en çok tercihe dilen turizm türüdür. Özellikle Türkiye'nin doğal plaj ve koy bakımından zengin olması ve üç tarafının denizlerle çevrili olması bu turizm türünün gelişmesinde önemli bir etkindir (Susam, 2007: 122). 2024 yılı verilerine göre yüksek standartlı plajlar olarak tanımlanan mavi bayraklı plaj sayısı 567 olarak kayıtlara geçmiştir (www.flypgs.com).

Kış Turizmi: Genel olarak kar mevsiminde yeterli düzeyde kar ve eğimin olduğu ve kış turizmin yapılmasına elverişli bölgelerde gerçekleştirilen aktiviteleri kapsar (Mursalov, 2009: 17). Kayak, snowboard ve trekking aktivitelerinin tercih edildiği kış turizmi Türkiye'de özellikle Uludağ, Kartepe, Palandöken ve Erciyes gibi lokasyonlarda yaygındır.

Yayla Turizmi: Kırsal ve yüksek rakımlı bölgelerde gerçekleşen turizm türüdür. Yayla turizmi kırsal turizm olarak da ifade edilebilmektedir. Kırsal turizmin yaygınlaşması kırsal bölgelerde altyapı hizmetinin yaygınlaşmasına, köyden göçü azaltmasına kırsal bölgelerin gelişmesi ve korunmasına, kamusal hizmetlerin kırsal alanlara yayılmasına olanak sağlamaktadır. Özellikle kırsal bölgelere özgü yöresel ürün ve gıdaların varlığı da yayla turizmini doğrudan etkilemektedir (Ayazlar ve Ayazlar, 2015: 174).

Mağara Turizmi: Mağaralar tabiatın doğası gereği oluşmuş yapılardır. Mağaraların çokluğu, ilgi çekiciliği, mağaraya ulaşımın kolaylığı, konaklama imkânlarının ayyınlığı ve çeşitliliği mağara turizmini doğrudan etkileyen bir unsurdur. Türkiye'de yaklaşık kırk bin civarı mağara bulunmasına karşılık bu mağaraların bin beş yüz kadarı mağara turizmi bakımından incelenmiş ve otuz kadarı ancak turizme açılabilmiştir. Türkiye'nin 1429 m ile en derin mağarası Mersin ili Peynirlikönu

mağarası olup en uzun mağarası ise Isparta ili Pınargözü mağarasıdır (Kahraman, 2019: 33).

İş ve Kongre Turizmi: İş ve kongre turizmi ticari ve akademik amaçla gerçekleştirilen turizm alt türüdür. Belirli zaman aralıklarında gerçekleştirilen toplantılar, sempozyumlar, kongre, etkinlikler ve sergiler iş ve kongre turizminin faaliyetlerini oluşturmaktadır. Kongre turizmi özellikle konaklama ve gıda sektörünü doğrudan destekleyen bir turizm alt dalıdır. Türkiye’de kongre turizmi özellikle İstanbul, Antalya ve İzmir’de yaygındır. 2023 hedefleri doğrultusunda Gaziantep ve Trabzon gibi illerin de kongre turizminden pay alması hedefler arasında yer almıştır (Pektaş ve Aydın, 2021: 73)

İnanç Turizmi: İnanç turizmi din turizmi olarak da ifade edilebilmektedir. Özellikle kutsal kabul edilen yerlere gerçekleştirilen turizm faaliyetidir. İnanç turizminin temel gerekçesi diğer turizm dallarından oldukça farklıdır. Bu bakımdan inanç turizmi gerçekleştirmek isteyen turistlerin turizm esneklikleri diğer turizm dallarına göre daha katıdır. Yani turistlerin turizm istekleri parasal ya da diğer çeşitli olgulardan çok etkilenmemektedir. İnanç turistleri hacı olarak ifade edilebilen inançlı kesim olabileceği gibi kültürel aktivistler de olabilmektedir. Türkiye’nin köklü geçmişi inanç turizmi destinasyonları bakımından zengin alternatiflere sahip olması sonucunu doğurmuştur (Koç, 2019: 13).

Hava Sporları Turizmi: Hava sporları turizmi yamaç paraşütü, planör, yelken, model uçak, balon ve paraşüt gibi alt branşlara ayrılan bir turizm alt dalıdır. En yaygın yamaç paraşütü olup Türkiye’de özellikle Fethiye, Pamukkale, Gölbaşı, Abant Kayseri ve Eskişehir’de oldukça yaygındır. Balon ile uçuş aktiviteleri ise özellikle Nevşehir ve Denizli illerinde yaygındır (Diker vd., 2016: 91).

Akarsu-Rafting Turizmi: Akarsu turizmi belirli zorluklar barındıran gerekli önlemlerin alınmadığı takdirde tehlikeli olabilecek bir turizm aktivitesidir. Akarsu rafting turizmini gerçekleştirecek olan bireyler mevcut yetenekleri ile bu turizmi gerçekleştirebilecekleri gibi uzman bir rehber eşliğinde de söz konusu faaliyette bulunabilirler (Buckley, 2009: 188). Rafting belirli bir debiye sahip hemen hemen birçok nehirde yapılabilmektedir. Oldukça çok alternatif olmasına rağmen belirli

lokasyonlar popülerliğini korumaktadır. Türkiye’de ilk rafting 1990 yılında Çoruh nehri üzerinde gerçekleştirilmiştir (Keleş vd., 2014: 811).

Su Altı Dalış Turizmi: Su altında yer alan doğal habitatı ya da tarihi bir batığı gözlemlemek amacıyla gerekli ekipman ve eğitime sahip olmak kaydı ile bir ekip eşliğinde gerçekleştirilen turizm aktivitesidir. Türkiye’nin 8.333 km’ sahip kıyı şeridi birçok dalış destinasyonuna ev sahipliği yapmaktadır (Kahraman, 2019: 37).

3.3. Ekonomi ve Turizm İlişkisi

Turizm birçok sektör ile doğrudan ve dolaylı ilişkilidir. Bu çok yönlü ilişki sebebi ile turizm sektörü seyahat ve turizm endüstrisi şeklinde ifade edilebilmektedir. Turizm ekonomisi bireylerin turizm ile ilgili ihtiyaçlarının karşılandığı endüstri olarak da ifade edilebilir (Bahar ve Kozak, 2013: 58). Yabancı turistlerin ülkeye döviz girdisi sağlaması turizmin hizmet ihracatı yönünü ön plana çıkarmakta ve bu gerekçe ile turizm gelirlerinin gayri safi milli hâsıla ile ilişkisi ekonomistlerce ayrıca incelenmektedir. Döviz girdisi sağlaması sebebi ile ülkelere dış ticaret dengesini sağlamada yardımcı olabilecek bir sektördür (Yarcan, 2006: 9).

Ekonomi ve turizm ilişkisi turizmin milli gelire etkisi, turizmin ekonomik büyümeye etkisi, turizmin istihdama etkisi, turizmin dış ticarete etkisi ve turizmin enflasyona etkisi alt başlıkları kapsamında incelenecektir.

Turizmin Milli Gelire Etkisi: Milli gelir belirli bir dönem içerisinde bir ekonomide üretilen tüm mal ve hizmetlerin toplam değerini ifade eden bir kavramdır. Bu kapsamda değerlendirildiğinde ülkede üretilen turizm hizmetinin sunulabilmesi için katlanılan harcamalar ve turizm hizmeti karşılığında turistlerin harcamaları da milli gelir hesabına dahil edilmektedir. Bu harcamalar turist harcamaları, yatırım harcamaları kamusal harcamalar ve sektörel harcamalar olarak gruplandırılabilir (Dinç 2017: 68). Turistlerin harcamaları konaklama, ulaşım, otel, beslenme ve diğer turizm faaliyetleri adına gerçekleştirdikleri harcamaları kapsamaktadır. Yatırım harcamaları turizm endüstrisinin sürekliliğinin sağlanması adına elde edilen gelirlerin bir kısmının yeni yatırım ya da mevcut yatırımın modernizasyonu kapsamında harcanması olarak ifade edilmektedir. Yatırım harcamaları sayesinde turizm işletmesi sunduğu hizmetin sürekliliğini sağlayabilecektir. Kamu harcamaları kamu tarafından gerçekleştirilmesi gereken harcamaları ifade etmektedir. Çevre temizliği, güvenlik, iletişim, ulaşım,

altyapı, yol ve tarihi mirasların korunması hizmetleri kamunun gerçekleştirmesi gereken hizmetlere örnek olarak verilebilir. Sektör harcamaları turizm sektörünün girdi maliyetlerini oluşturmaktadır. Bir bütün olarak değerlendirildiğinde turizm sektörü oldukça çok sayıda sektör ile ilişkisi bakımından milli gelir ile yakın ilişkilidir (Yıldırım, 2019: 1689).

Turizmin Ekonomik Büyüme Etkisi: Büyüme baz alınan zaman ile cari dönem arasındaki olumlu farktır. Büyüme ve kalkınma ülkelerin sürekli arzu ettikleri bir gelişmedir. Ekonomik anlamda büyüme ise ülkenin gayri safi milli hasılasının devamlı olarak yıllar itibari ile artış göstermesi anlamına gelmektedir. Ülkenin üretim çeşitliliği ve kapasitesinin artış göstermesi de ekonomik anlamda büyümeyi destekleyecektir. Bu kapsamda turizm endüstrisinin mal ve hizmet arzı ve kalitesi büyüdükçe ekonomide büyüyecektir. Ekonomi büyüdükçe de sektörlerin ilişkili yapısı gereği turizm endüstrisi büyüyecektir. Bu ikili arasında doğrudan ve dolaylı karşılıklı neden sonuç ilişkisinin bulunduğu rahatlıkla ifade edilebilir (Ohlan, 2017: 9; Polat ve Günay 2012: 205).

Turizmin İstihdama Etkisi: İstihdam en öz ifade bir ekonomide iş gücünün sürekli olarak çalıştırılması anlamına gelmektedir. Turizm endüstrisinin emek yoğun bir endüstri olduğu düşünüldüğünde turizm endüstrisinin ülke istihdamına katkısı oldukça yüksek düzeydedir. Dünya genelinde yaklaşık 212 milyon kişi turizm endüstrisinde istihdam edilmektedir. Türkiye’de ise turizm endüstrisi yaklaşık 47.300 kişiye istihdam sağlamaktadır. Bu istihdama doğrudan katkıdır. Turizm endüstrisinin diğer sektörlerle karmaşık ilişkisi düşünüldüğünde turizm endüstrisinin istihdama katkısının çok daha yüksek düzeylerde olduğu söylenebilir (Ünlüönen ve Şahin, 2011: 3).

Turizmin Dış Ticaret Dengesine Etkisi: Ödemeler bilançosu en öz ifade ile bir ülkede yerleşiklerin diğer ülke yerleşikleri ile gerçekleştirmiş oldukları işlemlerin kaydı anlamına gelmektedir. Bilanço cari işlemler, sermaye hesabı ve resmi rezervler hesabı kalemlerinden oluşmaktadır. Cari işlemler hesabı mal ve hizmet ithalat ve ihracatına ilişkin kayıtların tutulduğu hesaplardır. Bu noktada turizm endüstrisinin ve turizm endüstrisinin ilişkili olduğu sektörlerin yurt dışından gelen turistlere sunmuş olduğu turizm hizmetlerinden kaynaklı döviz gelirleri cari işlemler hesabına gelir olarak kaydedilmektedir. Dolayısıyla daha fazla turist, daha fazla döviz girdisi ve daha güçlü ödemeler bilançosu anlamına gelmektedir (Arabacı, 2018: 107)

Turizmin Enflasyona Etkisi: Enflasyon en öz ifade ile fiyatlar genel seviyesindeki devamı yükseliş olarak tanımlanabilir. Fiyatların artış göstermesi turizm mal ve hizmetlerinin fiyatlarını da artırmakta ve bu durumda turist sayısını ve turistlerin harcamalarını olumsuz etkileyebilmektedir. Enflasyonun devamlı artması bireylerin satın alma güçlerini olumsuz etkilediği düşünüldüğünde turizm endüstrisi de turistlerde süreçten olumsuz etkilenmektedir. Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere giden turistlerin etkileri de fiyat artışını hızlandırabilmektedir. Alım gücü yüksek olan yabancı turistlerin yüksek enflasyonun olduğu bölgede satın alım talepleri fiyatlarda talep yönlü artış olarak kendini gösterebilir (Dinç, 2017: 99). Özetle turizm hareketliliğinin olduğu bölgelerde alım gücü yüksek olan yabancı turistlerin varlığı bölgede turizm endüstrisinin ilişkili olduğu mal ve hizmetlerin fiyatlarında artışa yol açabilmektedir.

3.4. Dünyada ve Türkiye’de Turizm

Seyahat etme içgüdüğü coğrafi keşifleri etkilemiştir. Yeni coğrafi keşifler sonrası da seyahat içgüdüğü güçlenmiştir. Tarihi büyük keşiflerin gerçekleştirilmesinin temelinde de seyahat etme içgüdüğü oldukça güçlüdür. Seyahat etme ve yeni yerler görme ve keşfetme duygusu ne kadar eski tarihlere dayansa da turizm sektörünün gerçek anlamda devinimi ikinci dünya savaşı sonrası kendini göstermiştir.

Savaş sonrası dünya genelinde sağlanan yeni düzen ve barış ortamı ülkeler arası sosyal ve kültürel ilişkilerin daha da artmasına sınır ötesi ticaretin gelişmesine olanak sağlamıştır. Dünyanın küreselleşme sürecine doğru hızla ilerlemesi turizm endüstrisinde kendisini hissettirmiş ve tur operatörleri ve konaklama işletmeleri destinasyonlarına uluslararası uğrak noktalarını eklemişlerdir. 1970’li yıllarda İngiltere’de geliştirilen paket tur uygulamaları ile birçok lokasyonun bir bütün olarak planlanarak gezilip görülmesi hizmeti uygulamaya geçmiştir (Barutçugil, 1986:13). 1980’li yıllarda dünya genelinde turizm endüstrisi belirgin bir duraklamaya girmiş olsa da endüstri bu duraklamayı hızla aşarak dünya ticaretinden aldığı payı artırmaya devam etmiştir. 1990’lı yıllarda küreselleşme ile turizm endüstrisi daha da gelişim göstermiş olup günümüzde yaklaşık bir trilyon dolara yakın gelir elde edilen bir sektör haline gelmiştir.

Dünya Seyahat ve Turizm Konseyi (WTTC)’nin 2023 raporuna göre turizm endüstrisinin 2023 yılı itibari ile dünya gayri safi milli hasılasına %9,1 oranı ile katkıda bulunmuştur. Bu katkı 2022 yılına göre %23,2 civarı artmıştır. Dünya turizm

endüstrisinde yaklaşık 27 milyon yeni iş yaratılmış ve bu 2022 yılına kıyasla %9,1’lik artışla gerçekleşmiştir. 2023 yılında yurt içi yerli turistlerin harcamaları %18,1 artış göstermiştir. Yabancı turistlerin harcamaları ise 2023 yılında %33,1 düzeyinde bir artış göstermiştir (www.wttc.org)

Türk tarihinde turizm çok eski dönemlere değin uzamaktadır. Tarihte kervansaraylar ve hanlar o dönemin turistlerinin en gözde konaklama mekânlarındandır. Tarih boyu en önemli seyyah güzergâhı olan ipek yolu Anadolu topraklarından geçmektedir. Anadolu’nun özellikle kıtalar arası merkezi konumu ve köprü olma işlevi de turizmin eskilerden günümüze her dönem gözde olmasına olanak sağlamıştır. Anadolu öncesi Türk tarihinde ise kervansaraylara özdeş “Muyanlık” ismi verilen konaklama lokasyonları bulunmaktaydı. Kervansaray ve Muyanlık kültürünün devamı niteliğinde olabilecek ve aynı işi yapan “Hotel” isimli konaklama merkezleri ise 1850’li yıllarda İngiltere’de gelişmiştir (Özdemir, 1992: 80).

Cumhuriyet tarihimizde turizm endüstrisi ile ilişkili ve turizmin gelişimine katkı sağlamış ilk kuruluş Seyyahin Cemiyeti isimli kuruluştur. Cemiyet önce Türkiye Turing Kulübü adın 1930 yılında ise Türkiye Turing ve Otomobil Kurumu adını almıştır. Kurum daha çok trafik ve gümrük mevzuatının gelişimine katkı sağlamış bir kurumdur. Cumhuriyet tarihindeki ilk yasal düzenleme ise 1934 yılında İktisat Vekaleti Teşkilat ve Vazifeleri Hakkında 2450 sayılı bir kanun çıkarılması ile gerçekleşmiştir. 1940’lı yıllarda Turizmin ülke tanıtımındaki rolü anlaşılmış ve 1943 yılında Turizm Müdürlüğü, Basın Yayın Genel Müdürlüğü kapsamında kurulmuştur. Müdürlük 1949 yılında Turizm Ana Programını hazırlayarak ülkedeki turizmin geleceğinin temelini atmıştır. 1953 yılında ise Turizm Endüstrisini Teşvik Kanunu yürürlüğe girmiştir. 1963 yılında Turizm ve Tanıtma Bakanlığı kurulmuştur. Planlı dönem olarak adlandırılan ve 1960 sonrası gerçekleştirilen kalkınma planlarında turizm ile ilgili olarak yatırımların teşvik edilmesi, yabancı sermayenin desteklenmesi, turizmin kalkınması bağlamında öncelikli bölgelerin belirlenmesi, kültürel ve doğal mirasların korunmasına öncelik verilmesi, kamunun altyapı sorumluluklarını gerçekleştirmesi ve özel sektörün üst yapı sorumluluklarını üstlenmesi gibi sıralanabilecek başlıklarda turizm endüstrisi desteklenmesi ve geliştirilmesi hedeflenmiştir. 1982 yılında Kültür ve Turizm Bakanlığı kurulmuş ve aynı yıl Turizmi Teşvik Kanunu yürürlüğe girmiştir (Adaloğlu, 2005: 24-26). 1990 yıllara gelindiğinde Türkiye’de turizm işletme belgesine sahip 83.953 oda

kapasitesi ile 1260 tesis bulunmakta ilen 200 yılında 156367 oda ile 1824 tesis ve 2017 yılında 446228 oda ile 3771 tesis bulunmaktadır. Turizm Türkiye için bacasız sanayi olarak nitelenmekte ve her dönem kamunun çok önem verdiği bir sektör olmuştur. Ve nitekim 1990 yılında 1 milyon 90 bin olan turist sayısı 2000 yılında 9 milyon 990 bine yükselmiş ve 2018 yılına gelindiğinde 39 milyon 488 bin seviyelerine yükselmiştir. Yine aynı dönemde turizm gelirleri 3,2 milyar dolardan 7,6 milyar dolara 2018 yılında ise 29,5 milyar dolar seviyelerine yükselmiştir. Buna karşılık kişi başı harcanan dolar miktarı ise pek bi değişkenlik göstermemiştir. 1990 yılında 321 dolar olan kişi başı harcama miktarı 2000 yılında 764 dolar seviyelerine yükselirken 2018 yılında 647 dolar olarak gerçekleşmiştir (Ak, 2024: 34)

2024 yılında turizm gelirleri önceki yıla göre %8,3 artarak 61,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ziyaretçi sayısı önceki yıla nazaran %9 artışla 62 milyon 232 bin olarak gerçekleşmiştir (TUIK)

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SİSTEMATİK RİSKLER VE SERMAYE YAPISI: TURİZM SEKTÖRÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi

Tezin bu bölümünde sırasıyla çalışmanın amacı, çalışmanın kapsamı ve çalışmada kullanılan yöntem ile ilgili bilgi verilecektir.

4.1.1. Araştırmanın Amacı

Sermaye yapısı işletme faaliyetinin temelini oluşturmaktadır. Zira tüm işletme faaliyetleri belirli bir kaynak ihtiyacı ile gerçekleştirilmektedir. İhtiyaç duyulan kaynakların temin edilebilmesi ve bu ilişkilerin optimum maliyet ile yönetilebilmesi için sermaye yapısının sağlıklı bir alt yapıda olması gerekmektedir. İşletmeler faaliyet yaşam döngüleri içinde devamlı olarak normal ekonomik koşullar altında faaliyet yürütmezler bazı durumlarda ekonomik, siyasi ya da daha farklı bir durumdan kaynaklı olarak piyasa şartları normal koşullarda olmayabilir. Son yıllarda tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 pandemisi de bahsedilen normal olmayan koşullara verilebilecek örneklerdendir. İşte bu noktada belirsizlik ortamında sermaye yapısı değişkenlerinin nasıl reaksiyon verdiği normal ortama göre değişkenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin nasıl değiştiği ve belirsizliğin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin bilinmesi oldukça önem arz etmektedir. Bu çalışma ile belirsizlik ortamında sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi ve ilişkili oldukları sermaye yapısı teorilerinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

4.1.2. Araştırmanın Kapsamı

Çalışmanın uygulama örnekleme turizm sektörü olarak belirlenmiştir. Turizm sektörü Türkiye ekonomisi için oldukça önemli bir sektördür. Türkiye’de turizm

gelirleri GSMH'nın %5,5'nini oluşturmaktadır. Toplam ihracat gelirleri bakımından incelendiğinde turizm gelirleri toplam ihracat gelirlerinin %24,5'luk kısmını oluşturmaktadır. Türkiye turizmden elde ettiği gelir bakımından dünyada 6. sırada yer almaktadır. Toplam istihdamın %2,9'luk kısmı turizm sektöründe istihdam edilirken sektörde istihdam edilen kişi sayısı yaklaşık 890 bin kişidir. Bu kısa ve öz bilgiler ışığında sektörün Türkiye ekonomisi için ne denli önemli olduğu açıktır. Bu nedenle belirsizlik ortamında sermaye yapısı belirleyicilerinin incelendiği bu çalışmanın uygulama örneklemini Türkiye turizm sektörü olarak belirlenmiştir. Çalışmanın uygulama örneklemini turizm sektöründe faaliyet gösteren ve borsaya kote işletmeler oluşturmaktadır. Bu kapsamda uygulamanın kapsamı 2009 ve 2022 yılları arasında borsaya kayıtlı 9 turizm işletmesi ile sınırlıdır.

4.1.3. Araştırmada Kullanılan Yöntem, Veri Seti ve Değişkenler

Tezin uygulamasında panel veri analizi yöntemi kullanılacaktır. Panel veri analizi yöntemi zaman kesiti ve birim kesitinden oluşan ve zaman serisi yöntemlerine göre daha fazla veri içermesi bakımından daha nitelikli sonuçların alınabildiği bir analiz yöntemidir. 1950'li yıllarda Hildreth, Kuh ve 1960'lı yıllarda Zellner, Balestra ve Nerlove, Swamy gibi araştırmacıların kullanarak öncülük ettiği yöntemi günümüzde başta iktisat ve finans araştırmacıları sıklıkla kullanmaktadır. “T” zaman boyutunu ve “İ” birim boyutunu yer aldığı panel veri setleri zaman serilerine göre daha fazla veri içermektedir. Bu nedenle zaman serileri ile yapılan analizlerden elde edilen bulgulara kıyasla daha kapsamlı sonuçlar elde edilebilmektedir.

Bu tezde borsaya kayıtlı turizm işletmelerinin kamuoyuna açıkladıkları veri setlerinden derlenen bilgiler kullanılmıştır. Veriler Borsa İstanbul A.Ş. lisanslı veri dağıtıcısı olan Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim San. Tic. Ltd. Şti. (FİNNET) kuruluşundan temin edilmiştir.

BİST’de borsaya kayıtlı 9 turizm işletmesi bulunmaktadır. Tezin araştırma dönemi 2009 ve 2022 yılları aralığını kapsamaktadır. Veriler 3’er aylık yani çeyrek dönemlik finansal tablolardan tasnif edilmiştir. Toplamda 54 zaman döneminden oluşan veri setinin analizinde Stata 14 programı marifetinden yararlanılmıştır.

Analizde verileri kullanılan ve BİST’e kayıtlı turizm işletmeleri Tablo 4.1’de listelenmektedir.

Tablo 4. 1: Analiz Edilen Turizm İşletmelerinin Listesi

Sıra	Turizm İşletme Adı
1	Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.
2	Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.
3	Etiler Gıda ve Ticari Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.
4	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.
5	Martı Otel İşletmeleri A.Ş.
6	Merit Turizm Yatırım Ve İşletme A.Ş.
7	Petrokent Turizm A.Ş.
8	Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.
9	Ulaşlar Turizm Yatırımları ve Dayanıklı Tüketim Malları Ticaret Pazarlama A.Ş.

Tablo 4.1 listelenen ve BİST’ kayıtlı turizm işletmelerinin 2009 ve 2022 yılları aralığında kamuoyuna açıkladıkları bağımsız denetimden geçmiş finansal raporlarından tasnif edilmiş ve analizde bağımlı ve bağımsız değişkenler olarak kullanılmış değişkenlerin Tablo 4.2 listelenmektedir.

Tablo 4. 2: Analizde Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Değişken Türü	Değişkenler	Kısaltma
Bağımlı Değişkenler	Kısa Vadeli Borçlar/ Toplam Kaynak	KVB/TK
	Toplam Borç / Toplam Kaynak	TB/TK
	Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Kaynak	UVB/TK
	Öz Kaynak / Toplam Kaynak	ÖK/TK
Kukla Değişken	Pandemi	P
Bağımsız Değişkenler	Net kar/Toplam Öz kaynak	NK/ÖK
	Dönen Varlıklar/ Kısa Vadeli Borç	DV/KVB
	Dönen Varlıklar - Kısa Vadeli Borç	NİŞ
	Dönen Varlıklar/ Duran Varlıklar	DöV/DuV
	Satılan Malın Maliyeti / Stoklar	SMM/S
	Satılan Malın Maliyeti / Net satışlar	SMM/NS
	Net Satışlar /Ticari Alacaklar	NS/TİA
	Faaliyet Giderleri/ Net Satışlar	FG/NS
	Net Kar/ Toplam Aktif	NK/TA

Tablo 4.2’de yer alan 4 bağımsız değişken 1 kukla değişken ve 9 ile pandemi öncesi, pandemi dönemi ve pandeminin kukla değişken olduğu tüm üç farklı varsayım altında her varsayımda dört model kurulma üzere toplamda on iki model kurulmuştur.

Pandemi öncesi dönemi kapsayan araştırma döneminde 9 işletmenin 2009 ve 2019 yılları arasını kapsayan veri setinde zaman boyutu 44 gözlemde, birim boyutu ise 9 gözlemde oluşmaktadır. Pandemi dönemi kısıtlı bir zaman dilimi aralığında yer alıp 2020 ve 2022 yılları aralığını kapsamaktadır. Benzer şekilde 9 işletmenin pandemi dönemindeki birim boyutu 9 ve zaman boyutu 10'dur. Pandeminin kukla değişken olduğu ve tüm zaman dilimini kapsayan araştırma örneklemini ise 2009 ve 2022 yılları aralığını kapsamakta olup veri setinde 9 birim boyutu ve 54 zaman boyutu yer almaktadır.

4.2. Araştırmanın Bulguları

Araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler üç varsayım altında modellenmiştir. Bunlar pandemi dönemi, pandemi öncesi dönem ve tüm dönem olarak ayrılmaktadır. Devam eden kısımda bu üç varsayım altında gerçekleştirilen analizlere ilişkin bulgular aktarılacaktır.

4.2.1. Pandemi Öncesi Dönem

Uygulama veri setinden türetilen ve pandemi öncesi döneme ait bilgileri içeren veri seti 2009Q1 ve 2019Q4 yılları aralığını içermekte olup veriler çeyrek dönemliktir. Veri setinde 4 bağımlı 9 bağımsız değişken bulunmaktadır. Bağımlı ve bağımsız değişkenler ile aşağıdaki ekonometri modelleri oluşturulmuştur.

$$\text{Model}_1: (Kvb/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{Nk}{Ta_{i,t}} + \beta_2 \frac{Nk}{Ok_{i,t}} + \beta_3 \frac{Dv}{Kvb_{i,t}} + \beta_4 \frac{Niş_{i,t}}{S_{i,t}} + \beta_5 \frac{Döv}{Duv_{i,t}} + \beta_6 \frac{Smm}{S_{i,t}} + \beta_7 \frac{Smm}{Ns_{i,t}} + \beta_8 \frac{Ns}{Ta_{i,t}} + \beta_9 \frac{Fg}{Ns_{i,t}} + u_{i,t}$$

$$\text{Model}_2: (Tb/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{Nk}{Ta_{i,t}} + \beta_2 \frac{Nk}{Ok_{i,t}} + \beta_3 \frac{Dv}{Kvb_{i,t}} + \beta_4 \frac{Niş_{i,t}}{S_{i,t}} + \beta_5 \frac{Döv}{Duv_{i,t}} + \beta_6 \frac{Smm}{S_{i,t}} + \beta_7 \frac{Smm}{Ns_{i,t}} + \beta_8 \frac{Ns}{Ta_{i,t}} + \beta_9 \frac{Fg}{Ns_{i,t}} + u_{i,t}$$

$$\text{Model}_3: (Uvb/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{Nk}{Ta_{i,t}} + \beta_2 \frac{Nk}{Ok_{i,t}} + \beta_3 \frac{Dv}{Kvb_{i,t}} + \beta_4 \frac{Niş_{i,t}}{S_{i,t}} + \beta_5 \frac{Döv}{Duv_{i,t}} + \beta_6 \frac{Smm}{S_{i,t}} + \beta_7 \frac{Smm}{Ns_{i,t}} + \beta_8 \frac{Ns}{Ta_{i,t}} + \beta_9 \frac{Fg}{Ns_{i,t}} + u_{i,t}$$

$$\text{Model}_4: (Ok/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{Nk}{Ta_{i,t}} + \beta_2 \frac{Nk}{Ok_{i,t}} + \beta_3 \frac{Dv}{Kvb_{i,t}} + \beta_4 \frac{Niş_{i,t}}{S_{i,t}} + \beta_5 \frac{Döv}{Duv_{i,t}} + \beta_6 \frac{Smm}{S_{i,t}} + \beta_7 \frac{Smm}{Ns_{i,t}} + \beta_8 \frac{Ns}{Ta_{i,t}} + \beta_9 \frac{Fg}{Ns_{i,t}} + u_{i,t}$$

Pandemi öncesi dönemi temsilen tasnif edilen veri setine ilişkin temel istatistiki bilgiler Tablo 4.3’de yer almaktadır.

Tablo 4. 3: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Veriler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Kvb/Tk	396	0.1987634	0.2287358	0	0.9447156
Tb/Tk	396	0.3075463	0.2752437	0	0.9819614
Uvb/Tk	396	0.108783	0.1370807	0	0.5801838
Ök/Tk	396	0.5440727	0.3465949	-0.1036321	0.9936842
Nk/Ta	396	-0.0035471	0.1076359	-1.60367	0.4469185
Nk/Ök	396	-0.0435255	0.5311874	-7.24818	2.234139
Dv/Kvb	396	0.0363364	0.1442169	0	1.5802
Niş	396	-1.00E+04	7.00017	-1.00001	1.210008
Döv/Duv	396	9.079134	61.47256	0	556.4865
Smm/S	396	25.54247	51.24225	0	361.1511
Smm/Ns	396	1.133285	4.337157	0	62.40755
Ns/Tia	396	98.54713	1576.003	0	31306.28
Fg/Ns	396	1.002851	5.724521	0	74.627

Tablo 4.3 incelendiğinde pandemi öncesi döneme ait veri setinin 396 gözlemden oluştuğu gözlemlenmektedir. Sektörün pandemi öncesi döneme ait ortalama borçluluğuna bakıldığında oranın %30 düzeylerinde seyrettiği bu borcun %10’luk kısmının uzun vadeli, %20 lik kısmının ise kısa vadeli olduğu gözlemlenmektedir. Pandemi öncesi döneme ilişkin en yüksek borçluluk oranı %98 olarak gerçekleşirken minimum borçluluk oranının sıfır olduğu gözlemlenmektedir.

Pandemi öncesi dönemi temsilen tasnif edilen veri setine ilişkin değişkenlere ait korelasyon istatistikleri Tablo 4.4’de yer almaktadır.

Tablo 4. 4: Değişkenlere Ait Korelasyon

	Kvb/Tk	Tb/Tk	Uvb/Tk	Ök/Tk	Nk/Tia	Nk/Ök	Dv/Kvb	Niş	Dv/Dv	Smm/S	Smm/Ns	Ns/Tia	Fg/Ns
Kvb/Tk	1.00												
Tb/Tk	0.86	1.00											
Uvb/Tk	0.07	0.55	1.00										
Ök/Tk	-0.39	-0.44	-0.23	1.00									
Nk/Ta	-0.16	-0.15	-0.03	0.11	1.00								
Nk/Ök	-0.18	-0.16	-0.01	0.10	0.39	1.00							
Dv/Kvb	-0.15	-0.16	-0.07	0.23	0.01	0.02	1.00						
Niş	-0.32	-0.40	-0.26	0.35	0.11	-0.01	0.08	1.00					
Döv/Du	-0.07	-0.12	-0.10	0.15	0.05	0.01	0.76	0.02	1.00				
Smm/S	-0.17	-0.08	0.12	0.27	0.09	0.05	0.08	0.19	-0.06	1.00			
Smm/Ns	0.08	0.14	0.14	-0.01	-0.06	-0.02	-0.01	0.05	-0.04	-0.04	1.00		
Ns/Tia	-0.04	-0.05	-0.04	0.07	-0.07	0.03	0.54	0.01	0.43	-0.01	-0.02	1.00	
Fg/Ns	-0.06	0.08	0.18	-0.02	-0.02	0.01	-0.02	0.02	-0.02	-0.04	0.77	-0.01	1.00

Tablo 4.4 incelendiğinde değişkenlere ait ikili en yüksek korelasyon %86 ile Tb/Tk ve Kvb/Tk arasında yer almaktadır. Bu iki değişken aynı anda modele dahi edilmemektedir. Çünkü ikisi de bağımlı değişkendir. İkinci en yüksek korelasyonlu değişkenler %77 ile Smm/Ns ve Fg/Ns değişkenleri arasında gözlemlenmiştir.

Uygulamanın devam eden kısımlarında değişkenlere homojenlik testi, değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığı testi ve birim kök testleri uygulanmalıdır. Çalışmada homojenlik testi olarak Swammy S homojenlik testi, yatay kesit bağımlılığı testi olarak CD test ve birim kök testi olarak Harris Tvazalis birim kök testinin birinci kuşak ve ikinci kuşak versiyonları uygulanmıştır.

Tablo 4.5'te modelde yer alan değişkenlere ait homojenlik, yatay kesit bağımlılığı ve birim kök testleri yer almaktadır.

Tablo 4. 5: Değişkenlere Ait Homojenlik, Yatay Kesit Bağımlılığı ve Birim Kök Testleri

Değişkenler	Homojenlik		Yatay Kesit Bağımlılığı		Birim Kök Testi	
	Swammy s		Cdlm test		Harris ve Tvazalis	
	coef	p val	coef	p val	coef	p val
Kvb/Tk	1094.94	0.000	-0.12	0.908	0.5571	0.000
Tb/Tk	1124.45	0.000	7.33	0.000	0.6541	0.000
Uvb/Tk	816.81	0.000	15.11	0.000	0.8550	0.000
Ök/Tk	1332.58	0.000	4.3	0.000	0.0489	0.000
Nk/Ta	102.62	0.000	-0.91	0.363	0.0880	0.000
Nk/Ök	73.77	0.000	-0.2	0.844	0.1754	0.000
Dv/Kvb	177.53	0.000	1.56	0.119	0.5677	0.000
Niş	263.95	0.000	-1.79	0.074	0.5978	0.000
Döv/Du	422.68	0.000	-2.09	0.037	0.8283	0.000
Smm/S	132.61	0.000	3.07	0.000	0.4558	0.000
Smm/Ns	812.36	0.000	2.59	0.010	0.0991	0.000
Ns/Tia	45.17	0.000	7.85	0.000	-0.0267	0.000
Fg/Ns	85.16	0.000	4.34	0.000	0.1401	0.000

Tablo 4.5 incelendiğinde analizde kullanılan tüm değişkenlerin Swammy S homojenlik test sonuçlarının anlamlı oldukları ve değişkenlerin homojen oldukları gözlemlenmektedir. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına bakıldığında Kvb/Tk, Nk/Tia, Nk/Ök ve Dv/Kvb değişkenlerinin Cdlm test istatistiklerinin anlamsız olduğu gözlemlenmektedir Buna göre bu değişkenlerin yatay kesit bağımsız olduğu diğer değişkenlerin ise yatay kesit bağımlı olduğu kabul edilmektedir. Yatay kesit bağımsız değişkenlere Harris ve Tvazalis birim kök testinin birinci kuşak versiyonu, yatay kesit

bağımlı değişkenlere ise Harris ve Tvazalis birim kök testinin ikinci kuşak versiyonu uygulanmıştır. Birim kök test sonuçlarına göre tüm değişkenlerin düzeyde durağan oldukları bulgusuna ulaşılmıştır.

Uygulamanın devam eden kısmında bağımlı ve bağımsız değişkenler ile kurulan modellere F LM ve Hausman testleri uygulanmalı ve uygun tahminci belirlenmelidir. F testi modelin sabit etkiler ve havuzlanmış etkiler ile çözümünde karar vermek için, LM testi modelin havuzlanmış ve rassal etkiler ile çözümüne karar vermek için ve Hausman testi ise modelin sabit ve rassal etkiler ile çözümüne karar vermek için uygulanır.

Tablo 4. 6: Modeller Ait F ve LM Test Sonuçları

	F Testi	P Value	LM Testi	P Value	Sonuç
Kvb/Tk	20.66	0.000	0.000	1.000	Fixed
Tb/Tk	19.86	0.000	0.000	1.000	Fixed
Uvb/Tk	15.94	0.000	0.000	1.000	Fixed
Ök/Tk	14.67	0.000	0.000	1.000	Fixed

Tablo 4.6’da yer alan F testi sonuçlarına bakıldığında tüm sonuçların P-Val olasılık değerlerinin %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmektedir. Buna göre model havuzlanmış modelden ziyade sabit etkiler modeli ile çözümlemeye uygundur. Tabloda yer alan LM test sonuçlarına bakıldığında ise sonuçlar tüm modellerin rassal etkilerden ziyade havuzlanmış modele uygun olduğu sonucunu vermektedir. Bu nedenle sabit ve rassal etkilere uygunluğun karşılaştırıldığı Hausman testine gerek duyulmaksızın tüm modellerin sabit etkiler ile çözümlenmesinin uygun olduğu belirlenmiştir.

Çalışmanın devam eden kısmında modelde heteroekdistite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığının test edilmesi gerekmektedir.

Tablo 4. 7: Modeller Ait Heterokedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	Heterokedastite	P Value	Otokorelasyon		Yatay Kesit Bağımlılığı	P Value
Kvb/Tk	1015.13	0.000	1.3039	1.6754	0.325	0.000
Tb/Tk	692.30	0.000	1.2746	1.7754	0.621	0.000
Uvb/Tk	27427.28	0.000	0.8815	1.4461	0.496	0.000
Ök/Tk	468.16	0.000	1.6517	1.9994	0.863	0.000

Tablo 4.7 incelendiğinde heterokedastite sonuçlarına göre tüm modellerde heterokedastitenin varlığı kabul edilmektedir. Otokorelasyon test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellere ait istatistiklerin 2 limit değerinin altında olduğu gözlemlenmekte ve buna göre tüm modellerde otokorelasyonun varlığı anlamlı kabul edilmektedir. Modellerde yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellerin yatay kesit bağımlı olduğu kabul edilmektedir. Bu aşamada modellerde yer alan bu etkiler ya arındırılmalı ya da bu etkilerin varlığı altında tahminleme yapan dirençli bir tahminci tercih edilmelidir. Bu çalışmada bu üç etkinin varlığında tahminleme yapan Driscoll Kraay tahmincisinin kullanılması uygun bulunmuştur.

Driscoll Kraay tahmincisi ile elde edilen panel regresyon sonuçları Tablo 4.8’de yer almaktadır.

Tablo 4. 8: Panel Regresyon Sonuçları

Pandemi	KVB/TK		TB/TK		UVB/TK		ÖK/TK	
Öncesi Dönem	coef	p val	coef	p val	coef	p val	coef	p val
Nk/Tia	-0.0253	0.785	-0.0360	0.706	-0.0107	0.857	0.1382	0.643
Nk/Ök	-0.0476	0.186	-0.0432	0.039**	0.0044	0.846	0.0220	0.143
Dv/Kvb	-0.1508	0.000*	-0.1528	0.003*	-0.0020	0.941	0.3758	0.029**
Niş	-6.6510	0.000*	-5.3310	0.032**	1.3210	0.520	5.0210	0.032**
Döv/Du	0.0001	0.380	0.0006	0.730	-0.0008	0.264	-0.0003	0.351
Smm/S	0.0006	0.622	0.0005	0.056***	0.0050	0.046**	-0.0002	0.355
Smm/Ns	0.0003	0.678	0.0006	0.568	0.0033	0.508	0.0016	0.322
Ns/Tia	1.7906	0.086***	2.0106	0.175	2.9007	0.693	-7.7106	0.089***
Fg/Ns	0.0006	0.199	0.0040	0.000*	0.0034	0.000*	-0.0005	0.697

Not: istatistiksel olarak anlamlılık $p < 0,01$ ise “*” ile, $0,1 \leq p < 0,05$ ise “**” ile $0,5 \leq p < 1$ ise “***” olarak simgelenmiştir

Tablo 4.8’e göre Kvb/Tk’nın bağımlı değişken olduğu modelde Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Kvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, Ns/Tia değişkeninin Kvb/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Kvb/Tk değişkeni ile negatif yönlü, Ns/Tia değişkeninin ise Kvb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Tb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Dv/Kvb ve Fg/Ns değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, Nk/Ök ve Niş değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerinde %5 önem düzeyinde ve Smm/s değişkeninin Tb/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Nk/Ök, Niş ve Dv/Kvb değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni ile negatif yönlü ilişkili, Smm/s ve Fg/Ns değişkenlerinin ise Tb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Uvb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Fg/Ns değişkeninin Uvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde ve Smm/s değişkeninin ise Uvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Fg/Ns ve Smm/s değişkenlerinin Uvb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Ök/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %5 önem düzeyinde, Ns/Tia değişkeninin Ök/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni ile pozitif yönlü, Ns/Tia değişkeninin ise Ök/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

4.2.2. Pandemi Dönemi

Uygulama veri setinden türetilen ve pandemi dönemine ait bilgileri içeren veri seti 2020Q1 ve 2022Q4 yılları aralığını içermekte olup veriler çeyrek dönemliktir. Veri setinde 4 bağımlı 9 bağımsız değişken bulunmaktadır. Bağımlı ve bağımsız değişkenler ile aşağıdaki ekonometri modelleri oluşturulmuştur.

$$\begin{aligned} \text{Model_1: } (Kvb/Tk)_{it} &= \alpha + \beta_1 Nk/_{Ta_{i,t}} + \beta_2 Nk/_{Ök_{i,t}} + \beta_3 Dv/Kvb_{i,t} + \beta_4 Niş_{i,t} + \\ &\beta_5 Döv/Duv_{i,t} + \beta_6 Smm/S_{i,t} + \beta_7 Smm/Ns_{i,t} + \beta_8 Ns/Ta_{i,t} + \beta_9 Fg/Ns_{i,t} + u_{i,t} \\ \text{Model_2: } (Tb/Tk)_{it} &= \alpha + \beta_1 Nk/_{Ta_{i,t}} + \beta_2 Nk/_{Ök_{i,t}} + \beta_3 Dv/Kvb_{i,t} + \beta_4 Niş_{i,t} + \\ &\beta_5 Döv/Duv_{i,t} + \beta_6 Smm/S_{i,t} + \beta_7 Smm/Ns_{i,t} + \beta_8 Ns/Ta_{i,t} + \beta_9 Fg/Ns_{i,t} + u_{i,t} \end{aligned}$$

$$\text{Model_3: } (Uvb/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 Nk/_{Ta_{i,t}} + \beta_2 Nk/_{\ddot{O}k_{i,t}} + \beta_3 Dv/_{Kvb_{i,t}} + \beta_4 Ni\ddot{s}_{i,t} + \beta_5 D\ddot{ö}v/_{Duv_{i,t}} + \beta_6 Smm/_{S_{i,t}} + \beta_7 Smm/_{Ns_{i,t}} + \beta_8 Ns/_{Ta_{i,t}} + \beta_9 Fg/_{Ns_{i,t}} + u_{i,t}$$

$$\text{Model_4: } (\ddot{O}k/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 Nk/_{Ta_{i,t}} + \beta_2 Nk/_{\ddot{O}k_{i,t}} + \beta_3 Dv/_{Kvb_{i,t}} + \beta_4 Ni\ddot{s}_{i,t} + \beta_5 D\ddot{ö}v/_{Duv_{i,t}} + \beta_6 Smm/_{S_{i,t}} + \beta_7 Smm/_{Ns_{i,t}} + \beta_8 Ns/_{Ta_{i,t}} + \beta_9 Fg/_{Ns_{i,t}} + u_{i,t}$$

Pandemi dönemini temsilen tasnif edilen veri setine ilişkin temel istatistiki bilgiler Tablo 4.9’da yer almaktadır.

Tablo 4. 9: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Veriler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
KVB/TK	90	0.1635483	0.2350819	0	0.9404908
TB/TK	90	0.3161613	0.2606082	0	0.9703281
UVB/TK	90	0.152613	0.137307	0	0.651294
ÖK/TK	90	0.6171025	0.3279352	-0.1277293	0.9855184
NK/TA	90	0.0289913	0.89092	-0.1792093	0.3499214
NK/ÖK	90	0.0188595	0.2092	-0.9983679	0.466217
DV/KVB	90	0.0447224	0.53204	0	0.2126548
NİŞ	90	-4.520007	2.74008	-1.29009	3.2008
DöV/Du	90	1.125083	2.456783	0	13.39598
SMM/S	90	44.91026	109.0216	-0.4151689	571.4567
SMM/NS	90	0.7540712	0.8995791	-0.0660381	6.209679
NS/TİA	90	10.65416	26.35645	0	128.4194
FG/NS	90	0.6382629	0.8225089	0	5.887817

Tablo 4.9 incelendiğinde pandemi dönemine ait veri setinin 90 gözlemden oluştuğu gözlemlenmektedir. Sektörün pandemi döneminin yaşandığı 2020 ve 2022 yılları aralığındaki ortalama borçluluğuna bakıldığında oranın %31 düzeylerinde seyrettiği bu borcun %15’luk kısmının uzun vadeli, %16 lik kısmının ise kısa vadeli olduğu gözlemlenmektedir. Pandemi öncesi döneme ilişkin en yüksek borçluluk oranı %98 olarak gerçekleşirken minimum borçluluk oranının sıfır olduğu gözlemlenmektedir.

Pandemi dönemini temsilen tasnif edilen veri setine ilişkin değişkenlere ait korelasyon istatistikleri Tablo 4.10’da yer almaktadır.

Tablo 4. 10: Değişkenlere Ait Korelasyon

	Kvb/Tk	Tb/Tk	Uvb/Tk	Ök/Tk	Nk/Ta	Nk/Ök	Dv/Kvb	Niş	Dv/Dv	Smm/S	Smm/Ns	Ns/Tia	Fg/Ns
Kvb/Tk	1												
Tb/Tk	0.85	1											
Uvb/Tk	-0.09	0.44	1										
Ök/Tk	-0.65	-0.75	-0.31	1									
Nk/Ta	-0.25	-0.25	-0.06	0.27	1								
Nk/Ök	-0.42	-0.32	0.11	0.26	0.65	1							
Dv/Kvb	-0.36	-0.29	0.05	0.4	0.38	0.3	1						
Niş	-0.71	-0.58	0.11	0.55	0.14	0.18	0.28	1					
Döv/Du	-0.07	-0.15	-0.16	0.21	0.27	0.18	0.6	0.15	1				
Smm/S	-0.13	0.08	0.4	0.01	0.24	0.2	0.45	0.18	0.1	1			
Smm/Ns	0.33	0.29	-0.01	-0.11	-0.37	-0.38	-0.23	-0.1	-0.03	-0.06	1		
Ns/Tia	-0.12	0.11	0.42	-0.05	0.11	0.18	0.24	0.09	0.04	0.59	-0.06	1	
Fg/Ns	-0.01	0.04	0.03	-0.15	-0.15	-0.41	-0.11	0.04	0.01	0.01	0.1	-0.01	1

Tablo 4.10 incelendiğinde değişkenlere ait ikili en yüksek korelasyon %85 ile Tb/Tk ve Kvb/Tk arasında yer almaktadır. Bu iki değişken aynı anda modele dahi edilmemektedir. İkinci en yüksek korelasyonlu değişken %75 ile Ok/Tk ve Tb/Tk arasında yer almaktadır.

Uygulamanın devam eden kısımlarında değişkenlere homojenlik testi, değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığı testi ve birim kök testleri uygulanmalıdır. Çalışmada homojenlik testi olarak Swamy S homojenlik testi, yatay kesit bağımlılığı testi olarak CD test ve birim kök testi olarak Harris Tazalis birim kök testinin birinci kuşak ve ikinci kuşak versiyonları uygulanmıştır.

Tablo 4.11’de modelde yer alan değişkenlere ait homojenlik, yatay kesit bağımlılığı ve birim kök testleri yer almaktadır.

Tablo 4. 11: Modellere Ait F ve LM Test Sonuçları

	F Testi	P Value	LM Testi	P Value	Sonuç
KVB/TK	60.75	0.000	0.000	1.000	Fixed
TB/TK	43.28	0.000	0.000	1.000	Fixed
UVB/TK	39.96	0.000	0.000	1.000	Fixed
ÖK/TK	33.09	0.000	0.000	1.000	Fixed

Tablo 4.11’de yer alan F testi sonuçlarına bakıldığında tüm sonuçların P-Val olasılık değerlerinin %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmektedir. Buna göre model havuzlanmış modelden ziyade sabit etkiler modeli ile çözümlemeye uygundur. Tabloda yer alan LM test sonuçlarına bakıldığında ise sonuçlar tüm modellerin rassal etkilerden ziyade havuzlanmış modele uygun olduğu sonucunu vermektedir. Bu nedenle sabit ve rassal etkilere uygunluğun karşılaştırıldığı Hausman testine gerek duyulmaksızın tüm modellerin sabit etkiler ile çözümlenmesinin uygun olduğu belirlenmiştir.

Çalışmanın devam eden kısmında modelde heteroskedastite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığının test edilmesi gerekmektedir

Tablo 4. 12: Modellere Ait Heteroskedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	Heteroskedastite	P Value	Otokorelasyon	Yatay Kesit Bağımlılığı	P Value
KVB/TK	16365.67	0.000	0.8800	0.9403	0.500
TB/TK	9550.82	0.000	0.6922	0.7488	0.680
UVB/TK	68152.01	0.000	0.3980	0.4380	0.959
ÖK/TK	39238.47	0.000	1.8898	1.9440	0.568

Tablo 4.12 incelendiğinde heterokedastite sonuçlarına göre tüm modellerde heterokedastitenin varlığı kabul edilmektedir. Otokorelasyon test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellere ait istatistiklerin 2 limit değerinin altında olduğu gözlemlenmekte ve buna göre tüm modellerde otokorelasyonun varlığı anlamlı kabul edilmektedir. Modellerde yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellerin yatay kesit bağımlı olduğu kabul edilmektedir. Bu aşamada modellerde yer alan bu etkiler ya arındırılmalı ya da bu etkilerin varlığı altında tahminleme yapan dirençli bir tahminci tercih edilmelidir. Bu çalışmada bu üç etkinin varlığında tahminleme yapan Driscoll Kraay tahmincisinin kullanılması uygun bulunmuştur.

Tablo 4. 13: Panel Regresyon Sonuçları

Pandemi	KVB/TK		TB/TK		UVB/TK		ÖK/TK	
Dönemi	coef	p val	coef	p val	coef	p val	coef	p val
NK/TA	-0.1286	0.595	-0.3286	0.084***	-0.2003	0.054***	0.4409	0.058***
NK/ÖK	-0.1648	0.093***	-0.0942	0.172	0.0705	0.343	0.1339	0.048**
DV/KVB	-0.1988	0.234	0.0635	0.884	0.2623	0.420	0.13736	0.133
NİŞ	-6.0501	0.000*	-3.1610	0.029**	2.9010	0.044**	3.7611	0.444
Döv/Du	-0.0340	0.001*	-0.0509	0.000*	-0.0168	0.005**	0.0304	0.027**
SMM/S	0.0008	0.229	0.0001	0.106	0.0002	0.801	-0.0001	0.180
SMM/NS	0.0016	0.923	0.1289	0.405	0.0112	0.186	0.0290	0.228
NS/TİA	-0.0004	0.135	0.0006	0.858	0.0005	0.143	0.0004	0.231
FG/NS	0.0011	0.558	0.0070	0.662	-0.0045	0.386	-0.0765	0.035**

Tablo 4.13'e göre Kvb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Döv/Du ve Niş değişkenlerinin Kvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde Nk/Ök değişkeninin Kvb/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Nk/Ök, Niş ve Döv/Du ile negatif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna varılmıştır.

Tb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Döv/Du değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, Niş değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerinde %5 önem düzeyinde ve Nk/Ta değişkeninin Tb/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Nk/Ta, Niş ve

Döv/Du değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni ile negatif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Uvb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Nk/Ta, Niş ve Dv/Du değişkenin Uvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Nk/Ta, Niş ve Döv/Du ile negatif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna varılmıştır.

Ök/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Nk/Ök, Döv/Du ve Fg/Ns değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %5 önem düzeyinde, değişkeninin Nk/Ta değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Nk/Ta, Nk/Ök ve Döv/Du değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni ile pozitif yönlü, Fg/Ns değişkeninin ise Ök/Tk değişkeni ile negatif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

4.2.3. Tüm Dönem

Uygulama veri setinin tamamı olan ve pandemiye temsilen kukla değişkenin modele dahil edildiği veri seti 2009Q1 ve 2022Q4 yılları aralığını içermekte olup veriler çeyrek dönemliktir. Veri setinde 4 bağımlı 9 bağımsız değişken bulunmaktadır. Bağımlı ve bağımsız değişkenler ile aşağıdaki ekonometri modelleri oluşturulmuştur.

$$\text{Model}_1: (Kvb/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 Nk/Ta_{i,t} + \beta_2 Nk/\ddot{O}k_{i,t} + \beta_3 Dv/Kvb_{i,t} + \beta_4 Niş_{i,t} + \beta_5 Döv/Duv_{i,t} + \beta_6 Smm/S_{i,t} + \beta_7 Smm/NS_{i,t} + \beta_8 Ns/Ta_{i,t} + \beta_9 Fg/NS_{i,t} + \beta_{10} P_{i,t} + u_{i,t}$$

$$\text{Model}_2: (Tb/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 Nk/Ta_{i,t} + \beta_2 Nk/\ddot{O}k_{i,t} + \beta_3 Dv/Kvb_{i,t} + \beta_4 Niş_{i,t} + \beta_5 Döv/Duv_{i,t} + \beta_6 Smm/S_{i,t} + \beta_7 Smm/NS_{i,t} + \beta_8 Ns/Ta_{i,t} + \beta_9 Fg/NS_{i,t} + \beta_{10} P_{i,t} + u_{i,t}$$

$$\text{Model}_3: (Uvb/Tk)_{it} = \alpha + \beta_1 Nk/Ta_{i,t} + \beta_2 Nk/\ddot{O}k_{i,t} + \beta_3 Dv/Kvb_{i,t} + \beta_4 Niş_{i,t} + \beta_5 Döv/Duv_{i,t} + \beta_6 Smm/S_{i,t} + \beta_7 Smm/NS_{i,t} + \beta_8 Ns/Ta_{i,t} + \beta_9 Fg/NS_{i,t} + \beta_{10} P_{i,t} + u_{i,t}$$

$$\text{Model}_4: (\ddot{O}k/T_k)_{it} = \alpha + \beta_1 \frac{Nk}{Ta_{i,t}} + \beta_2 \frac{Nk}{\ddot{O}k_{i,t}} + \beta_3 \frac{Dv}{Kvb_{i,t}} + \beta_4 \frac{Ni}{\ddot{S}_{i,t}} + \beta_5 \frac{D\ddot{O}v}{Duv_{i,t}} + \beta_6 \frac{Smm}{S_{i,t}} + \beta_7 \frac{Smm}{NS_{i,t}} + \beta_8 \frac{Ns}{Ta_{i,t}} + \beta_9 \frac{Fg}{NS_{i,t}} + \beta_{10} P_{i,t} + u_{i,t}$$

Pandemi öncesi ve pandemi döneminin tamamını temsilen tasnif edilen veri setine ilişkin temel istatistiki bilgiler Tablo 4.14’ te yer almaktadır.

Tablo 4. 14: Değişkenlere Ait Temel İstatistiki Veriler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
KVB/TK	486	0.1922421	0.2300866	0	0.9447156
TB/TK	486	0.3091417	0.2723508	0	0.9819614
UVB/TK	486	0.1168996	0.1380371	0	0.651294
ÖK/TK	486	0.5575967	0.3440597	-0.1277293	0.9936842
NK/TA	486	0.0024785	0.1051296	-1.60367	0.4469185
NK/ÖK	486	-0.0319727	0.4876442	-7.24818	2.234139
DV/KVB	486	0.0378894	0.1321706	0	1.5802
NİŞ	486	-1.74E+07	1.350008	-1.29009	3.2008
DöV/Du	486	7.606161	55.57261	0	556.4865
SMM/S	486	29.1291	66.15374	-0.4151689	571.4567
SMM/NS	486	1.06306	3.935796	-0.0660381	62.40755
NS/TİA	486	82.27065	1422.734	0	31306.28
FG/NS	486	0.9353345	5.18009	0	74.627

Tablo 4.14 incelendiğinde Pandemi öncesi ve pandemi döneminin tamamına ait veri setinin 486 gözlemden oluştuğu gözlemlenmektedir. Sektörün tüm döneme ait ortalama borçluluğuna bakıldığında oranın %30 düzeylerinde seyrettiği bu borcun %11’luk kısmının uzun vadeli, %19 lik kısmının ise kısa vadeli olduğu gözlemlenmektedir. Pandemi öncesi döneme ilişkin en yüksek borçluluk oranı %98 olarak gerçekleşirken minimum borçluluk oranının sıfır olduğu gözlemlenmektedir.

Pandemi öncesi dönemi temsilen tasnif edilen veri setine ilişkin değişkenlere ait korelasyon istatistikleri Tablo 4.15’te yer almaktadır.

Tablo 4. 15: Değişkenlere Ait Korelasyon

	Kvb/Tk	Tb/Tk	Uvb/Tk	Ök/Tk	Nk/Ta	Nk/Ök	Dv/Kvb	Niş	Dv/Dv	Smm/S	Smm/Ns	Ns/Tia	Fg/Ns
Kvb/Tk	1.00												
Tb/Tk	0.86	1.00											
Uvb/Tk	0.03	0.53	1.00										
Ök/Tk	-0.44	-0.49	-0.23	1.00									
Nk/Ta	-0.18	-0.16	-0.02	0.14	1.00								
Nk/Ök	-0.19	-0.16	-0.01	0.12	0.40	1.00							
Dv/Kvb	-0.16	-0.16	-0.05	0.24	0.04	0.03	1.00						
Niş	-0.40	-0.38	-0.08	0.34	0.08	0.01	0.08	1.00					
Döv/Du	-0.06	-0.11	-0.10	0.14	-0.01	0.01	0.75	0.02	1.00				
Smm/S	-0.15	-0.02	0.21	0.18	0.13	0.06	0.11	0.16	-0.05	1.00			
Smm/Ns	0.09	0.13	0.12	-0.01	-0.08	-0.03	-0.01	0.01	-0.01	-0.03	1.00		
Ns/Tia	-0.03	-0.05	-0.03	0.06	-0.01	0.01	0.53	0.01	0.43	-0.01	-0.01	1.00	
Fg/Ns	-0.01	0.07	0.16	-0.01	-0.02	-0.01	-0.02	0.01	-0.02	-0.03	0.77	-0.01	1.00

Tablo 4.15 incelendiğinde değişkenlere ait ikili en yüksek korelasyon %86 ile Tb/Tk ve Kvb/Tk arasında yer almaktadır. Bu iki değişken aynı anda modele dahi edilmemektedir. Çünkü ikisi de bağımlı değişkendir. İkinci en yüksek korelasyonlu değişkenler %77 ile Fg/Ns ve Smm/Ns değişkenleri arasında gözlemlenmiştir.

Uygulamanın devam eden kısımlarında değişkenlere homojenlik testi, değişkenlere ait yatay kesit bağımlılığı testi ve birim kök testleri uygulanmalıdır. Çalışmada homojenlik testi olarak Swammy S homojenlik testi, yatay kesit bağımlılığı testi olarak CD test ve birim kök testi olarak Harris Tvazalis birim kök testinin birinci kuşak ve ikinci kuşak versiyonları uygulanmıştır.

Tablo 4.16’da modelde yer alan değişkenlere ait homojenlik, yatay kesit bağımlılığı ve birim kök testleri yer almaktadır.

Tablo 4. 16: Değişkenlere Ait Homojenlik, Yatay Kesit Bağımlılığı ve Birim Kök Testleri

Değişkenler	Homojenlik		Yatay Kesit Bağımlılığı		Birim Kök Testi	
	Swammy s		cd test		Harris ve Tvazalis	
	coef	p val	coef	p val	coef	p val
KVB/TK	821.13	0.000	1.55	0.122	0.6298	0.000
TB/TK	1096.53	0.000	6.13	0.000	0.6849	0.000
UVB/TK	929.97	0.000	14.64	0.000	0.8377	0.000
ÖK/TK	1370.83	0.000	3.45	0.000	0.1843	0.000
NK/TA	90.97	0.000	1.37	0.170	0.1393	0.000
NK/ÖK	67.25	0.000	0.66	0.512	0.1792	0.000
DV/KVB	245.83	0.000	3.19	0.001	0.5791	0.000
NİŞ	208.82	0.000	5.31	0.000	0.8699	0.000
DöV/Du	474.81	0.000	-2.65	0.008	0.8306	0.000
SMM/S	130.41	0.000	2.54	0.000	0.5199	0.000
SMM/NS	658.38	0.000	1.75	0.080	0.1153	0.000
NS/TİA	45.42	0.000	6.23	0.000	-0.0208	0.000
FG/NS	82.17	0.000	7.72	0.000	0.1583	0.000

Tablo 4.16 incelendiğinde analizde kullanılan tüm değişkenlerin Swammy S homojenlik test sonuçlarının anlamlı oldukları ve değişkenlerin homojen oldukları gözlemlenmektedir. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına bakıldığında Kvb/Tk, Nk/Ta, ve Nk/Ök değişkenlerinin Cdlm test istatistiklerinin anlamsız olduğu gözlemlenmektedir Buna göre bu değişkenlerin yatay kesit bağımsız olduğu diğer değişkenlerin ise yatay kesit bağımlı olduğu kabul edilmektedir. Yatay kesit bağımsız değişkenlere Harris ve Tvazalis birim kök testinin birinci kuşak versiyonu, yatay kesit bağımlı değişkenlere ise Harris ve Tvazalis birim kök testinin ikinci kuşak versiyonu

uygulanmıştır. Birim kök test sonuçlarına göre tüm değişkenlerin düzeyde durağan oldukları bulgusuna ulaşılmıştır.

Tablo 4. 17: Modellere Ait F ve LM Test Sonuçları

	F Testi	P Value	LM Testi	P Value	Sonuç
KVB/TK	71.62	0.000	0.000	1.000	Fixed
TB/TK	55.17	0.000	0.000	1.000	Fixed
UVB/TK	56.96	0.000	0.000	1.000	Fixed
ÖK/TK	39.90	0.000	0.000	1.000	Fixed

Tablo 4.17’de yer alan F testi sonuçlarına bakıldığında tüm sonuçların P-Value olasılık değerlerinin %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu gözlemlenmektedir. Buna göre model havuzlanmış modelden ziyade sabit etkiler modeli ile çözümlemeye uygundur. Tabloda yer alan LM test sonuçlarına bakıldığında ise sonuçlar tüm modellerin rassal etkilerden ziyade havuzlanmış modele uygun olduğu sonucunu vermektedir. Bu nedenle sabit ve rassal etkilere uygunluğun karşılaştırıldığı Hausman testine gerek duyulmaksızın tüm modellerin sabit etkiler ile çözümlenmesinin uygun olduğu belirlenmiştir.

Çalışmanın devam eden kısmında modelde heteroekdistite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığının test edilmesi gerekmektedir.

Tablo 4. 18: Modellere Ait Heterokedastite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

	Heterokedastite	P Value	Otokorelasyon		Yatay Kesit Bağımlılığı	P Value
KVB/TK	15439.08	0.000	0.8550	0.8827	0.378	0.000
TB/TK	11479.39	0.000	0.6912	0.7376	0.529	0.000
UVB/TK	11162.60	0.000	0.4319	0.4831	0.706	0.000
ÖK/TK	14849.05	0.000	1.7310	1.7701	0.705	0.000

Tablo 4.18 incelendiğinde heterokedastite sonuçlarına göre tüm modellerde heterokedastitenin varlığı kabul edilmektedir. Otokorelasyon test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellere ait istatistiklerin 2 limit değerinin altında olduğu gözlemlenmekte ve buna göre tüm modellerde otokorelasyonun varlığı anlamlı kabul edilmektedir. Modellerde yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarına bakıldığında ise tüm modellerin yatay kesit bağımlı olduğu kabul edilmektedir. Bu aşamada modellerde yer

alan bu etkiler ya arındırılmalı ya da bu etkilerin varlığı altında tahminleme yapan dirençli bir tahminci tercih edilmelidir. Bu çalışmada bu üç etkinin varlığında tahminleme yapan Driscoll Kraay tahmincisinin kullanılması uygun bulunmuştur.

Driscoll Kraay tahmincisi ile elde edilen panel regresyon sonuçları 4.19’da yer almaktadır.

Tablo 4. 19: Panel Regresyon Sonuçları

Tüm Dönem	KVB/TK		TB/TK		UVB/TK		ÖK/TK	
	coef	p val	coef	p val	coef	p val	coef	p val
P	-0.0438	0.058***	0.0021	0.935	0.0460	0.0006*	0.0804	0.016**
NK/TA	-0.0431	0.667	-0.1018	0.418	-0.0587	0.368	0.2665	0.383
NK/ÖK	-0.0516	0.134	-0.0442	0.027**	0.0074	0.748	0.0177	0.171
DV/KVB	-0.1870	0.002*	-0.2225	0.21	-0.0354	0.438	0.5251	0.033**
NİŞ	-5.7510	0.000*	-3.1610	0.000*	2.5910	0.000*	3.1910	0.001*
DöV/Du	0.0002	0.132	0.0001	0.340	-0.0003	0.704	-0.0005	0.243
SMM/S	0.0002	0.004*	0.0006	0.000*	0.0004	0.000*	-0.0005	0.000*
SMM/NS	0.0006	0.473	0.0012	0.317	0.0006	0.224	0.0021	0.223
NS/TİA	2.5906	0.104	3.7206	0.149	1.1306	0.350	-0.0001	0.080***
FG/NS	0.0006	0.149	0.0042	0.000*	0.0035	0.000*	-0.0018	0.170

Tablo 4.19’a göre Kvb/Tk’nın bağımlı değişken olduğu modelde Smm/S, Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Kvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, P değişkeninin Kvb/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında P, Dv/Kvb ve Niş değişkenlerinin Kvb/Tk değişkeni ile negatif yönlü, Smm/s değişkeninin ise Kvb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Tb/Tk’nın bağımlı değişken olduğu modelde Fg/Ns, Smm/S ve Niş değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, Nk/Ök değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni üzerinde %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Nk/Ök ve Niş değişkenlerinin Tb/Tk değişkeni ile negatif yönlü ilişkili, Smm/s ve Fg/Ns değişkenlerinin ise Tb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Uvb/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde P, Niş, Smm/S ve Fg/Ns değişkeninin Uvb/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında P, Niş, Smm/S ve Fg/Ns değişkeninin Uvb/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Ök/Tk'nın bağımlı değişken olduğu modelde Niş ve Smm/S değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni üzerindeki etkisinin %1 önem düzeyinde, P ve Dv/Kvb değişkeninin Ök/Tk değişkeni üzerinde %5 önem düzeyinde ve Ns/Tia değişkeninin Ök/Tk değişkeni üzerinde %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ile ilişki yönüne bakıldığında Smm/S ve Ns/Tia değişkenlerinin Ök/Tk değişkeni ile negatif yönlü, P, Dv/Kvb ve Niş değişkeninin ise Ök/Tk değişkeni ile pozitif yönlü ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

SONUÇ, TARTIŞMA VE ÖNERİLER

Pandemi öncesi döneme ilişkin sonuçlara bakıldığında Dv/Kvb, Niş ve Ns/Tia değişkenlerinin Kvb/Tk üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi dönemine baktığımızda ise Nk/Ök, Döv/Du ve Niş değişkenleri nin Kvb/Tk üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi önce döneme ilişkin ns/tia ve kvb/tk arasındaki istatistiksel sonuca bakıldığında işletmelerin satışlarını artırmak adına kısa vadeli borç finansmanına yöneldiği söylenebilir. Bu durum agresif bir büyüme stratejisidir. Zira kısa vadeli finansmanı yönetmek oldukça risklidir. Dv/kvb ve kvb/tk ilişkisine bakıldığında işletmenin benzer şekilde kısa vadeli finansmanı dönen varlık finansmanından başka alanlarda kullandığı sonucu göze çarpmaktadır zira kvb miktarı arttıkça dv/kvb azalmaktadır. Bu durum da elde edilen kvb nin amacı dışında kullanılmış olabileceği yorumunu doğurabilmektedir. Pandemi dönemine bakıldığında nk/ök değişkeninin kvb/tk ile negatif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu beklenildik bir sonuçtur zira kısa vadeli borç finansmanı beraberinde faiz yükünü artırmakta bu durum da işletmenin öz sermaye karlılığını azaltmaktadır. Döv/du değişkeninin kvb/tk ile ilişkisine bakıldığında negatif ilişkili olduğu gözlemlenebilmektedir. Bu sonuca göre de işletmelerin kvb ile elde ettiği finansmanı olması gerektiği gibi kullanmadıkları yorumuna ulaşılmaktadır. Çünkü kvb miktarı arttıkça döv miktarının da artması umulurken döv/du oranının azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bakıldığında her iki dönemde de anlamlı olan değişken Niş değişkenidir. Niş her iki dönemde de Kvb/ Tk üzerinde negatif etkiye sahiptir. Net İşletme Sermayesi (NİŞ) Dönen Varlık- Kısa Vadeli Borç olarak hesaplanmaktadır. Aralarındaki negatif ilişki kısa vadeli borç artarken. Niş'in azaldığı anlamına gelmektedir. Bu durum ise işletmenin kısa vadeli borç finansmanını dönen varlıktan ziyade duran varlık finansmanında kullandığı sonucunu doğurmaktadır. Bu durum işletmelerin finansman kararlarını sağlıklı alamadığı şeklinde yorumlanabilir. Sürecin iyi yönetilememesi işletmeleri finansal sıkıntıya sürüklüyecek düzeyde olması bakımından oldukça risklidir.

Pandemi öncesi dönemde Nk/Ta, Dv/Kvb, Niş, Smm/Ns ve Fg/Ns değişkenlerinin Tb/Tk üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi

dönemine baktığımızda ise Nk/Ta , $Ni\dot{s}$ ve $D\ddot{o}v/Du$ değişkenlerinin Tb/Tk üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi öncesi dönemde öz sermaye karlılığı ile toplam borçlanma arasında negatif ilişki bulgusu beklendik bir sonuçtur. Zira artan faiz yükü işletmelerde karlılığı azaltıcı bir etki doğurması beklenir. Pandemi öncesi dönemde dv/kvb değişkeni ile toplam borçlanma arasında negatif bir ilişkinin varlığı elde edilmiştir. Bu durum işletmenin borçlanma oranı arttıkça dönen varlıklarının aynı oranda artmadığı şeklinde yorumlanabilir. Bu durumda işletmeler elde ettiği finansmanı dönen varlık için kullanmadıkları şeklinde yorumlanabilir. Bu bulgu yukarıda açıklanan bulgularla da tutarlıdır. Smm/s değişkeni toplam borçlanma ile pozitif ilişkilidir bu durumda işletme artan faiz maliyetlerini smm 'ye eklemekte ve bunun sonucu olarak nihai smm de artmaktadır. Zira bu sonuç beklendik bir sonuçtur.

Pandemi öncesi döneme ilişkin sonuçlara bakıldığında Smm/S ve Fg/Ns değişkenleri Uvb/Tk üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi dönemine baktığımızda ise Nk/Ta , $Ni\dot{s}$ ve $D\ddot{o}v/Du$ değişkenlerinin Uvb/Tk üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi öncesi dönemde uzun vadeli finansmana yönelinmesinin satılan malın maliyetini artırdığı görülmektedir bu durum beklendik bir sonuçtur zira faiz maliyetinin artması nihai olarak maliyetleri de artıracaktır. Benzer şekilde uzun vadeli finansman ile faaliyet giderleri/net satışlar arasında da pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum turizm işletmelerinde operasyonel verimliliğin azaldığını, artan finansman maliyetlerinin faaliyet giderlerini artırdığı şeklinde yorumlanabilir. Pandemi dönemine bakıldığında uzun vadeli borç/toplam kaynak değişkeni ile net kar/toplam aktif değişkenin negatif ilişkili olduğu gözlemlenebilmektedir. Bu durum artan finansman maliyetlerinin karlılığı olumsuz etkilediğinin bir göstergesidir.

Pandemi öncesi döneme ilişkin sonuçlara bakıldığında Dv/Kvb , $Ni\dot{s}$ ve Ns/Tia değişkenlerinin $\ddot{O}k/Tk$ üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi dönemine baktığımızda ise Nk/Tk , $Nk/\ddot{O}k$, $D\ddot{o}v/Du$ ve Fg/Ns değişkenlerinin Uvb/Tk üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Pandemi öncesi dönemde dv/kvb ve $ni\dot{s}$ değişkenlerinin $\ddot{O}k/tk$ ile pozitif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Bu durum işletmenin dönen varlıklarını ve net işletme sermayesini öz kaynakla finanse ettiği şeklinde yorumlanabilir. Bu durum doğru bir finansman politikası olarak kabul edilen bir durum değildir genel kabul görmüş ilkelere göre dönen varlıklar kısa vadeli

kaynaklar ile finanse edilmelidir. Benzer biçimde artan öz kaynak finansmanının ns/tia ile negatif ilişkili olduğu bulgusu öz kaynak finansmanının satışlara olumlu yansımadığını göstermektedir.

Pandeminin kukla değişken olarak modele dahil edildiği 2009 ve 2022 yılları arasını kapsayan veri setinin analiz bulgularına bakıldığında pandemi kukla değişkeninin kvb/tk ile negatif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Aynı dönemde pandemi kukla değişkeni uvb/tk ve ök/tk değişkeni ile pozitif ilişkilidir. Yani Covid 19 pandemisi turizm işletmelerinde kısa vadeli borç finansmanının azalmasına uzun vadeli finansman ve öz kaynak ile finansmanın ise artmasına yol açmıştır. Belirsizlik ortamının öngörülemezliği ile söz konusu finansman stratejileri birlikte yorumlandığında sektörün finansman stratejisi gerçekçidir zira belirsizlik ortamında kısa vadeli finansman işletmelerin finansman yüklerinin daha da artırmasına ve işletmelerin nakit akış problemi ile maruz kalmalarına yol açabilir.

Genel olarak bakıldığında Turizm işletmelerinin kısa vadeli finansman politikalarını iyi yönetemedikleri gözlemlenmektedir. Bu durumdan kaynaklı olarak dönen varlık ve net işletme sermayesi finansman politikalarını da gözden geçirmeleri önerilir. Genel kabul görmüş ilkeler söz konusu kalemlerin uzun vadeli finansman kaynaklarından ziyade kısa vadeli finansman kaynakları ile yönetilmesini önermektedir. Buna karşılık özellikle belirsizlik ortamlarında öz kaynak ile finansman eğilimlerinden ötürü sektörün öz kaynak ile finansman eğilimi tarafımızca olumlu karşılanmıştır. Bu bakımdan sektörün ilişkili olduğu sermaye yapısı teorisinin finansman hiyerarşisi olduğu söylenebilir. Çalışmanın pandemi öncesi, pandemi dönemi ve tüm dönem olmak üzere üçlü karşılaştırma olanağı sunması bakımından literatüre katkı sağlayacağı öngörülmektedir. Benzer biçime yaşanan diğer belirsizlik ortamlarının etkisinin araştırılması çalışmaya ilgi duyan diğer araştırmacılara önerilir.

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, N., & Deniz, D. (2015). Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sanayi şirketlerinin sermaye yapılarının firmaya özgü belirleyicileri. *Sosyoekonomi*, 23(26), 195–214.
- Adalıoğlu, S. (2005). Türkiye ekonomisinde turizm sektörünün yeri ve dış turizm talep tarihi (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı.
- Ak, Ö. (2024). Turizm gelirlerinin makroekonomik etkilerinin analizi: Asya-Pasifik ülkeleri ve Türkiye örneği (Yayımlanmamış doktora tezi). Sakarya Uygulamalı Bilimler Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Turizm İşletmeciliği Anabilim Dalı.
- Akat, Ö. (1997). *Pazarlama ağırlıklı turizm işletmeciliği*. Ekin Kitabevi.
- Akay, Y. (2021). *Sermaye yapısı belirleyicileri: Katılım 30 endeksi firmaları üzerine bir uygulama* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Şırnak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akbulak, Y. (2016). TTK ışığında anonim şirketlerde pay senetleri. *Ankara Barosu Dergisi*, 1, 506–523.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol.
- Akkaynak, B. (2022). Sermaye yapısı teorileri ve Türk bankacılık sisteminin sermaye yapısı belirleyicileri. *Akdeniz İİBF Dergisi*, 22(1), 57–68.
- Akkaynak, B. (2020). Covid-19'un BİST sektörleri üzerine etkisi. In İ. Cebeci (Ed.), *Covid-19 salgınının işletme dünyasına yansımaları*. Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Akova, O. (2006). Yerel halkın turizmin etkilerini algılamalarına ve tutumlarına yönelik bir araştırma. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 1(2), 77–109.
- Alsü, E., & Yarımbaş, E. (2017). Sermaye yapılarının belirlenmesinde finansal hiyerarşi teorisi ve ödünleşme teorisi: İmalat sektörü üzerine ekonometrik bir analiz. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7.
- Altan, M., Şekeroğlu, G., & Karahan, N. S. (2016). Türkiye'nin finansal risk haritası. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 203–224.
- Arabacı, H. (2018). Turizm sektörünün ekonomik büyümeye etkisi üzerine teorik bir inceleme. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(3), 104–109.
- Arnold, G. (2013). *Corporate financial management*. London: Prentice Hall Pearson Education Limited.
- Atalay, O. (2015). Anonim şirketlerde bilgi alma ve inceleme haklarının mahkeme aracılığıyla kullanılması. *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 16(Özel Sayı), 53–76.
- Ayazlar, G., & Reyhan, A. (2015). Rural tourism, a conceptual approach. In C. Avcıkurt (Ed.), *Tourism, environment and sustainability* (pp. 167–185). Sofia.
- Aydın, N., Başar, M., & Coşkun, M. (2010). *Finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Bahar, O., & Kozak, M. (2013). *Turizm ekonomisi* (5. baskı). Detay Yayınları.
- Balachandran, V., Raghavan, G., & Sundaram, G. S. (2001). *Financial management*. Pondicherry University MBA Workshop.

<http://www.pondiuni.edu.in/sites/default/files/Financial%20Management-230113.pdf>

- Barutçugil, İ. S. (1986). *Turizm ekonomisi ve turizmin Türkiye ekonomisindeki yeri*. Beta Yayınları.
- Başoğlu, U., Ceylan, A., & Parasız, İ. (2009). *Finans: Teori, kurum, uygulama*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- BBC. (2025, Nisan 14). *BBC News*. <https://www.bbc.com>
- Bilgin, R. (2018). Gelişmekte olan ülkelerde sermaye yapısı belirleyicileri: Hiyerarşik lineer model yaklaşımı. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 36(3), 1–27.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2009). *Financial management: Theory and practice*. USA: South Western Cengage Learning.
- Buckley, R. (2009). White-water tourism. In B. Prideaux & M. Cooper (Eds.), *River tourism* (pp. 181–196). CAB.
- Buferna, F., Bangassa, K., & Hodgkinson, L. (2005). Determinants of capital structure: Evidence from Libya. *Research Paper Series*, 2005(8), 1–31.
- Canbaş, S., & Doğukanlı, H. (2012). *Finansal pazarlar, finansal kurumlar ve sermaye pazarı analizleri*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Ceylan, A. (2003). *Finansal teknikler*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Çav, N. B. (2011). *Sistemik riskin konaklama işletmelerinin kârlılık oranları üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş. örneği* [Yüksek lisans tezi, Muğla Üniversitesi]. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çeker, M. (2004). Anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin yönetime katılması. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(1), 37–56.
- Çolak, O. (2009). *Turistik ürün çeşitlendirme kapsamında kırsal turizm ve kırsal turizm işletmeciliği: Şirince örneği* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Turizm Anabilim Dalı.
- Çolak, O., & Batman, O. (2021). Turizmin sosyo-kültürel etkileri: Taraklı’da bir araştırma. *Güncel Turizm Araştırmaları Dergisi*, 5(1), 149–174.
- Dalak, S., & Karadeniz, E. (yıl yok). Makroekonomik değişkenlerin sermaye yapısı üzerine etkisi: Konaklama işletmeleri üzerine uluslararası bir karşılaştırma. *Uluslararası Yönetim ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(16), 2–27.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. USA: John Wiley & Sons.
- Diker, O., Çetinkaya, A., & Cinkara, A. (2016). Hava sporları turizmi ve Safranbolu'nun hava sporları potansiyelinin belirlenmesi. *Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(1), 84–100.
- Dinç, H. (2017). *Türkiye’de turizm sektörünün iktisadi analizi: Ekonometrik bir uygulama* (Doktora tezi). Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğanay, M. (2016). Döviz kuru riski yönetimine sektörel bir yaklaşım. *Uluslararası Kültürel ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2(Special Issue 1), 149–164.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. *National Bureau of Economic Research*, 215–262.

- Dünya Seyahat ve Turizm Konseyi. (t.y.). *Economic impact*. <https://wtcc.org/research/economic-impact> (Erişim Tarihi: 22 Şubat 2025).
- Engin, N. O., Erbaş, C. Ü., & Sökmen, A. G. (2019). Sermaye yapısının belirlenmesinde finansman hiyerarşisi teorisi: Türkiye'deki işletmeler üzerine panel veri analizi. *Business and Economics Research Journal*, 10, 687–698.
- Erol, A. F. (2015). *İşletmelerin sermaye yapılarının belirlenmesinde finansal hiyerarşi teorisinin kullanımı ve BIST'te bir uygulama* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Fabozzi, F. J. (1995). *Investment management*. New Jersey, USA: Prentice Hall International.
- Fabozzi, F. J., & Peterson, P. (2003). *Financial management & analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Flypgs. (t.y.). *Türkiye'nin en iyi mavi bayraklı plajları*. <https://www.flypgs.com/blog/turkiyenin-en-iyi-mavi-bayrakli-plajlari> (Erişim Tarihi: 21 Şubat 2025).
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.
- Gökbel, S. A. (2003). *Süre temelli portföyler ve İMKB'de uygulanabilirliği*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (2001). *Financial markets and corporate strategy*. New York: The McGraw-Hill Companies.
- Güner, A. (2016). *Türkiye'deki işletmelerde sermaye yapısı belirleyicileri: BİST'de bir uygulama* (Yayımlanmamış doktora tezi). Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finansman Anabilim Dalı.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Holland, J. (1993). *International financial management*. Cambridge: Blackwell Publishing Company.
- İş Yatırım. (2025, Nisan 13). *Yatırım araçları ve analizler*. <https://www.isyatirim.com.tr>
- İştar, E. (2016). Health tourism in Turkey. *Uluslararası Sağlık Yönetimi ve Stratejileri Araştırma Dergisi*, 1(3), 26–35.
- Kabakçı, Y. (2007). *Sermaye yapısının firmaların finansal performansı üzerine etkisi* (Yayımlanmamış doktora tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kahraman, O. C. (2019). *Turist deneyimi ve tekrar ziyaret etme niyeti arasındaki ilişkide kişilik özelliklerinin aracı rolü: Alternatif turizm türlerine katılan turistler üzerine bir araştırma* (Yayımlanmamış doktora tezi). İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kalkan, O. (1995). *Turizm mevzuatımız*. Turizm Bakanlığı Yayınları.
- Karabıyık, L., & Anbar, A. (2010). *Sermaye piyasası ve yatırım analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Karadeniz, E., Dalak, S., Beyazgül, M., & Günay, F. (2017). Türk turizm sektöründe finansman kararlarının alt sektörler kapsamında karşılaştırmalı analizi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(2), 157–170.

- Karadeniz, E., Kaplan, F., & Günay, F. (2016). Sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisi: Borsa İstanbul turizm şirketlerinde bir araştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13(3), 38–55.
- Karan, M. B. (2001). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kaya, A., Güngör, B., & Özçomak, M. S. (2014). Politik risk yatırımcının dikkate alması gereken bir risk midir? Borsa İstanbul örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(1), 74–87.
- Keleş, D. (2015). TMS 29 yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama standardı çerçevesinde finansal tabloların düzeltilmesi ve finansal analiz sonuçları üzerine etkileri. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(3), 31–52.
- Keleş, E., Gül, G., Tuğluer, M., & Uzun, Ö. F. (2014). Antalya-Köprüçay rafting merkezinin turizm ve rekreasyonel yönden mevcut durum analizi. In *II. Uluslararası Odun Dışı Orman Ürünleri Sempozyumu* (pp. 809–819). Kahramanmaraş.
- Keyvan, E., & Yurdakul, Ö. (2016). Kuş gribi ve insan sağlığı üzerine etkileri. *Lalahan Hayvancılık Araştırma Enstitüsü Dergisi*, 56(2), 70–77.
- Koç, D. (2019). *Rafting turizminin bölgesel ekonomiye etkileri: Antalya Köprülü Kanyon örneği* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Necmettin Erbakan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Rekreasyon Yönetimi Anabilim Dalı.
- Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2012). *Sermaye piyasası ve menkul değer analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2017). *Sermaye piyasası ve menkul kıymet analizi* (8. baskı). Bursa: Ekin Kitabevi.
- Korkmaz, T., Albayrak, A. S., & Karataş, A. (2007). Hisse senetleri İMKB’de işlem gören KOBİ’lerin sermaye yapısının incelenmesi: 1997–2004 dönemi. *İktisat İşletme ve Finans*, 22(253), 79–96.
- Korkmaz, T., Aydın, N., & Sayılğan, G. (2013). *Portföy yönetimi*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Levy, H., & Sarnat, M. (1993). *Capital investment and financial decisions* (5th ed.). New Jersey, USA: Prentice Hall.
- Mandacı, P. E. (2003). Türk bankacılık sektörünün taşıdığı riskler ve finansal krizi aşmada kullanılan risk ölçüm teknikleri. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(1), 67–84.
- Meggison, W. L., & Smart, S. B. (2008). *Introduction to corporate finance*. South-Western Cengage Learning.
- Miskin, F. S. (1992). *The economics of money, banking and financial markets* (3rd ed.). USA: [Yayınevi adı eksik].
- Moyer, R. C., McGuigan, J. R., Rao, R., & Kretlow, W. J. (2012). *Contemporary financial management*. South-Western Cengage Learning.
- Mursalov, M. (2009). *Bir turistik ürün çeşitlendirmesi olarak kış turizmi ve kış turizmi açısından Azerbaycan’ın Guba-Haçmaz turizm bölgesinin arz potansiyeli*

- (Basılmamış yüksek lisans tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C., & 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.
- Ohlan, R. (2017). The relationship between tourism, financial development and economic growth in India. *Future Business Journal*, 3, 9–22. <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S2314721017300063>
- Okka, O. (2015). *Analitik finansal yönetim: Teori ve problemler* (Güncellenmiş 6. baskı). Nobel Kitabevi.
- Okuyan, A., & Taşcı, M. (2010). Sermaye yapısının belirleyicileri: Türkiye’deki en büyük 1000 sanayi işletmesinde bir uygulama. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 4(1), 105–120.
- Ökten, N. Z., & Acaravcı, A. (2004). Türkiye imalat sanayiinde Schumpeterci yaklaşımın test edilmesi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(1), 1–15.
- Özbay, G., & Çekin, A. (2020). Turizm, ulaşım ve sosyal medya etkileşimi: Doğu ekspresi ve Kars’taki konaklama işletmelerine yönelik bir araştırma. *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(1), 327–344.
- Özdemir, M. (1992). *Turizmin Türkiye’nin sosyo-ekonomik yapısına etkileri*. Ankara.
- Öztürk, B., & Şahin, E. E. (2013). İMKB’de işlem gören spor firmalarının sermaye yapısının belirleyicileri üzerine bir analiz. *Verimlilik Dergisi*, 2013(1), 7–24.
- Paramasivan, C., & Subramanian, T. (2008). *Financial management*. New Delhi: New Age International Limited Publishers.
- Parlak, A. A., & Sayılğan, G. (2019). Türkiye’de faktoring şirketlerinin sermaye yapısının belirleyicileri. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 401–423.
- Pektaş, Ç., & Aydın, S. (2021). Kongre turizmi ile ilgili hazırlanan lisansüstü tezlerin bibliyometrik profili. *Turizm Ekonomi ve İşletme Araştırmaları Dergisi*, 3(1), 72–83.
- Polat, E., & Günay, S. (2012). Türkiye’de turizm ve ihracat gelirlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin testi: Eşbütünleşme ve nedensellik analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Dergisi*, 16(2), 204–211.
- Poultry World. (2025, Nisan 14). *Spotlight on the economic and public health impacts of avian flu*. <https://www.poultryworld.net/health-nutrition/health/spotlight-on-the-economic-and-public-health-impacts-of-avian-flu/>
- Richards, G. (2001). *Cultural attractions and European tourism*. New York: CABI Publishing.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2013). *Corporate finance* (10th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.

- Sarioğlu, S. E., Kurun, E., & Güzeldere, H. (2013). Sermaye yapısının belirleyicileri: İMKB'de işlem gören çimento, otomotiv ve bilişim sektörlerinin sermaye yapısı analizi. *Ege Academic Review*, 13(4), 475–484.
- Saunders, A. (1994). *Financial institutions management: A modern perspective*. USA: Richard D. Irwin Inc.
- Sayılgan, G., & 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.
- Sayılgan, G., Karabacak, H., & 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.
- Sevilengül, O. (2011). *Genel muhasebe*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Susam, N. (2007). Turizm sektörünün Türkiye ekonomisi üzerindeki olumlu etkileri (ss. 77–154). İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- T.C. Ticaret Bakanlığı. (t.y.). *Sağlık turizminde küresel merkez Türkiye*. <https://ticaret.gov.tr/haberler/saglik-turizminde-kuresel-merkez-turkiye#:~:text=%C3%9C%lkemiz%2C%202022%20y%C4%B1%C4%B1%20sa%C4%9F%C4%B1%20hizmeti,2%2C%20milyar%20dolara%20y%C3%BCkselimi%C5%9Ftir>. (Erişim Tarihi: 21 Şubat 2025).
- Taner, B., & Akakya, C. G. (2009). *Sermaye piyasası faaliyet alanı ve menkul kıymetler*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Tezcan, K., Önal, Y. B., Karadeniz, E., & Kandır, S. Y. (2007). *Türk turizm sektörü ve vergi uygulamaları*. Adana: Nobel Kitabevi.
- Topçu, N., & Demirkol, V. (2015). Sermaye şirketlerinde sermaye artırım işlemleri ve muhasebeleştirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 65, 137–146.
- Tuncer, S. Ç., & Ulusoy, Y. (2017). Yedek akçeler. *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 19(Özel Sayı), 1971–1996.
- Turan, Ş. T. (2006). Hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler üzerine bir araştırma (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). (2025, Nisan 15). *Resmi istatistikler*. <https://www.tuik.gov.tr>
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). (t.y.). *Ana sayfa*. <https://www.tuik.gov.tr/> (Erişim Tarihi: 22 Şubat 2025).
- Türko, M. R. (2002). *Finansal yönetim*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Ural, M. (t.y.). *Yatırım fonlarının performans ve risk analizi*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Usta, Ö. (2005). *İşletme finansmanı ve finansal yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Usta, Ö., & Demireli, E. (2010). Risk bileşenleri analizi: İMKB'de bir uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 6(12), 25–36.
- Ünlüönen, K., & Şahin, S. Z. (2011). Turizmde istihdam. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(37), 1–25.
- Üstünel, İ. E. (2000). *Durağan portföy analizi ve İMKB verilerine uygulanması*. Ankara: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları.
- Van Horne, J. C. (1971). *Financial management and policy*. USA: Prentice-Hall.

- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management*. London: Prentice Hall Pearson Education Limited.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Le Fur, Y., Dallochio, M., & Salvi, A. (2005). *Corporate finance: Theory and practice*. England: John Wiley & Sons.
- Yarcan, Ş. (2006). *Turizm endüstrisinin yapısı* (3. baskı). Boğaziçi Üniversitesi Matbaası, İstanbul.
- Yıldıran, Ö. G. D. M. (2004). İhracat yapan işletmelerin kur riski yönetiminde yeni mali yöntemleri kullanım sıklığı üzerine bir inceleme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2).
- Yıldırım Saçılık, M. (2019). Türkiye'nin ekonomik büyüme-kalkınma ve gelişme aşamalarında turizm öncü bir sektör olabilir mi? *Türk Turizm Araştırmaları Dergisi*, 3(4), 1681–1697.
- Yıldırım, S., & Akkaynak, B. (2018). Analitik hiyerarşi süreci yöntemi ile sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler üzerine bir araştırma. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(2), 53–68.
- Yılmaz, S., & Düzakin, H. G. (2017). Sermaye yapısının belirleyicileri: Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren kimya sektörü işletmeleri üzerine bir uygulama. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 21(2), 29–41.
- Yiğit, F. (2016). *Sermaye yapısı ve sermaye yapısı teorileri*. Ankara: Nobel Kitabevi.

ÖZ GEÇMİŞ

Ad Soyad: Aziz Kaldırım	
Eğitim Bilgileri	
Lisans	
Üniversite	Sakarya Üniversitesi
Fakülte	İşletme Fakültesi
Bölümü	İşletme
Yüksek Lisans	
Üniversite	
Enstitü Adı	
Ana Bilim Dalı	
Programı	
Makale ve Bildiriler (Varsa)	
1.	
2.	