T.C.
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI

MUHAFAZAKAR FİNANSMAN POLİTİKASININ BENİMSENMESİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER: BİST'E KAYITLI ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR İNCELEME

HAZIRLAYAN
GÜLŞEN ÖZKAN

DOKTORA TEZİ

TEZ DANIŞMANI
DOÇ. DR. ÖZGE SEZGİN ALP

ANKARA - 2022

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORİJİNALLİK RAPORU

Tarih: 14 / 06 / 2022

Öğrencinin Adı, Soyadı: Gülşen ÖZKAN

Öğrencinin Numarası: 21710360

Anabilim Dalı: İşletme

Programı: Muhasebe ve Finansman Doktora Programı

Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Doç. Dr. Özge Sezgin ALP

Tez Başlığı: Muhafazakar Finansman Politikasının Benimsenmesinde Etkili Olan Faktörler: BİST'e Kayıtlı Şirketler Üzerine Bir İnceleme

Yukarıda başlığı belirtilen Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 97 sayfalık kısmına ilişkin, 09/ 05 / 2022 tarihinde tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 5'tir. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç

2. Alıntılar hariç

3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

"Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını" inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Öğrenci İmzası: …….

ONAY

Tarih:14 / 06 / 2022

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Doç. Dr. Özge Sezgin ALP

……

TEŞEKKÜR

Öncelikle; doktora eğitimimin her aşamasında olduğu gibi, tez çalışmam boyunca da bana her konuda destek ve yardımlarını esirgemeyen, tez konumun belirlenmesinde ve tez çalışmasının oluşmasında daima yol gösteren, gerek akademik anlamda gerekse kişilik olarak her daim örnek aldığım, kıymetli hocam Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU'na teşekkürü bir borç bilirim.

İşim nedeniyle genellikle akşamları ve hafta sonları yürütmek zorunda kaldığım tez çalışmam boyunca, zamandan bağımsız olarak, desteğini hiçbir zaman esirgemeyen ve tereddüte düştüğüm her konuda beni aydınlatan, bundan sonraki akademik çalışmalarım için de birçok konuda deneyim kazanmamı sağlayan, kıymetli hocam Doç. Dr. Özge Sezgin ALP'e teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak; hayatım boyunca her konuda olduğu gibi doktora eğitimim boyunca da destek ve yardımlarını esirgemeyen; tez çalışmam süresince de sabır, sevgi ve anlayışla bana destek olan, daima moral ve motivasyon sağlayan kıymetli anne, babama ve kardeşlerime hayatımda var oldukları ve her zaman yanımda oldukları için sonsuz teşekkür ederim.

ÖZET

Ülkemizde modern anlamda menkul kıymetler borsasının kuruluşundan itibaren neredeyse kırk yıl geçmiş olmasına rağmen; menkul kıymetler piyasası hala sınırlı sayıda şirketin hisselerinin işlem gördüğü, gelişmekte olan bir piyasadır. Hisseleri piyasada işlem gören şirketlerse, genellikle, belirli aileler veya bu ailelerin ana hissedar olduğu şirket grupları tarafından kontrol edilmektedir. Bunun yanı sıra Türkiye ekonomisi 1980'lerden beri periyodik krizler ve ardından gelen toparlanma dönemlerinden oluşan sürekli bir döngü içerisindedir. Son onbeş yıllık dönemde hisseleri kesintisiz olarak Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan şirketlerin finansman tercihlerine yönelik analizler, bu şirketlerin genel olarak borç kullanmaya gönülsüz olduklarını ve önemli bir bölümünün de muhafazakar bir finansman politikası takip etme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Bununla birlikte; Türk şirketlerinin finansman tercihlerine yönelik araştırmalar genel olarak sermaye yapısı tercihleri ve bunun bileşenlerine odaklandığından, önceki çalışmalarda bu eğilimin gözden kaçırıldığı görülmektedir. Bu eğilime ve nedenlerine odaklanan bu çalışma, ülkemizdeki geleneksel sermaye yapısı tartışmalarına yeni bir boyut getirmektedir. Diğer taraftan; muhafazakar finansman politikasına yönelik çalışmalar da genellikle gelişmiş ülkelerde, özellikle de Birleşik Krallık ve Amerika'da faaliyet gösteren şirketler üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu durum dikkate alındığında; sürekli ekonomik krizler yaşayan, gelişmekte olan bir ülkeden bulgular ortaya koyması nedeniyle çalışmanın muhafazakar finansman politikasıyla ilgili tartışmalara da katkı sağlaması beklenmektedir. Zira ulaşılan sonuçlar önceki çalışmaların, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde yapılanların bulgularıyla büyük ölçüde paralellik göstermekle birlikte, farklı ve dikkat çekici bulgular da ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye yapısı, sahiplik yoğunlaşması, muhafazakar finansman politikası

ABSTRACT

Although it has been almost forty years since the establishment of modern stock exchange, Turkish stock market is an emerging market with a limited number of listed firms which are mostly controlled by a family or a company group where families are major shareholders. Beside this, Turkish economy has been in a continuous cycle consisting of crises and subsequent recovery periods since 1980's. The analysis on the data regarding financing preference of non-financial firms registered on Borsa Istanbul over the fifteen-year period indicates that the majority of those firms are less lenient to debt financing and many of them tend to follow a conservative financing policy. However, prior studies on Turkish firms missed this behaviour since debates revolved around the capital structure and its associated determinants. Thence, this study adds a new dimension to conventional capital structure debates in Turkey by investigates this behaviour and its determinants. On the other hand, previous researches on conservative financing policy broadly deal with the issue by investigating the behaviour of firms from developed countries, especially the UK and the US. Against this backdrop, this study provides a new perspective to the debates on conservative behaviour by representing evidences from a developing country, which experiences frequent economic crises. The findings reveal some particular outcomes, albeit they are broadly in line with the results of prior studies, especially those conducted in emerging markets.

Keywords: Capital structure, ownership concentration, conservative financing policy

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR i
ÖZET ii
ABSTRACT iii
İÇİNDEKİLER iv
TABLOLAR LİSTESİ vii
ŞEKİLLER LİSTESİ viii
KISALTMALAR LİSTESİ ix
GİRİŞ 1
BÖLÜM I. TEMEL SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE MUHAFAZAKAR FİNANSMAN POLİTİKASI 4
1.1. Sermaye Yapısı 4
1.2. Temel Sermaye Yapısı Teorileri 5
1.2.1 Modigliani-Miller önermeleri 6
1.2.2. Dengeleme teorisi 14
1.2.2.1. Borcun vergi avantajı: Faiz vergi kalkanı 14
1.2.2.2. Borcun maliyeti: Finansal sıkıntı ve iflas riski 18
1.2.2.3. Optimal sermaye yapısı 21
1.2.2.4. Borç dışı vergi kalkanları 25
1.2.3. Vekalet teorisi ve optimal sermaye yapısı 26
1.2.3.1. Temsilci maliyetleri ve borç kullanımı 27
1.2.3.2. Temsilci maliyetleri ve temettü dağıtımı 30
1.2.3.3. Temsilci maliyetleri ve sahiplik yoğunlaşması 31
1.2.4. Finansman hiyerarşisi teorisi 33
1.2.4.1. Modifiye edilmiş finansman hiyerarşisi 37
1.3. Muhafazakar Finansman Politikası Uygulayan Şirketlere Yönelik Bulgular 38
1.3.1. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik bulgular 38

1.3.2. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik bulgular 40
1.3.3. Borçsuz veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan şirketlere yönelik bulgular 41
1.4. Türk Şirketlerinin Sermaye Yapısı Tercihlerine Yönelik Bulgular 43
BÖLÜM II. AÇIKLAYICI DEĞİŞKENLER VE ÖNCEKİ ÇALIŞMALARIN BULGULARI 45
2.1. Firmaya Özgü Faktörler 45
2.1.1. Nakit rezervleri 45
2.1.2. Karlılık 47
2.1.3. Kar dağıtımı 48
2.1.4. Büyüme potansiyeli 49
2.1.5. Borç dışı vergi kalkanları 51
2.1.6. Firma büyüklüğü 53
2.1.7. Firma yaşı 54
2.1.8. Sahiplik yoğunlaşması 55
2.2. Makroekonomik Faktörler 56
2.2.1. Ekonomik büyüme 57
2.2.2. Faiz oranları 58
2.2.3. Enflasyon 59
2.2.4. Kredi arzı 60
2.2.5. Döviz kurları 61
BÖLÜM III. VERİLER VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ 62
3.1. Araştırma Konusu Şirketler 62
3.1.1. Araştırma konusu şirketlerin sektörel dağılımı 62
3.1.2. Araştırma konusu şirketlerin ortaklık yapısı 63
3.1.2. Araştırma konusu şirketlerin finansman tercihleri 64
3.2. Araştırma Dönemindeki Makroekonimik Gelişmeler 65
3.3. Araştırma Yöntemi 68

BÖLÜM IV. ANALİZLER VE BULGULAR 70
4.1. Muhafazakar Firmaların Belirlenmesi 70
4.2. Tanımlayıcı İstatistikler 71
4.3. Muhafazakar ve Muhafazakar Olmayan Firmaların Karşılaştırılması 73
4.4. Firmaya Özgü Faktörlerin Etkisi 75
4.4.1. Nakit rezervleri 78
4.4.2. Karlılık 79
4.4.3. Kar dağıtımı 79
4.4.4. Büyüme potansiyeli 80
4.4.5. Borç dışı vergi kalkanları 81
4.4.6. Firma büyüklüğü 81
4.4.7. Firma yaşı 82
4.4.8. Sahiplik yoğunlaşması 82
4.5. Makroekonomik Faktörlerin Etkisi 83
4.6. Polika Tercihlerindeki Değişiklikler ve Etkili Olan Faktörler 88
4.6.1. Polika tercihlerinde meydana gelen değişiklikler 88
4.6.2. Polika değişikliklerinde etkili olan faktörler 91
SONUÇ 95
KAYNAKLAR 98

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Araştırma Konusu Şirketlerin Sektörel Dağılımı ……... 61
Tablo 2. Araştırma Konusu Şirketlerin Ortaklık Yapısı İtibariyle Dağılımı ……..…. 63
Tablo 3. Araştırma Konusu Şirketlerin Borç ve Özkaynak Oranlarının Dağılımı ……... 64
Tablo 4. Makroekonomik Faktörlerdeki Gelişmeler ……...…… 67
Tablo 5. Muhafazakar ve Muhafazakar Olmayan Firmaların Dağılımı ……... 71
Tablo 6. Tanımlayıcı İstatistikler ……. 72
Tablo 7. Pearson Kolerasyon Matrisi ve Varyans Şişkinlik Faktörü (VIF) ……. 73
Tablo 8. Ortalamalar Arasındaki Farklara İlişkin t-test Sonuçları ……...… 74
Tablo 9. Firmaya Özgü Faktörlere İlişkin Logistik Regresyon Sonuçları ……... 77
Tablo 10. Firmaya Özgü Faktörler ile Makroekonomik Değişkenlere İlişkin Pearson Kolerasyon Matrisi …….. 84
Tablo 11. Makroekonomik Faktörlere İlişkin Logistik Regresyon Sonuçları ……. 86
Tablo 12. Politika Tercihindeki Değişiklikler ……. 90
Tablo 13. Politika Değişikliğinde Etliki Olan Faktörler …….. 92

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Hisse Senetlerinin Beklenen Getirisi ve Borç Kullanımı ……... 10
Şekil 2. Kaldıraçlı Firmanın Değeri ……. 12
Şekil 3. Marjinal Sermaye Maliyeti ve Borç Kullanımı …….. 13
Şekil 4. Vergi Öncesi ve Sonrası Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ……..... 16
Şekil 5. Optimal Sermaye Yapısı ……. 22

KISALTMALAR LİSTESİ

AMEX	Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (American Stock Exchange)
BİST	Borsa İstanbul (Borsa İstanbul Anonim Şirtketi)
Bknz.	Bakınız
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
NASDAQ	Tezgah üstü piyasalarda işlem gören menkul kıymetler için alım-satım fiyatlarının gösterildiği New York temelli otomatik bilgi ağı (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)
NYSE	New York Menkul Kıymetle Borsası (New York Stock Exchange)
Örn.	Örneğin
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TÜSİAD	Türkiye Sanayici ve İş İnsanları Derneği
VIF	Varyans Şişkinlik Faktörü

GİRİŞ

Ülkemizde modern anlamda ilk menkul kıymetler borsası 1985 yılında kurulmuş olmasına rağmen, borsaya kayıtlı şirket sayısı oldukça düşüktür. Kuruluşundan itibaren yaklaşık kırk yıllık bir dönem geçmiş olmakla birlikte, sermayenin tabana yayılmadığı, borsaya kayıtlı şirketlerin hisselerinin büyük bir bölümünün belirli ailelere veya nihai olarak bu aileler tarafından kontrol edilen şirket gruplarına ait olduğu görülmektedir. Bununla birlikte; özellikle 1980 sonrası dönemde, Türkiye ekonomisi periyodik krizler ve ardından gelen toparlanma dönemlerinden oluşan sürekli bir döngü içerisindedir. Bu krizler ülkemizin kendi siyasi ve ekonomik koşullarından kaynaklandığı gibi, ticari ilişkilere ve coğrafik konumuna bağlı olarak diğer ülkelerde oluşan siyasi ve ekonomik koşullardan da kaynaklanabilmektedir.

Şirketlerin ortaklık yapısı ve yıllardır süregelen ekonomik istikrarsızlık, diğer finansal kararlarda olduğu gibi, finansman tercihlerinde de önemli bir etkiye sahiptir. Nitekim, son on beş yıllık dönemde hisseleri Borsa İstanbul (BİST)'da kesintisiz olarak işlem gören şirketlerin sermaye yapıları incelendiğinde; çoğunlukla özkaynak ağırlıklı bir finansman yapısını tercih ettikleri ve finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında ortaklar tarafından sağlanan sermayenin büyük bir öneme sahip olduğu anlaşılmaktadır. Dahası neredeyse her beş firmadan birinin, literatürde sürekli olarak düşük seviyelerde veya kapasitenin altında borç kullanma olarak tanımlanan, muhafazakar finansman politikasını benimsedikleri görülmektedir.

Ancak mevcut çalışmalar incelendiğinde, ülkemizde yapılan çalışmaların genellikle sermaye yapısının bileşimine ve bu bileşimi etkileyen faktörlere odaklandığı; bazı şirketlerin borç kullanmaktan kaçınma ve sürekli olarak düşük seviyelerde borç kullanma eğilimlerinin göz ardı edildiği görülmektedir. Oysa farklı ülkelerde yapılan araştırmalar, muhafazakar veya düşük kaldıraçlı finansman politikasının dünyada giderek yaygınlaşan bir olgu olduğunu, bu politikayı benimseyen firmaların sayısının da giderek arttığını ortaya koymaktadır. Bu durum göz önüne alındığında, bu çalışmanın ülkemizdeki geleneksel sermaye yapısı tartışmalarına yeni bir boyut getireceği düşünülmektedir.

Diğer taraftan; sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve istikrarsız ekonomik ortam dikkate alındığında, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerde muhafazakar veya düşük kaldıraçlı bir finansman politikası benimseme eğiliminin daha fazla olması beklenir. Zira yapılan araştırmalar, yüksek borç düzeyine sahip firmaların ekonomik

krizlerden daha çok etkilendiğini ve kriz sonrasında diğer firmalara nazaran daha uzun bir toparlanma sürecinden geçtiğini göstermektedir. Buna karşılık; muhafazakar finansman politikası, ekonomik daralma ve kriz dönemlerinde firmaların daha az şoka maruz kalmasını sağlaması nedeniyle, etkin bir risk yönetim stratejisi olarak görülmektedir. Ancak mevcut çalışmalar incelendiğinde; muhafazakar finansman politikasına yönelik araştırmaların çoğunlukla gelişmiş ekonomilerde, özellikle de Amerika Birleşik Devletleri ve Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren şirketler üzerine yoğunlaştığı görülmektedir. Bu durum dikkate alındığında; sürekli ekonomik krizler yaşayan, gelişmekte olan bir ülkeden bulgular ortaya koyması nedeniyle çalışmanın global literatüre de katkı sağlaması beklenmektedir.

Esas olarak Türk şirketlerinin muhafazakar bir finansman politikası benimsemesinde etkili olan faktörleri belirlemeye amaçlayan bu çalışmada üç temel soruya cevap aranmaktadır:

(1) Türk şirketlerinin muhafazakar bir finansman politikası benimsemesinde etkili olan faktörler nelerdir?

(2) Bu faktörler temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleriyle ve diğer ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik çalışma bulgularıyla örtüşmekte midir?

(3) Türk ekonomisinin sürekli kriz üreten yapısı bu politika üzerinde nasıl bir etkiye sahiptir?

Çalışmanın ilk bölümünde, öncelikle temel sermaye yapısı teorileri açıklanmış ve bu teorilerin öngörüleriyle ilgili ampirik bulgulara yer verilmiştir. Daha sonra, muhafazakar firmaların politika tercihlerinin hangi teori veya teorilerin öngörüleriyle daha uyumlu olduğuna ilişkin çalışma bulgularından örnekler sunulmuştur. Son olarak da Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine ilişkin çalışmalarda ulaşılan sonuçlara değinilmiştir.

İkinci bölümde, muhafazakar finansman politikasının benimsenmesinde etkili olabilecek potansiyel faktörler ve temel sermaye yapısı teorilerinin bunlara ilişkin öngörülerine ilişkin açıklamalar yer almakta ve önceki çalışmaların bulgularından örnekler verilmektedir.

Üçüncü bölümde, araştırma konusu şirketler, ortaklık yapıları ve finansman tercihlerine ilişkin bilgilere yer verilmiş ve araştırma dönemindeki makroekonomik gelişmeler kısaca özetlenmiştir. Araştırmada kullanılan analiz teknikleri de yine bu bölümde genel hatlarıyla açıklanmıştır.

Dördüncü bölümde, yapılan analizler, ulaşılan sonuçlar, sonuçların temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleri ve önceki çalışmaların bulgularıyla uyumlu olup olmadığına ilişkin değerlendirmeler yer almaktadır.

Son bölümde ise; ulaşılan sonuçlarla ilgili genel değerlendirmelere ve ileride bu alanda yapılması muhtemel çalışmalarda göz önüne alınması gereken hususlara yönelik önerilere yer verilmiştir.

BÖLÜM I. TEMEL SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE MUHAFAZAKAR FİNANSMAN POLİTİKASI

Bu bölümde, öncelikle sermaye yapısı kavramı ve sermaye yapısı tercihlerini belirleyen faktörleri açıklamaya yönelik temel teoriler açıklanmış ve bu teorilerin öngörülerini test etmeye yönelik ampirik çalışmalardan örnekler verilmiştir. Sonrasında ise; sürekli olarak kapasitesinin altında borç kullanmayı tercih eden veya sistematik olarak düşük borç politikası benimseyen muhafazakar firmaların, bu politika tercihlerinin hangi teori veya teorilerin öngörüleriyle daha uyumlu olabileceğine ilişkin bulgulara değinilmiştir. Son olarak da Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine ilişkin çalışmalarda ulaşılan sonuçlar kısaca özetlenmiştir.

1.1. Sermaye Yapısı

Bir firma yatırımlarını finanse etmek, borçlarını ödemek, hisselerini geri almak vb. nedenlerle fona ihtiyaç duyduğunda, bunları ne ile ve nasıl finanse etmesi gerektiğine karar vermek zorundadır. Fon ihtiyacı, firmanın faaliyetleri sonucu oluşturduğu iç kaynaklarla karşılanabileceği gibi dışardan borç temini veya yeni hisse senedi ihracı yoluyla sermaye artırımı[1] veyahut da bunların karışımından oluşan bir finansman bileşimi ile karşılanabilir. Fon ihtiyacını karşılamak için kullanılan borçlar bir yılın altında yani kısa vadeli olabileceği gibi, bir yılı aşan süreli hatta daha uzun vadeli olabilir. Sermaye ise; borç kullanımının aksine belli bir vadeye tabi olmayıp, süresiz olarak kabul edilir.

Sermaye yapısı kavramı, esas olarak, bir firmanın uzun dönemli finansman yapısı içerisinde borç, hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerin nispi oranına (Berk ve DeMarzo, 2014) işaret etmekle birlikte; kısa vadeliler de dahil olmak üzere, toplam borcun firmanın toplam kaynaklarına oranını ifade etmek için de kullanılabilmektedir. Bu bağlamda; borç-özsermaye oranı, borçluluk düzeyi, kaldıraç oranı gibi rasyolarla ifade edilmektedir. Finans literatüründe sermaye yapısı ile ilgili olarak iki temel soruya cevap aranmaktadır (Megginson, 1997):

(1) Sermaye yapısındaki değişiklikler firmanın hisse senedi fiyatı ve dolayısıyla piyasa değeri üzerinde etkili olur mu?

[1] Karışıklığa mahal vermemek adına, çalışmada ortaklar tarafından hisse senedi karşılığı şirkete konulan sermayeyi ifade etmek için zaman zaman "özsermaye" kavramı da kullanılmıştır.

(2) Eğer etkili oluyorsa, firmanın piyasa değerini maksimize eden ve dolayısıyla da sermaye maliyetini minimize eden optimal borç-özsermaye oranını belirleyen faktörler nelerdir?

Bu sorulara cevap bulabilmek için çeşitli teoriler ve modeller ortaya atılmış; sonrasında yapılan ampirik çalışmalarla da bunlar test edilmeye ve desteklenmeye çalışılmıştır. Her ne kadar gelinen nokta itibariyle kesin cevaplara ulaşılamamış olsa da sermaye yapısı tercihlerini etkiyen faktörler, farklı koşullar altında uygun borç-özsermaye oranının nasıl belirleneceği, sermaye yapısında meydana gelen değişikliklerin sonuçları ve firma değerine etkisi gibi hususların anlaşılması konusunda oldukça önemli teori ve bulgular ortaya konulmuştur.

1.2. Temel Sermaye Yapısı Teorileri

Finans literatüründe sermaye yapısı teorileri, genel olarak klasik ve modern teoriler olarak iki temel grupta sınıflandırılmaktadır. Klasik teorilerden olan net gelir yaklamı ve net faaliyet geliri yaklaşımı Durand (1952) tarafından ortaya atılmıştır. Net gelir yaklaşımında kaldıraç düzeyindeki artışların yatırımcıların ve kredi verenlerin risk algısı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı; firmanın sermaye yapısı değişse de özsermaye ve borcun maliyetinin değişmediği varsayılmaktadır (Durand, 1952). Bununla birlikte; özsermayeye göre daha az riskli olarak görüldüğünden, borcun daha az maliyetli olduğu kabul edilmektedir. Bu varsayımlar altında, firmanın kaldıraç düzeyi arttıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalır ve bunun sonucunda da firma değeri artar. Bu yaklaşım, temel hareket noktası olan, firmanın sermaye yapısı değişse de borç ve özsersermaye maliyetinin değişmediği varsayımı nedeniyle eleştirilmektedir (Mak, 2013). Çünkü borç düzeyi arttıkça artan riske karşılık yatırımcılar ve kredi verenler daha yüksek getiri talep edecek, bunun sonucunda da hem borcun hem de özsermayenin maliyeti artacaktır. Bu durum, Durand (1952) tarafından da dile getirilmiş ve alternatif olarak net faaliyet geliri yaklaşımını ileri sürmüştür. Bu yaklaşımda borcun özsermayeden daha az maliyetli olduğu kabul edilmekle birlikte; firmanın borç düzeyi arttıkça, hisse senedi sahiplerinin firmaya kaynak sağlamak için daha fazla getiri talep edecekleri ve dolayısıyla da sermaye maliyetinin artacağı varsayılmaktadır (Durand, 1952). Net faaliyet geliri yaklaşımına göre; kaldıraç düzeyindeki artışla sağlanan maliyet avantajı, sermaye maliyetindeki eşit artışla dengelenecek ve ortalama sermaye maliyeti değişmeyecektir (Durand, 1952). Sermaye yapısı değişse de ortalama sermaye maliyeti sabit kalacağından, sermaye yapısı tercihleri firma değerini

etkilemeyecektir. Buna karşılık; geleneksel yaklaşımda belirli bir sermaye yapısı bileşimine kadar kaldıraç seviyesini arttırarak firma değerinin arttırılabileceği; ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en düşük, firma değerinin maksimum olduğu bu sermaye bileşiminden sonra, borç kullanılmaya devam edilmesi halinde hem borcun hem de özsermayenin maliyetinin artacağı iddia edilmektedir (Bank, 2016).

Modern sermaye yapısı teorileri ise; sermaye maliyetinden ziyade, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler üzerine yoğunlaşmakta ve bu faktörlerin etkilerini ortaya koymaya çalışmaktadır. Bu teoriler, esas olarak, Modigliani ve Miller (1958)'ın firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu yönündeki önermelerinden ve bu önermelerin dayandığı temel varsayımların esnetilmesinden yola çıkılarak oluşturulmuştur. Bu bağlamda aşağıda öncelikle bu önermelere değinilmiş, daha sonra genel kabul görmüş üç temel sermaye yapısı teorisine ve bunların öngörüleriyle ilgili ampirik bulgulara yer verilmiştir.

1.2.1 Modigliani-Miller önermeleri

Modigliani ve Miller (1958) tarafından da ifade edildiği üzere, Modigliani ve Miller'ın 1958 yılında yayınlanan çalışmasına[2] kadar olan dönemde, bir yatırım kararının verilmesinde ekonomi literatüründe genel kabul görmüş iki temel kriter bulunmaktadır: Kar maksimizasyonu ve firma değerinin maksimizasyonu. İlk kritere göre; herhangi bir varlığa yapılan yatırım, firma sahiplerinin net karını artıracaksa bu yatırım yapılmaya değer bir yatırımdır. Ancak net kar sadece varlığın beklenen getirisinin, sermaye maliyetinden yüksek olması durumunda artacaktır. İkinci kritere göre ise; varlığa yapılan yatırım hissedarların sahip olduğu sermayenin değerini artırıyorsa, yani firma değerine sermaye maliyetinden daha fazla katkı sağlıyorsa bu yatırım yapılmaya değer bir yatırımdır. Yine; yatırımın firma değerini artırabilmesi için, sermaye maliyetinin üzerinde bir getirisinin olması gerekir. Bununla birlikte; her iki kritere göre yapılan değerlendirmelerde de yatırımın borç veya sermaye artırımı ile finanse edilecek olup olmasına bakılmaksızın, sermaye maliyeti olarak piyasa faiz oranları esas alınmaktadır. Çünkü belirsizliğin olmadığı, getirilerin kesin olduğu bir ortamda borç ve sermaye artırımı ile finansman arasındaki ayrım sadece terminolojik bir ayrım olacaktır. Dolayısıyla; herhangi bir belirsizliğin olmadığı bir dünyada, bu iki kriter aslında aynı şeyi ifade etmektedir (Modigliani ve Miller, 1958). Bunun sonucu olarak; bir

[2] Bknz. Modigliani, M. ve Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review, 48*(3), 261-297.

yatırım projesi ve ona eşlik eden finansman kararının uygulanabilir olması için, firmanın hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltmesi; bunun için de yatırımın beklenen getirisinin piyasa faiz oranının üzerinde olması gerekir.

Modigliani ve Miller (1958) bu kabullerden ve bazı varsayımlardan hareketle yapmış oldukları analitik modellemeler yardırmıyla, mükemmel işleyen piyasa koşulları altında, yatırımların finansmanına yönelik sermaye yapısı tercihlerinin firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Modigliani ve Miller'ın analizleri, doğrudan veya dolaylı olarak aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır (Modigliani ve Miller, 1958; Megginson, 1997; Berk ve DeMarzo, 2014):

- Tüm fiziksel varlıklar şirketler tarafından edinilmiş olup, şirket hissedarlarına zaman içerisinde nakit akımı sağlarlar. Ancak bu nakit akımları sabit değildir; zaman içerisinde değişebilir.

- Vergiler, işlem maliyetleri ve iflas maliyetleri yoktur. Menkul kıymetler, piyasada maliyetsiz olarak ve anında alınıp satılabilirler.

- Hem bireyler hem de şirketler risksiz faiz oranından borçlanabilirler veya borç verebilirler. Bunun sonucu olarak şirketler sadece iki tür menkul kıymet ihraç edebilirler: Riskli hisse senedi ve risksiz borçlanma araçları.

- Bütün şirketler, aynı sınıftaki herhangi bir şirketin hisse senedi getirisinin o sınıfta yer alan diğer şirketlerin hisse senetleriyle orantılı ve tam korelasyona sahip olduğu getiri sınıflarında kategorize edilmektedir. Başka bir deyişle, belirli bir risk sınıfındaki firmaların hisseleri hem aynı beklenen getiriye hem de aynı beklenen getiri olasılık dağılımına sahiptir. Böylece; bir getiri sınıfında yer alan şirketlerin hisse senetleri, birbirlerinin mükemmel bir ikamesidir ve birbirleriyle tam olarak ikame edilebilirler.

- Yatırımcılar ve şirketler, aynı menkul kıymet setini gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olan rekabetçi piyasa fiyatlarından alıp satabilirler. Dolayısıyla, arbitraj imkanı yoktur.

- Şirketlerin finansman kararları, ne yatırımlar sonucu oluşan nakit akımlarını değiştirir ne de onlar hakkında yeni bilgiler ortaya çıkarır. Yatırımcıların şirketlerin gelecekteki karları konusundaki beklentileri de homojendir.

Modigliani ve Miller (1958), bu varsayımlar altında yapmış oldukları analitik analizlerde sermaye yapısı ile firma değeri ilişkisi açısından iki temel sonuca ulaşmışlardır:

Önerme I: Mükemmel işleyen bir piyasada firmanın piyasa değeri, varlıklarının toplam piyasa değerine; bir başka deyişle, firma varlıkları tarafından sağlanacak nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Firma varlıkları tarafından sağlanacak nakit akımlarıysa, firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisinin ait olduğu risk sınıfına uygun iskonto oranı üzerinden bugünkü değere indirgenir. Ancak; tek fiyat yasası gereği, firmanın varlıklarının toplam piyasa değeri ile bu varlıkların finansmanında kullanılan borç ve özsermayenin toplam piyasa değeri birbirine eşit olmalıdır (Berk ve DeMarzo, 2014). Bu durumda, firmanın piyasa değeri sermaye yapısından bağımsızdır. Dolayısıyla; firmanın borç kullanıp kullanmaması, yani kaldıraçlı olup olmaması, piyasa değerinde herhangi değişikliğe yol açmayacaktır. Modigliani ve Miller (1958) bu önermeyi aşağıdaki şekilde formüle etmişlerdir:

$$V_j = V_L = V_U, \qquad V_j = \left(S_j + D_j\right) = \frac{\bar{X}_j}{\rho_k} \tag{1}$$

Formülde;

V_j: Firmanın piyasa değeri,

V_L: Kaldıraçlı firma değeri,

V_U: Kaldıraçsız firma değeri,

S_j: Firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri,

D_j: Firmanın borçlarının piyasa değeri,

$\bar{X}_j$: Firmanın varlıklarının beklenen getirisi (faiz giderleri öncesi beklenen kar)

ρ_k: Firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisinin ait olduğu risk sınıfına uygun iskonto oranı.

Vergi ve diğer işlem maliyetlerinin yokluğunda, bir firmanın borç verenlerine ve hissedarlarına ödeyeceği toplam nakit akımı, firmanın varlıkları tarafından yaratılacak nakit akımlarının toplamına eşittir. Bu nedenle; firmanın sermaye yapısı tercihleri, firmanın varlıkları tarafından yaratılacak nakit akımlarını değiştirmedikçe, firmanın toplam piyasa değeri üzerinde herhangi bir değişikliğe yol açmayacaktır (Berk ve DeMarzo, 2014).

Modigliani ve Miller (1958), firma değerinin yanı sıra ortalama sermaye maliyetinin de sermaye yapısından tamamen bağımsız olduğunu iddia etmektedirler. Zira ortalama sermaye maliyeti, firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisinin ait olduğu risk sınıfına uygun iskonto oranına (ρ_k) eşittir (Modigliani ve Miller, 1958).

Önerme II: Bu önerme aslında ilk önermenin geçerli olması durumunda, firmanın toplam piyasa değerinin değişmemesi için, kaldıraçlı bir fimanın hisse senetlerinin beklenen getirisinin ne olması gerektiğini belirlemektedir (Megginson, 1997). Kaldıraç oranı arttıkça, firmanın finansal sıkıntı yaşama olasılığı da artacağından; bu ek riske karşılık olarak yatırımcılar firmanın hisse senetlerini satın almak için daha yüksek bir getiri talep edeceklerdir. Bu nedenle, firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisi ile borç-özsermaye oranı arasında aşağıdaki gibi doğrusal bir ilişki vardır (Modigliani ve Miller, 1958):

$$i_j = \rho_k + (p_k - r)\frac{D_j}{S_j} \qquad (2)$$

Formülde;

i_j: Firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisi,

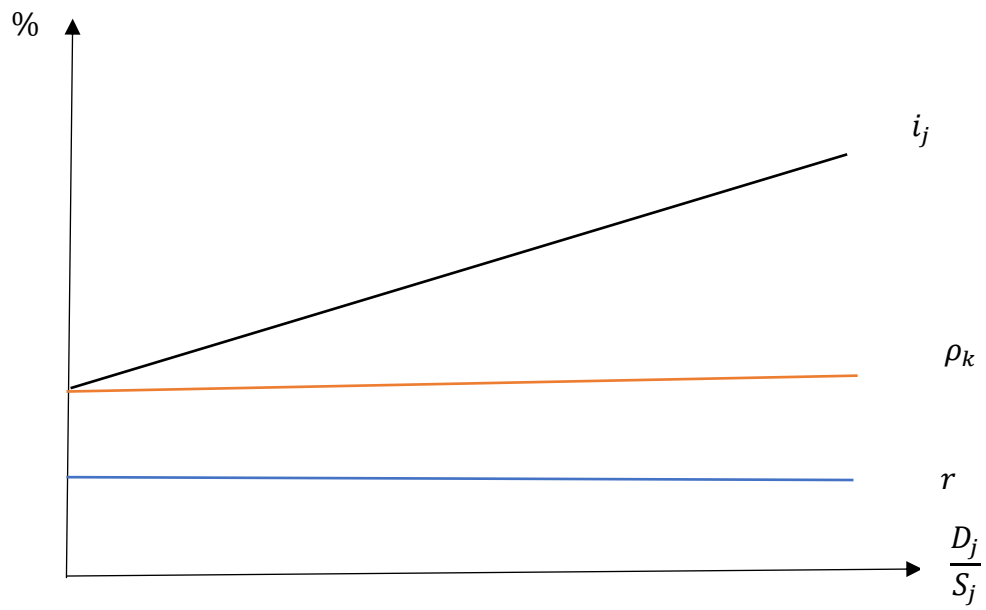
ρ_k: Firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisinin ait olduğu risk sınıfına uygun iskonto oranı,

r: Firmanın borç faizi oranı,

S_j: Firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri,

D_j: Firmanın borçlarının piyasa değeri.

Yukarıda formüle edilen bu ilişki aşağıda yer alan Şekil 1 üzerinde gösterilmektedir. Şekilde de görüldüğü üzere; borç kullanımı arttıkça firmanın hisse senetlerinin beklenen getirisi de doğrusal olarak artmaktadır.



Şekil 1. Hisse Senetlerinin Beklenen Getirisi ve Borç Kullanımı

Modigliani ve Miller (1958), borç kullanımının firma değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını; sermaye yapısı içerisinde borç oranındaki artışla birlikte borçlanma maliyeti artsa bile, firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu yönündeki önermelerinin geçerliliğini koruyacağını savunurlar. Çünkü kaldıraç oranındaki artışla birlikte firma daha yüksek faiz oranlarıyla borçlanabilecek, faiz oranlarındaki bu artış da hisse senedi getirisindeki düşüşle dengelenecektir (Modigliani ve Miller, 1958). Bunun sonucu olarak; firmanın ortalama sermaye maliyeti ve dolayısıyla da piyasa değeri değişmeyecektir.

Başlangıçta da belirtildiği üzere; yukarıda yer alan önermeler piysaların mükemmel işlediği varsayımına dayanmakta olup; borç faizinin vergi matrahından indirilebilmesi, borçlanma araçlarındaki ve faiz oranlarındaki çeşitlilikler, işlem maliyetleri gibi gerçek hayatta var olan piyasa unsurlarını dikkate almaz. Bununla birlikte; modelde iflas maliyetlerinin olmadığı varsayılsa bile, iflas kabul edilmektedir. Firma yükümlülüklerini karşılayamadığında iflasa gider. Ancak; sahiplik ve kontrol hissedarlardan borç verenlere maliyetsiz olarak geçer ve firmanın hissedarları ile borç verenleri arasında bir varlık transferi meydana gelir. (Hillier, Grinblatt ve Titman, 2008). Bunun sonucu olarak; her ne kadar firmanın toplam borç ve özsermaye değeri değişmese de hisse fiyatları değişebilir. Yine; borçların iflas masasındaki sırasına bağlı olarak, borç ihracı eski borç verenler ile yeni borç verenler arasında da bir refah transferine neden olabilir. Eğer, firmanın eski borç verenleri

iflas masasında öncelik hakkına sahip değillerse; yeni borç ihracı firmanın mevcut borçlarının değerini düşürür. Ancak; bu sermaye yapısı değişikliği sonucu firmanın toplam borç ve özsermaye değeri değişmeyeceğinden, eski borç verenlerin bu kayıpları hisse senedi sahiplerinin kazancı ile dengelenir (Hillier ve diğer., 2008).

Öte yandan; Modigliani ve Miller (1958) modele kurumlar vergisi dahil edilse bile, yukarıda yer alan önermelerinin geçerli olacağını iddia ederler. Onlara göre; faiz giderlerinin kurumlar vergisi matrahından indirilebilir olması dolayısıyla sağlanan vergi avantajı çok da önemli olmayıp ihmal edilebilir bir düzeydedir (Modigliani ve Miller, 1958). Ancak; daha sonra yayınlamış oldukları çalışmalarında,[3] faiz giderlerinin vergi avantajının bu iddialarının aksine ihmal edilebilir düzeyde olmadığını belirtmişler ve firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu yönündeki önermelerinde düzeltmeye gitmişlerdir. Buna göre; modele kurumlar vergisi dahil edildiğinde kaldıraçlı firmanın değeri (V_L), kaldıraçsız firmanın değerine (V_U) borcun vergi avantajının değerinin eklenmesi suretiyle hesaplanacaktır (Modigliani ve Miller, 1963):

$$V_L = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{\rho^{\tau}} + \frac{\tau R}{r} = V_U + \tau D_L \qquad (3)$$

Formülde;

$\bar{X}$: Firma varlıkları tarafından yaratılan nakit akımları,

τ: Kurumlar vergisi oranı,

r: Firmanın borç faiz oranı,

ρ^{τ}: Borçsuz firmanın hisse senetlerinin vergi sonrası beklenen getirisinin ait olduğu risk sınıfına uygun iskonto oranı,

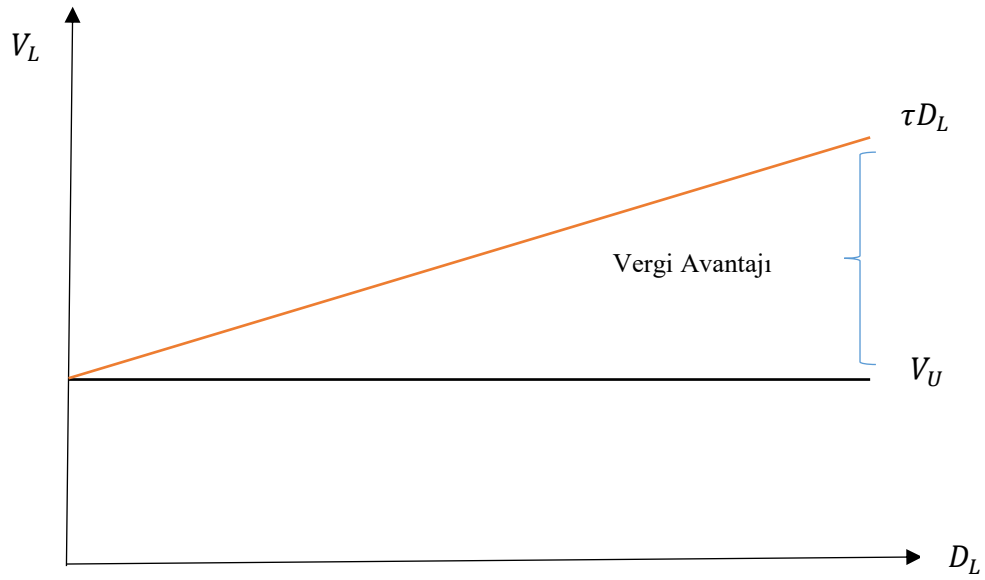
R: Borç faizi tutarı,

D_L: Borç tutarı.

Formülden de anlaşılacağı üzere; borç kullanılması durumunda kaldıraçlı firmanın değeri, kaldıraçsız firmanın değerinden sağlanan vergi avantajı tutarı kadar yüksek olacaktır.

[3] Bknz. Modigliani, M. ve Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review, 53*(3), 433-443.

Kurumlar vergisi oranının sabit olduğu varsayımı altında, bu ilişki aşağıda yer alan Şekil 2'de gösterilmektedir.



Şekil 2. Kaldıraçlı Firmanın Değeri

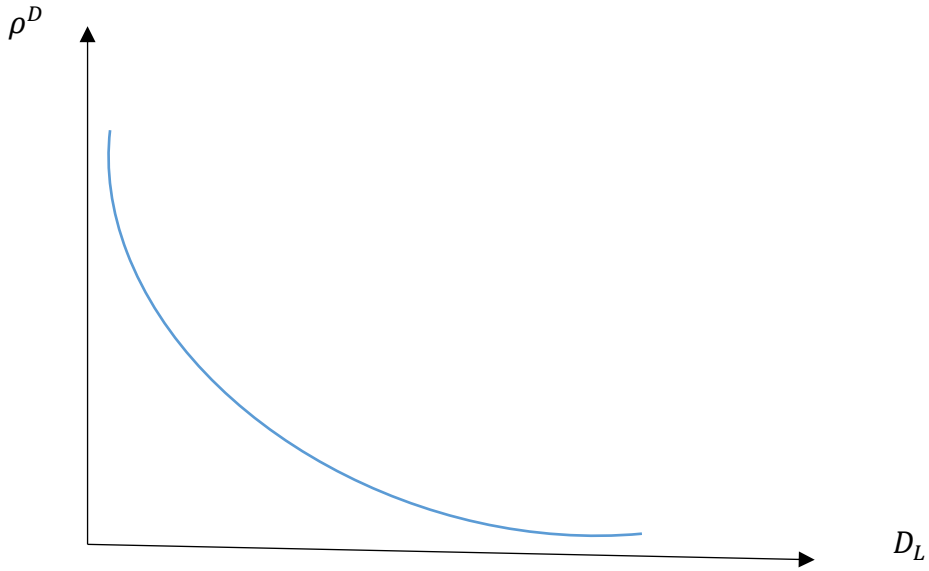
Bununla birlikte; modele kurumlar vergisi dahil edildiğinde, hisse senedi sahiplerinin elde edileceği net nakit akımı azalacak ve hisse senedi sahipleri firmaya fon sağlamak için daha yüksek bir getiri talep edeceklerdir. Yatırımların tamamiyle yeni hisse senedi ihracıyla finanse edildiği varsayıldığında, hisse senetlerinin beklenen getirisi ve dolayısıyla marjinal sermaye maliyeti (ρ^s) aşağıdaki gibi olacaktır (Modigliani ve Miller, 1963):

$$\rho^s = \frac{\rho^\tau}{1-\tau} \qquad (4)$$

Buna karşılık; yatırımların tamamiyle borçla finanse edilmesi durumunda, faiz giderlerinin kurumlar vergisi matrahından indirilebilmesi nedeniyle, marjinal sermaye maliyeti azalacaktır. Bu durumda marjinal sermaye maliyeti (ρ^D) aşağıdaki gibi olacaktır (Modigliani ve Miller, 1963):

$$\rho^D = \rho^s - \frac{\tau}{1-\tau}\, r \qquad (5)$$

Yukarıdaki formüllerden de anlaşılacağı üzere; borç kullanımı arttıkça firma değeri yükselmekte, marjinal sermaye maliyeti ise azalmaktadır. Marjinal sermaye maliyeti ile borç kullanımı arasındaki bu ters yönlü ilişki Şekil 3'te gösterilmektedir.



Şekil 3. Marjinal Sermaye Maliyeti ve Borç Kullanımı

Borç kullanımı arttıkça marjinal sermaye maliyetinin azaldığı dikkate alındığında; yatırımların finansmanında maksimum borç kullanmak, hatta yatırımları tamamen borçla finanse etmek en makul yöntem olarak görülebilir. Ancak; Modigliani ve Miller (1963) tarafından da ifade edildiği üzere, borç kullanımının vergi avantajı sağlıyor olması şirketlerin her zaman mümkün olan en yüksek düzeyde borç kullanması gerektiği anlamına gelmemektedir. Zira yatırımcıların ödeyeceği gelir vergileri, borç verenler tarafından getirilen kısıtlamalar, gerçek dünyada geçerli olan farklı faktörler ve maliyetler göz önüne alındığında; bazı durumlarda dağıtılmamış karlar gibi alternatif finansman kaynakları borçla finansmana nazaran daha ucuz ve avantajlı olabilecektir (Modigliani ve Miller, 1963).

Daha sonra yapılan ampirik çalışmalarda gözlemlenen sermaye yapısı tercihleri de Modigliani ve Miller (1963)'ın bu öngörülerini destekler niteliktedir. Örneğin; Taggart (1985) Amerikan şirketlerinin 1926-1979 dönemindeki sermaye yapısı bileşenleri ile ilgili çalışmasında, araştırma dönemi boyunca kurumlar vergisi oranlarında artış ve azalışlar olmakla birlikte, şirketlerin borç kullanım oranlarının sürekli artan bir seyir izlediğini, dönem başında %33 dolaylarında iken dönem sonuna kadar %75'e kadar yükseldiğini tespit etmiştir. Benzer şekilde; Baldemir ve Süslü (2008) de borsaya kayıtlı Türk şirketlerine yönelik araştırmalarında, 1996-2006 döneminde yüksek vergi yüküne rağmen şirketlerin borç kullanım oranılarının dönem boyunca %47 ile %70 arasında değiştiğini; 2001 krizi sonrasında özsermaye kullanımının artmasıyla birlikte şirketlerin borçlanma oranlarının da azalma eğilimi gösterdiğini ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte; elde ettikleri bulgular

şirketlerin hisse senedi fiyatları ile sermaye yapıları arasında herhangi bir ilişkinin bulunmadığını göstermektedir. Bu yönüyle ulaştıkları sonuçlar, Modigliani ve Miller (1958)'ın bu yöndeki temel önermelerini destekler niteliktedir.

Yukarıda da ifade edildiği üzere; Modigliani ve Miller (1958)'ın firma değerinin finansman kararlarından bağımsız olduğu önermesi, yatırım ve finansman kısıtlamalarının olmadığı, işlem maliyetlerinin bulunmadığı, sermaye piyasalarının mükemmel işlediği varsayımına dayanmaktadır. Ancak; gerçek hayatta sermaye piyasalarının mükemmel işlediği varsayımı geçerli değildir. Modigliani ve Miller (1963) tarafından da vurgulandığı üzere; firmaların finansman kararlarına ve piyasa değerine etki eden pek çok faktör bulunmaktadır. Sonradan geliştirilen sermaye yapısı teori ve modelleri, bu faktörleri göz önünde bulundurmakta ve etkilerini ortaya koymaya çalışmaktadır. Myers (2001) tarafından da ifade edildiği üzere; sonradan geliştirilen bu modeller Modigliani ve Miller önermelerini temel almakla birlikte, her bir faktöre atfettikleri önem ve etkilerinin değerlendirilmesi noktasında birbirlerinden ayrılmaktadır. Bu bağlamda; aşağıda genel kabul görmüş üç temel sermaye yapısı teorisi açıklanmış ve bunların öngülerine ilişkin amprik bulgulara verilmiştir.

1.2.2. Dengeleme teorisi

Modigliani ve Miller (1958)'ın firma değerinin finansman kararlarından bağımsız olduğu yönündeki temel önermesinin modifiye edilmesiyle geliştirilmiş olan dengeleme teorisi, hem sermaye piyasası dengesine hem de değer maksimizasyonuna dayanması nedeniyle akademisyenler ve finansçılar tarafından en çok tercih edilen teorilerden biri olmuştur (Megginson, 1997). Teori, borçla finansmanın vergi avantajı karşısında borç düzeyinin kritik seviyelere yaklaşması sonucu artan ödeme güçlüğü ve iflas olasılığının neden olduğu maliyetlerin dengelenmesi ve uygun sermaye yapısının oluşturulması üzerine odaklanmaktadır. Bu bağlamda; teorinin borcun avantaj ve dezavantajları ile optimal sermaye yapısına yaklaşımı aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

1.2.2.1. Borcun vergi avantajı: Faiz vergi kalkanı

Gözlemlenen sermaye yapısı tercihleri, temel Modigliani ve Miller (1958) modelinin gerçekçi olmayan bazı varsayımlarının esnetilmesini gerekli kılmıştır. Özellikle vergiler, firmaların nakit akımları ve dolayısıyla da sermaye yapısı kararları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Borç kullanımı, faiz ödemelerinin kurumlar vergisi matrahından indirilebilir olması nedeniyle firmaya bir vergi avantajı sağlar. Bu vergi avantajı, literatürde faiz vergi kalkanı olarak adlandırılmaktadır. Faiz vergi kalkanı, esas olarak, firmanın borç

kullanmamış olsaydı ödeyeceği ekstra vergiyi ifade etmektedir. Faiz vergi kalkanının bugünkü değeri aşağıdaki şekilde formüle edilebilir (Meggison, 1997):

$$Faiz\ Vergi\ Kalkanının\ Bugünkü\ Değeri = \frac{\tau_c\ x\ rD}{r} = \tau_c xD \qquad (6)$$

Formülde;

τ_c: Kurumlar vergisi oranı,

r: Borç faiz oranı,

D: Borç tutarı.

Faizin vergi kalkanı etkisi dolayısıyla borçlu firmanın yatırımcılarına ödeyeceği nakit akımı, borçsuz firmanın ödeyeceği nakit akımından daha yüksektir. Yukarıdaki formülden de anlaşılacağı üzere; vergi kalkanının bugünkü değeri, borcun nominal değeri ile vergi oranının çarpımına eşittir. Bunun sonucu olarak; kaldıraçlı firmanın değeri kaldıraçsız firmanın değeri ile faiz vergi kalkanının bugünkü değeri toplamına eşit olacak olup, bu da aslında Modigliani ve Miller'ın 1963'teki çalışmlarında dolaylı olarak ulaştıkları sonuçtur (Meggison, 1997):

$$V_L = V_U + Faiz\ Vergi\ Kalkanının\ Bugünkü\ Değeri \qquad (7)$$

Borcun vergi avantajı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti açısından da ifade edilebilir. Vergi öncesi ve vergi sonrası ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir (Berk ve DeMarzo, 2014):

Vergi öncesi ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$r_{wacc} = \frac{E}{E+D} r_E + \frac{D}{E+D} r_D \qquad (8)$$

Vergi sonrası ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$r_{wacc} = \frac{E}{E+D} r_E + \frac{D}{E+D} r_D - \frac{D}{E+D} r_D \tau_c \qquad (9)$$

Formüllerde;

r_{wacc}: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti,

E: Özsermaye tutarı,

D: Borç tutarı,

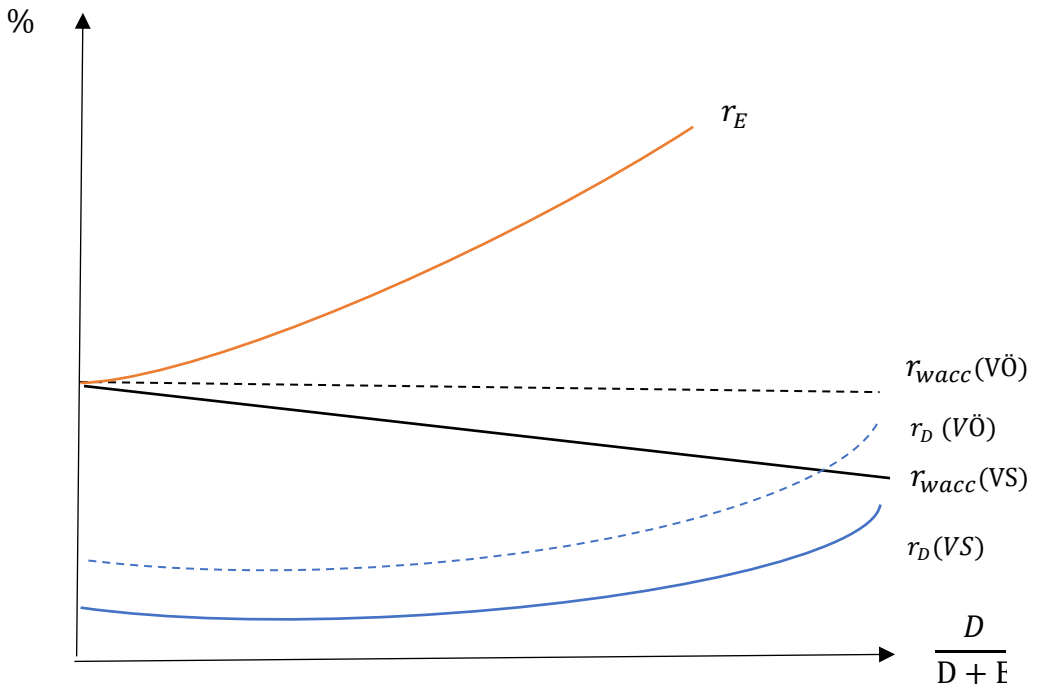
r_E: Özsermaye maliyeti,

r_D: Borç maliyeti,

τ_c: Kurumlar vergisi oranı.

Formüllerden de anlaşılacağı üzere; firmanın kaldıraç düzeyi arttıkça vergi avantajı da artmakta, diğer şeyler sabit olduğu varsayımı altında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalmaktadır.

Aşağıdaki şekilde vergi öncesi öz sermaye maliyeti, borç maliyeti ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile vergi sonrasında borç maliyeti ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde meydana gelen değişimler gösterilmektedir (Berk ve DeMarzo, 2014):



Şekil 4. Vergi Öncesi ve Sonrası Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Şekil 4'te de görüldüğü üzere; kaldıraç düzeyi arttıkça, sağlanan vergi avantajı nedeniyle, borç maliyeti ve dolayısıyla da ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalmaktadır. Bu durumda, borç kullanımını maksimize etmek suretiyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize ederek firma değerini maksimize etmek mümkün gibi görünmektedir.

Ancak; New York Borsası'na kayıtlı şirketlerin 1963-1978 dönemine ilişkin verilerinden hareketle yapmış olduğu analizlerde Masulis (1983), borç kullanımındaki artışın sermaye değerinde %7,6 oranında bir artışa; borç kullanımındaki azalmanın ise %5,4 oranında düşüşe neden olacağı sonucuna ulaşmıştır. Dolayısıyla, borç kullanımı firma değeri artmakla birlikte; bu artış teorik olarak beklendiği kadar yüksek bir düzeyde gerçekleşmemektedir.

Öte yandan; King (1974) tarafından da vurgulandığı üzere, firma değerini maksimize edecek finansman politikası sadece şirketin ödeyeceği kurumlar vergisine değil, aynı zamanda, ortakların gelir vergisi karşısındaki durumuna da bağlıdır. Genel olarak bir yatırımcının herhangi bir menkul kıymete yapacağı yatırım, bundan sağlayacağı net getiriye yani bütün vergiler ödendikten sonra eline geçecek nihai tutara bağlıdır. Yatırım yapılan firmanın ödeyeceği kurumlar vergisinin yanı sıra yatırımcıların ödeyeceği gelir vergileri de yatırımcının eline geçecek nihai tutarı azaltır. Yatırımcıların faiz gelirleri ve hisse senedi kazançları üzerinden ödemiş oldukları vergiler, firmanın faiz giderleri dolayısıyla sağlamış olduğu vergi avantajının bir kısmını elimine eder. Bu da borçlu firmanın değerini düşürür. Bu durumda faiz vergi kalkanının gerçek değeri, sağlanan kurumlar vergisi avantajına değil; toplam vergideki azalmaya, bir başka deyişle nihai olarak yatırımcıların kaldıraç kullanımından sağlayacağı net kazanca eşit olacaktır (Berk ve DeMarzo; 2014).

Miller, 1977'deki bireysel çalışmasında[4] daha önce Modigliani ile birlikte yayınlamış oldukları çalışmalarda oluşturdukları modele gelir vergilerini de dahil emiş ve yatırımcıların kaldıraç, yani borç kullanımından sağladıkları kazancı hesaplamak için aşağıdaki formülü oluşturmuştur (Miller, 1977):

$$G_L = \left[1 - \frac{(1-\tau_c)\ x\left(1-\tau_{ps}\right)}{(1-\tau_{pd})}\right] B_L \qquad (10)$$

Formülde;

G_L: Yatırımcının kaldıraç kullanımından sağladığı kazanç,

τ_c: Kurumlar vergisi oranı,

τ_{ps}: Yatırımcının hisse senedinden elde ettiği sermaye kazancı ve kar payı üzerindeki gelir vergisi oranı,

τ_{pd}: Yatırımcının borç faiz geliri üzerindeki gelir vergisi oranı,

[4] Bknz. Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, *32*(2), 337-347.

B_L: Firmanın tedavüldeki borçlarının piyasa değeri.

Modele yatırımcıların ödeyeceği gelir vergileri de dahil edildiğinde; kaldıraçlı firmanın değeri, kaldıraçsız firmanın değeri ile kaldıraç kullanımından sağlanan net kazancın bugünkü değerinin toplamına eşit olacaktır (Berk ve Demarzo, 2014):

$$V_L = V_U + Faiz\ Vergi\ Kalkanının\ Bugünkü\ Değeri = V_U + \tau_{G_L}\ xD \qquad (11)$$

Hillier ve diğer. (2008) tarafından da ifade edildiği üzere; vergisiz bir dünyada ($\tau_c = \tau_{ps} = \tau_{pd} = 0$) firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu yönündeki temel Modigliani ve Miller önermesi geçerlidir. Sadece kurumlar vergisinin olduğu bir dünyada (örneğin; $\tau_c = 0{,}20,\ \tau_{ps} = \tau_{pd} = 0$ olması durumunda) ise; %100 oranında borçtan oluşan bir optimal sermaye yapısı sonucuna ulaşılacaktır. Buna karşılık; faiz gelirleri üzerindeki gelir vergisi oranı yeterince yüksek ve hisse senedi getirisi üzerindeki vergi oranı yeterince düşükse, kaldıraca ilişkin kazanç önemli ölçüde azalacak hatta tamamen yok olacaktır. Bununla birlikte; eğer borç kullanımından kaynaklanan net vergi kazancı pozitifse ($\tau_{G_L} > 0$), firmalar vergi yükümlülüğünü elimine etmeye yetecek kadar borç kullanmak isteyecek; ($\tau_{G_L} < 0$) olması durumunda ise, sermaye yapılarına daha fazla borç eklemek istemeyeceklerdir. Buna karşılık; kaldıraç kullanımı herhangi bir kazanç sağlanamıyorsa ($\tau_{G_L} = 0$), firmalar borç düzeyleri konusunda kayıtsız olacaklardır.

MacKie-Mason (1990), Graham (1996), Graham ve Harvey (2001), Faulkender ve Petersen (2006) gibi araştırmalacılar tarafından yapılan çalışmalar faiz vergi kalkanı ile borç kullanma isteği arasındaki pozitif ilişkiyi ampirik kanıtlarıyla ve açık olarak ortaya koymaktadır. Dahası; Graham (2000) Amerikan şirketlerinin 1973-1994 dönemine ilişkin verilerinden hareketle yapmış olduğu analizlerde, borcun vergi avantajının yaklaşık olarak firma değerinin %9,7'sine tekabül ettiğini; gelir vergilerinin negatif etkisi dikkate alındığında bu oranın %4,3'e kadar düşebileceğini tahmin etmiştir.

1.2.2.2. Borcun maliyeti: Finansal sıkıntı ve iflas riski

Firmanın faiz ve anapara ödemelerini zamanında yerine getirememesi halinde borç verenler firma varlıkları üzerinde bazı haklara sahip olur. Firmanın borç yükümlülüklerini yerine getirmede güçlük yaşaması literatürde "finansal sıkıntı" olarak adlandırılmaktadır. Finansal sıkıntının devam etmesi, daha da derinleşmesi halinde firma iflasa sürüklenir ve borç verenler firma varlıklarının yasal sahipliğini ele geçirir. Buna karşılık; özsermayeyle

finansmanda böyle bir risk yoktur. Zira her ne kadar hisse senedi sahipleri temettü beklentisi içinde olsa da firmaların genellikle düzenli temettü ödeme yükümlülüğü bulunmamaktadır.

Miller (1977), daha önce Modigliani ile birlikte oluşturdukları modele gelir ve kurumlar vergisini dahil ederek yapmış olduğu analizlerde, iflas olasılığı ve finansal sıkıntı maliyetlerinin firma değeri üzerindeki etkisinin borcun vergi avantajı ile karşılaştırıldığında oldukça önemsiz olduğu kabulünden hareket etmiştir. Ancak; gerçek hayatta iflas ve finansal sıkıntının yol açacağı maliyetler, firmaların borç kullanma isteğini önemli ölçüde azaltmaktadır. Bu maliyetler; eksper ücretleri, dava giderleri, zaman kaybı gibi iflas prosedürlerinin neden olduğu doğrudan maliyetlerin yanı sıra firmanın daha yüksek faiz oranları ile borçlanabilmesi, hisse fiyatlarının düşmesi, müşteri kaybı, personel kaybı, tedarikçilerle ilişkilerin bozulması, alacakların tahsilinde güçlükler yaşanması ve mal satış fiyatlarının düşmesi gibi dolaylı maliyetler de içermektedir (Berk ve DeMarzo, 2014).

Dolaylı maliyetler firma yükümlülüklerini aksatmadan yerine getirmekte olsa bile söz konusu olabilir. Zira bu maliyetler, iflas ihtimali ve tehlikesine bağlı olarak ortaya çıkmakta ve firmanın borç verenlerle, çalışanlarıyla, müşteri ve tedarikçileriyle ilişkilerini etkileyerek faaliyetlerini etkin bir şekilde yürütmesine engel olmaktadır (Hillier ve diğer., 2008). Bu maliyetlerin literatürde finansal sıkıntı maliyetleri olarak adlandırılması da bu durumdan kaynaklanmaktadır.

Doğrudan maliyetler ve bunların firma değerine etkisinin finansal sıkıntı maliyetlerine nazaran daha düşük olduğu kabul edilir. Bununla birlikte; finansal sıkıntı maliyetlerinin değeri doğrudan maliyetler ve vergi avantajının değeri gibi kolayca hesaplanamaz. Finansal sıkıntı maliyetlerinin değerini belirleyen üç temel faktör bulunmaktadır (Berk ve DeMarzo; 2014):

- *Finansal sıkıntı yaşama olasılığı:* Finansal sıkıntı olasılığı, borç kullanımındaki artış ve firmanın nakit akımları ile varlıklarının değerindeki oynaklığa bağlı olarak artar. Güvenilir ve istikrarlı nakit akımlarına sahip firmalar, değişken nakit akımlarına sahip firmalara göre, daha düşük finansal sıkıntı olasılığına sahiptirler. Bu nedenle bu firmalar, daha yüksek düzeylerde borç kullanabilirler. Buna karşılık; nakit akımları ve varlık değeri oynak firmalar, geri ödememe riskiyle karşılaşmamak için, daha düşük düzeylerde borç kullanmalıdırlar.

- *Finansal sıkıntı maliyetlerinin büyüklüğü:* Finansal sıkıntı durumunda oluşabilecek maliyetlerin büyüklüğü, bu maliyetlerin göreceli önemine bağlı olup, sektörden sektöre

değişkenlik gösterir. Teknoloji firmaları gibi değeri büyük ölçüde beşeri sermayeye dayalı firmalar, potansiyel müşteri kayıpları ve nitelikli personel istihdamında yaşanan sıkıntılar nedeniyle, daha yüksek finansal sıkıntı maliyetine sahiptirler. Buna karşılık; gayrimenkul yatırım ve ticareti firmaları gibi, varlıkları büyük ölçüde satılması kolay olan maddi duran varlıklardan oluşan firmaların finansal sıkıntı maliyetleri göreceli olarak daha düşük olacaktır.

- *İskonto oranı:* Finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değere indirgenmesinde uygulanacak iskonto oranı firmanın piyasa riskine bağlıdır. Firmanın piyasa riski arttıkça, sermaye maliyeti de artacaktır. Sermaye maliyetindeki artış da finansal sıkıntı maliyetlerinin artmasına neden olacaktır.

Bütün bu maliyetler, nihai olarak, firmanın borç verenlere ve hisse senedi sahiplerine yönelik nakit akımlarını ve dolayısıyla da firma değerini etkiler. Yukarıda da ifade edildiği üzere; Miller (1977) vergi avantajıyla karşılaştırıldığında finansal sıkıntı maliyetlerinin firma değeri üzerindeki etkisinin de ihmal edilebilecek bir düzeyde olduğunu iddia etmektedir. Ancak; yapılan ampirik çalışmalar finansal sıkıntı maliyetlerinin ve firma değerine etkisinin bu derede önemsiz bir seviyede olmadığını göstermektedir. Örneğin; Altman (1984) farklı sektörlerde faaliyet gösteren Amerikan şirketlerinin iflastan önceki üç yılda beklenen satış, karlılık ve hisse başına kazanç tahminleri ile gerçekleşmeleri karşılaştırarak yapmış olduğu analizlerde, finansal sıkıntı maliyetlerinin firma değerinin ortalama %11'i ile %17'si arasında bir oranına tekabül ettiğini tespit etmiştir. Yapmış olduğu analizler, aynı zamanda, çoğu firma için beklenen finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değerinin, vergi avantajının bugünkü değerinden daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Andrade ve Kaplan (1998)'ın borç ödeme güçlüğünü takiben iflas başvurusunda bulunmuş Amerikan şirketlerine yönelik analizleri ise; finansal sıkıntı yaşayan firmaların, finansal sıkıntı öncesi döneme göre, %10 ila %23 oranında bir değer kaybı yaşadıklarını göstermektedir. Bununla birlikte; Almeida ve Philippon (2007) şirket borçlanma araçlarının 1985-2004 dönemindeki risk priminden ve bunlara ilişkin kredi derecelendirmelerinden yola çıkarak yapmış oldukları analizlerde, marjinal finansal sıkıntı maliyetleri ile marjinal vergi avantajının büyüklük olarak birbirine oldukça yakın olduğunu; borç kullanımı arttıkça ve kredi değerliliği düştükçe marjinal vergi avantajı azalırken, marjinal finansal sıkıntı maliyetlerinin giderek arttığını saptamışlardır.

1.2.2.3. Optimal sermaye yapısı

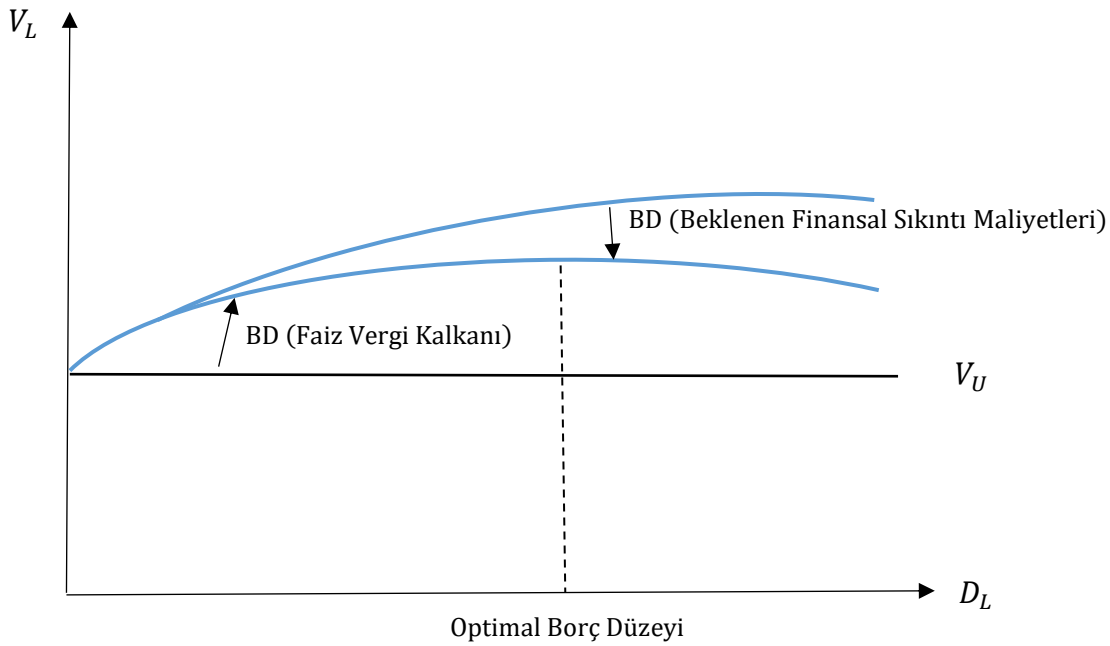
Yukarıda açıklandığı üzere; borç kullanımı bir taraftan vergi avantajı sağlarken, bir taraftan da finansal sıkıntı maliyetlerine neden olabilmektedir. Dengeleme teorisi de bu avantaj ve dezavantajların göz önünde bulundurularak firma değerini maksimize eden optimal sermaye yapısının oluşturulması üzerine odaklanır (Kraus ve Litzenberger, 1973).

Teorik olarak, kaldıraçsız firma değerine faiz vergi kalkanının bugünkü değeri ilave edilip beklenen finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değeri düşüldüğünde kaldıraçlı firmanın değerine ulaşılacaktır (Meggison, 1997). Buradan hareketle, kaldıraçlı firmanın değeri aşağıdaki şekilde formüle edilebilir.

$$V_L = V_U + \text{BD (Faiz Vergi Kalkanı)} - \text{BD (Beklenen Finansal Sıkıntı Maliyetleri)} \quad (12)$$

Formülden de anlaşılacağı üzere; borç kullanımı arttıkça bir taraftan sağlanan vergi avantajının etkisiyle firma değeri artarken, diğer taraftan da artan finansal sıkıntı maliyetleri nedeniyle firma değeri düşmektedir. Bu ilişki Robichek ve Myers (1966), Scott (1976), Brennan ve Schwartz (1978) tarafından yapılan farklı analitik modellemelerle de ispatlanmıştır.

Dengeleme teorisine göre; firmalar artan kaldıracın vergisel avantajını, kaldıraç oranı yükseldikçe artan finansal sıkıntı maliyetleri karşısında dengeleyerek bir optimal sermaye yapısı belirlerler. Borcun vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetlerinin dengelenmesi ve bunun sonucunda ulaşılan optimal borç düzeyi Myers (1984) tarafından aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:



Şekil 5. Optimal Sermaye Yapısı

Bununla birlikte; Hirshleifer (1966) ve Kim (1982) optimal sermaye yapısının belirlenmesinde sadece kurumlar vergisinin değil, hisse senedi ve borçlanma araçlarından sağlanan getiriler üzerindeki gelir vergilerinin de dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır. Bu nedenle, yukarıda formüle edilen firma değeri denkleminde vergi kalkanının etkisi hesaplanırken sadece kurumlar vergisinin değil; Miller (1977) tarafından formüle edilen, yatırımcıların kaldıraç kullanımından sağladıkları net kazanç veya kaybın da dikkate alınması daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

Optimal sermaye yapısının belirlenmesi, aynı zamanda, bu yapıya ulaşmayı sağlayan optimal borç düzeyinin de belirlenmesini ifade eder. Hedef borç düzeyi olarak da adlandırılan bu borç düzeyi, finansal sıkıntı olasılığı ile vergilerin bir fonksiyonudur. Firmalar finansman tercihlerini mevcut borç düzeyi ile hedef borç düzeyini dikkate alarak oluştururlar. Bu doğrultuda yeni bir finansman ihtiyacı söz konusu olduğunda, firma hali hazırda hedef borç düzeyinin üstündeyse borç yerine öz kaynak tercih edilecek; tersi durumda ise borç kullanma yoluna gidilecektir (Marsh, 1982). Literatürde *"statik dengeleme teorisi"* olarak adlandırılan bu yaklaşıma göre; firmalar borç düzeylerinde yapılan ayarlamalarla, zaman içerisinde, kademeli olarak hedef sermaye yapısı oranına doğru hareket ederler (Myers, 1984). Yapılan amprik çalışmalar da statik dengeleme teorisinin bu

öngörüsünü destekleyen kanıtlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Taggart (1977)'ın finansal olmayan Amerikan şirketlerinin 1957-1972 dönemindeki finansman tercihlerine yönelik analizleri, kısa vadede firmaların hedef borç düzeylerinden saplamalar olsa da uzun vadeli borçlanma ve hisse senedi ihraç kararlarında hedef borç düzeylerinin önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Marsh (1982) da Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren şirketlerin 1959-1974 dönemindeki finansman tercihlerine yönelik çalışmasında, finansman tercihinde piyasa koşullarının ve geçmişteki hisse senedi fiyatlarının önemli bir rol oynadığını; ancak firmaların finansman tercihi yaparken, sanki kısa ve uzun vadeli hedef borç düzeylerine sahipmiş gibi hareket ettiklerini saptamıştır.

Buna karşılık; Fischer, Heinkel ve Zechner (1989) ve Leland (1994) statik dengeleme modeline işlem maliyetlerini de dahil ederek yapmış oldukları analitik anlizlerde, firmaların optimal sermaye yapısı ve dolayısıyla optimal borç düzeyinin sabit olmadığı, zaman içerisinde değişiklik gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Fischer ve diğer. (1989), optimal sermaye yapısının borcun vergi avantajı ve potansiyel finansal sıkıntı maliyetlerinin yanı sıra faiz oranları, firma varlıklarının değerindeki değişiklikler ve yeniden finansman maliyetlerine bağlı olduğunu iddia ederken; Leland (1994) firma riski, vergiler, iflas maliyetleri, faiz oranları, temettü ödemeleri ve borçların teminatlı olup olmamasına bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini iddia etmiştir. Myers (2001) ise; teorinin öngörülerinin, özellikle de vergi ayağının, gözlemlenen sermaye yapısı tercihleri ile uyuşmadığına; karlı ve yüksek kredi değerliliğine sahip firmaların, genel olarak, düşük borç düzeylerine sahip olma eğiliminde olduklarına dikkat çekmiştir.

Firmaların finansman tercihlerine yönelik amprik araştırmalar da bu eleştirileri destekler niteliktedir. Örneğin; Hovakimian, Opler ve Titman (2001) Standard and Poor's Compustat veri tabanına[5] kayıtlı şirketlerin 1979-1997 dönemine ilişkin verilerinin analizinde, firmaların finansman tercihlerini hedef borç düzeylerine doğru hareket etmelerini sağlayacak şekilde yaptıklarını; ancak hedef borç düzeyinin firmanın karlılığına ve hisse senedi fiyatlarındaki değişimlere bağlı olarak zaman içinde değişebildiğini saptamışlardır. Huang ve Ritter (2009) de Amerikan şirketlerinin 1964-2001 dönemine ilişkin verilerini kullanarak yapmış oldukları analizlerde, firmaların borç kullanımı ve sermaye artırımı

[5] Standart and Poor's Compustat veri tabanı, dünya çapında farklı piyasalardan binlerce şirketi kapsayan; finansal piyasa uzmanları, yatırımcılar, akademisyenler gibi farklı gruplar tarafından yaygın olarak kullanılan bir finansal veri tabanı ve bilgi sağlayıcısıdır. 1962 yılından beri yayınlanmakla birlikte; içerdiği bilgiler 1950'lere kadar uzanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için https://www.investopedia.com/terms/c/compustat.asp, 24.07.2021.

arasındaki finansman tercihlerinde belirleyici unsurun sermaye maliyeti olduğunu, vergi avantajının bu tercihte ikinci planda kaldığını; firmaların borç ve sermayenin göreli maliyetlerine göre optimal sermaye düzeylerini belirlediklerini ve bunlardaki değişikliklere bağlı olarak yeni bir optimal sermaye düzeyine doğru hareket ettiklerini; yüksek kaldıraçlı firmaların borç kullanmak yerine sermaye artırımını tercih etme eğiliminde olduklarını saptamışlardır. Benzer şekilde; Korteweg (2010) farklı sektörlerde faaliyet gösteren Amerikan şirketlerinin 1994-2004 döneminine ilişkin çalışmasında, firmaların optimal borç düzeyinin sabit olmadığını; şirket büyüklülüğü, karlılık, maddi duran varlık düzeyi ve amortismanlar gibi faktörlere bağlı olarak zaman içersinde değişiklik gösterdiğini; yüksek borç düzeyine sahip firmalar da olmakla birlikte, firmaların genel olarak optimal seviyenin altında borç kullandıklarını tespit etmiştir. DeAngelo ve Roll (2015) de Amerikan şirketlerinin 1950-2008 dönemindeki kaldıraç düzeylerine yönelik araştırmalarında; firmaların zaman zaman yüksek, zaman zaman düşük kaldıraç düzeylerine sahip olabildikleri; özellikle ekonomik genişleme dönemlerinde artan fon arzının da etkisiyle firmaların daha çok borç kullanma eğilimi gösterdikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik çalışmalar da sabit bir optimal sermaye yapısının bulunmadığını; firmaların finansman tercihlerinde vergi avantajı ve finansal sıkıntı maliyetleri dışında başka faktörlerin de etkili olduğunu göstermektedir. Örneğin; Bokpin (2009) Türkiye dahil otuzdört farklı gelişmekte olan ülkede faaliyet gösteren, çok sayıda şirketin 1996-2004 dönemi verilerinden hareketle yapmış olduğu analizlerde maddi duran varlık düzeyi, karlılık, yatırım olanakları, temettü ödemeleri gibi firmaya özgü faktörlerin yanı sıra büyüme, enflasyon, faiz oranları, banka kredilerinin düzeyi gibi makroekonomik faktörlerin de sermaye yapısı tercihlerini etkilediğini; firmaların kısa ve uzun dönemli finansman kararlarında, borç kullanımı veya sermaye artırımına yönelik tercihlerinin bu faktörlere bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini saptamıştır.

Türk şirketlerine yönelik çalışmalar da benzer sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Bayrakdaroğlu, Ege ve Yazıcı (2013)'nın BİST'e kayıtlı şirketlerin 2000-2009 dönemine yönelik çalışması, Türk şirketlerinin hedef bir borç düzeyine sahip olmadıklarını; borç düzeylerinin karlılık durumu, varlık yapısı, maddi duran varlık düzeyi gibi faktörler ile makroekonomik koşullara bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Jermias ve Yigit (2019) de BİST'e kayıtlı şirketlerin 1994, 2001 ve 2008 krizleri öncesi ve sonrası finansman tercihlerini etkileyen faktörlere yönelik araştırmalarında; firmaların kaldıraç düzeylerinin kriz öncesinde, kriz dönemi boyunca ve kriz sonrası dönemlerde farklılık

gösterdiğini; firmaların finansman ihtiyaçları ve imkanları doğrultusunda kaldıraç düzeylerinde uyarlamalara gittiklerini gözlemlemişler.

1.2.2.4. Borç dışı vergi kalkanları

Yukarıda da ifade edildiğ üzere; temel dengeleme modeli borcun avantaj ve dezavatanajları dikkate alınarak firma değerini maksimize eden optimal sermaye yapısının belirlenmesi konusuna odaklanmaktadır. Ancak; daha sonra farklı yazarlar modele borç dışı vergi kalkanlarını dahil ederek modelin vergi temelli diğer uzantılarını geliştirmişlerdir.

Örneğin; DeAngelo ve Masulis (1980) finansal sıkıntı ve iflas gibi maliyetlere neden olan borcun vergi avantajına ikame olarak, amortismanlar ve yatırım indirimi gibi vergi kalkanı etkisi yaratan diğer faktörleri modele dahil etmişlerdir. Yapmış oldukları analizlerde, optimal borç düzeyinin borç dışı vergi kalkanlarına bağlı olarak değişiklik gösterdiği; borç dışı vergi kalkanlarının varlığı ile borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu, başka bir deyişle borç dışı vergi kalkanlarındaki artışın borçlanma olasılığını azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. DeAngelo ve Masulis (1980)'in ulaştıkları sonuçlar; yüksek amortisman giderleri, yatırım harcamaları, araştırma ve geliştirme harcamaları gibi borç dışı vergi kalkanlarına sahip firmaların, görece daha az borç dışı vergi kalkanına sahip eşdeğer firmalara göre daha az borçlanmayı tercih edeceklerine işaret etmektedir. Ancak; Bradley, Jarrell ve Kim (1984) değişik sektörlerde faaliyet gösteren Amerikan şirketlerinin 1962-1981 dönemine ilişkin verilerinden hareketle yaptıkları yapmış oldukları analizlerde tam tersi sonuçlara ulaşmışlar; borç dışı vergi kalkanları ile borçlanma seviyesi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Dahası; ulaştıkları sonuçlar yüksek miktarda maddi duran varlığa ve dolayısıyla yüksek amortisman ve yatırım indirimine sahip firmaların, diğer firmalara nazaran, daha yüksek kaldıraç düzeylerine sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Bu yönüyle elde ettikleri bulgular, Scott (1977) tarafından ortaya atılan, borç dışı vergi kalkanı yaratan varlıkların ekstra borç için de teminat olarak kullanılabileceği ve böylece zengin maddi duran varlıklara sahip firmaların daha yüksek düzeylerde borç kullanabilmesine olanak sağladığını ifade eden *"teminatlı borç"*[6] hipotezini de desteklemektedir. Daha sonra yapılan çalışmalar da benzer sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Rajan ve Zingales (1995) G-7[7] ülkelerinde faaliyet gösteren şirketlere yönelik

[6] "secured debt"

[7] G-7 (Group of Seven) Amerika Birleşik Devletleri, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya, Birleşik Krallık ve Kanada'dan oluşan yedi ülkenin kendi aralarında kurdukları uluslararası bir birliktir. Ayrıntılı bilgi için https://www.investopedia.com/terms/g/g7.asp, 25.08.2021.

analizlerinde, maddi duran varlıklar ve kaldıraç düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Çıtak ve Ersoy (2012) ve Köksal, Orman ve Oduncu (2013) da borsaya kayıtlı Türk şirketlerine yönelik araştırmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

1.2.3. Vekalet teorisi ve optimal sermaye yapısı

Şirketlerin büyümesi, hisse senetlerinin dışarıdaki yatırımcılara satılması ve hissedar sayısındaki artış, sahiplik ve yönetimin birbirinden ayrılmasına neden olur. Sahiplik ve yönetimdeki ayrışmayla birlikte hissedarların şirketi yönetmesi için yöneticileri yetkilendirdiği bir vekalet (temsil) ilişkisi ortaya çıkar. Ancak; bu ilişkide hem yetki verenler hem de yetkilendirilenler farklı çıkarlara sahiptir. Bu çıkar farklılıkları nedeniyle, şirketi yönetmesi için yetkilendirilen yöneticiler her zaman için hissedarların çıkarları doğrultusunda, yani şirket değerinin ve hisse senedi getirisinin maksimize edilmesi saikiyle hareket etmeyebilirler. Bununla birlikte; hissedar sayısındaki artış da hisse senedi sahiplerinin yöneticileri kontrol etmesini ve yöneticilerin kararlarına etki etmesini güçleştirir (Jensen ve Meckling, 1976).

Bu kontrol eksikliğinin de etkisiyle yöneticiler, yatırım ve finansman kararlarında hissedarların çıkarlarına uygun hareket etmek yerine, kendi çıkarları doğrultusunda hareket ederek bu kararları çarpıtabilirler. Bu çarpıtmalar aşağıdaki şekillerde gerçekleşebilir (Hillier ve diğer., 2008):

- Yöneticiler, kendi konumlarını korumak ve ilerde işten çıkarılma tehlikesiyle karşılaşmamak için, kendi uzmanlık alanlarına özgü yatırımlara yönelebilirler. Dahası; hem daha çok kişiyle tanışmak hem de piyasadaki ünlerini artırmak için reklam, medya, spor gibi göz önündeki sektörlere yatırım yapmayı tercih edebilirler.

- Yöneticiler, kendi pozisyonlarını ve piyasadaki ünlerini korumak için riskli, ancak net bugünkü değeri yüksek yatırım projeleri yerine, nakit akımları istikrarlı fakat daha düşük net bugünkü değere sahip projelere yönelebilirler.

- Yöneticiler, uzun dönemde olumsuz sonuçlara yol açacak olsa bile, kısa dönemde hisse senedi fiyatlarının artmasını sağlayan yatırımları yapmayı tercih edebilirler.

- Yöneticiler, finansman temininde kişisel ilişkilerini kullanarak, üstü kapalı hükümlerle, ilerde yönetici değişikliklerini zorlaştıracak sözleşmeler yapılmasını sağlayabilirler.

Literatürde *"ahlaki tehlike"*[8] ve *"ters seçim"*[9] olarak adlandırılan bu tür çarpıtmalar, temsilcilerin kendilerine yetki verenlerden daha fazla bilgiye sahip olması durumunda daha çok kendini gösterir (Darrough ve Stoughton, 1986). Bunları önlemek ve yöneticilerin hissedarların çıkarlarına uygun hareket etmelerini sağlamak için, yöneticilere performansa bağlı teşvik ödemelerinin yapılması, şirket hisselerinden belli bir oranda pay verilmesi, bağımsız üyeler içeren yönetim ve denetim kurullarının oluşturulması gibi mekanizmaların devreye sokulması gerekir (Jensen ve Meckling, 1976; Fama ve Jensen, 1983; Jensen, 1986). Ancak; bütün bunlar hissedarlar açısından temsilci maliyetlerinin oluşmasına yol açar.

1.2.3.1. Temsilci maliyetleri ve borç kullanımı

Jensen (1986)'a göre; hisse senedi sahipleri ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmaları, özellikle yüksek ve istikrarlı serbest nakit akımlarına sahip işletmelerde daha şiddetlidir. Zira bu yüksek nakit akımları, hissedarların çıkarlarına uygun yatırımların finansmanında kullanılabileceği gibi, yöneticilerin çıkarları doğrultusunda da kullanılabilir. Bununla birlikte; yöneticiler herhangi bir baskıya maruz kalmadan, hedefleri doğrultusunda daha rahat bir şekilde hareket edebilmek amacıyla da yüksek miktarda nakit bulundurmayı tercih edebilirler. Jensen ve Meckling (1976) ve Jensen (1986) borç finansmanının, yöneticiler ve hisse senedi sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsilci maliyetlerinin azaltılması ve firma performansının arttırılması için önemli bir araç olduğunu savunurlar. Çünkü borç anapara ve faiz ödemeleri, yöneticilerin kontrolü altındaki fonları azaltmanın yanı sıra kötü performans sergilemeleri veya firmanın borç yükümlülüklerinin yerine getirilememesi halinde yöneticilerin firmanın kontrolünü ve işlerini kaybetme riski ile karşı karşıya kalmalarına neden olur. Bu yönleriyle borç finansmanı, yöneticiler üzerinde hem bir kontrol hem de bir gözetim mekanizması olarak hizmet verir. Jensen (1986)'a göre; bu fonksiyonlar yüksek serbest nakit akımlarına, ancak düşük büyüme perspektifine sahip firmalarda çok daha büyük bir öneme sahiptir. Buna karşılık; karlı ve büyük ölçekli yatırım projelerine sahip, hızlı büyüyen firmalarda borç kullanımı her zaman pozitif bir kontrol etkisi yaratmayabilir. Zira bu firmalar, yatırımlar nedeniyle serbest nakit düzeyi düşük olduğundan, fon gereksinimlerini karşılamak için düzenli olarak sermaye piyasalarına başvurmak zorundadırlar. Bunun sonucu olarak; bu firmaların ve yöneticilerinin performansı, aldıkları kararlar ve fon gereksinimine konu yatırım projeleri düzenli olarak sermaye piyasalarının gözetim ve denetiminde olacaktır (Jensen, 1986).

[8] "moral hazard"

[9] "adverse selection"

Bununla birlikte, borç kullanımı da temsilci maliyetleri yaratır. Eğer, yatırım kararları borcun ve hissedarların sahip olduğu sermayenin değeri üzerinde farklı etkilere sahipse; hissedarlar ve borç verenlerin çıkarları arasında çatışma ortaya çıkacaktır. Finansal sıkıntı riskinin yüksek olduğu durumlarda bu çıkar çatışması daha şiddetli hale gelir. Zira firmanın sermaye yapısı içerisinde borcun oranı arttıkça, borç verenler firmanın işletme ve işleyiş riskini daha çok üstlenmeye başlarken; firmanın yatırım ve işleyişine ilişkin kararları hala hissedarlar ve yöneticiler kontrol etmektedirler (Berk ve DeMarzo, 2014). Borç verenle, bu tür riskleri elimine etmek ve kendi çıkarlarını koruyabilmek için, kısa vadeli veya daha yüksek faiz oranıyla borç vermeyi tercih edeceklerdir. Dahası; borç sözleşmelerine koşullara bağılı olarak borcun vadesinin kısaltılması, yeniden borçlanma, temettü dağıtımı, çalışma sermayesinin sürdürülmesi, yeni yatırım projelerinin üstlenilmesi gibi konularda kısıtlayıcı hükümler koyma yoluna gideceklerdir (Jensen ve Meckling, 1976; Myers, 1977). Bu tür hükümler İse; hem borç sözleşmelerinin uygulamaya konulmasını zorlaştıracak hem de yöneticilerin değer azaltıcı yatırımların yanı sıra değer artırıcı yatırımları yapmalarına engel teşkil edecektir. Dahası; finansal sıkıntı nedeniyle firmanın tasfiyesi gündeme geldiğinde, borç verenler tasfiye sürecinde öncelik hakkına sahip olduklarından hisse senedi sahiplerine göre firmanın tasfiyesi konusunda daha istekli olacaklardır (Titman, 1984). Bu da borç sözleşmelerindeki koruyucu hükümlerden kaynaklı maliyetlerin yanı sıra, nihai olarak hissedarlar tarafından yüklenilecek iflas ve tasfiye maliyetlerine neden olacaktır.

Jensen ve Meckling (1976), temel Modigliani ve Miller önermesinin aksine, firmanın nakit akımlarının sermaye yapısından bağımsız olmadığını; sahiplik yapısı ve temsilci maliyetlerinin de firmanın nakit akımları ve dolayısıyla da firma değeri üzerinde etkili olduğunu iddia ederler. Bu nedenle, sadece vergiler ve iflas maliyetlerini dikkate alan dengeleme teorisinin de ciddi danlamda eksik olduğunu savunurlar. Onlara göre; firma değerini maksimize eden optimal sermaye yapısı yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmalarını ve bu çatışmalardan kaynaklanan temsilci maliyetlerini minimize eden borç-özsermaye oranıdır. Bu oran, aynı zamanda borç kullanımıyla sağlanan avantajların, borcun temsilci maliyetleriyle dengelendiği; bir başka deyişle borcun marjinal temsilci maliyetinin, borç kullanımı dolayısıyla vazgeçilen hisse senedi ihracı yoluyla sağlanacak sermaye artışının marjinal temsilci maliyetine eşit olduğu borç düzeyine tekabül etmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Ancak; Leland (1998) yapmış olduğu analitik modellemelerde, borcun temsilci maliyetlerinin çok da yüksek olmadığı; hatta vergi

avantajıyla karşılaştırıldığında %20'sinden daha az bir orana tekabül ettiği sonucuna ulaşmıştır.

Borç kullanımının firma performansı üzerindeki etkisine yönelik araştırmalar da çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Graham ve Harvey (2001), Fortune 500[10] listesinde yer alanlar da dahil olmak üzere, farklı Amerikan ve Kanada şirketlerinde görev yapan 392 baş finans sorumlusu ile görüşerek yapmış oldukları araştırmada, yöneticilerin yatırım ve finansman kararlarını verirken genellikle sermaye maliyetini esas aldıklarını ve buna göre tercihte bulunduklarını saptamışlar; ancak vekalet teorisinin öngörülerinin aksine, borç kullanımının yöneticiler üzerinde disipline edici etkiye sahip olduğu iddiasını destekleyecek yeterli bir kanıta ulaşamamışlardır. Buna karşılık; Berger ve Bonaccorsi di Patti (2006) Amerikan ticaret bankalarının 1990-1995 döneminlerine ilişkin verilerinden hareketle yapmış oldukları analizlerde, yüksek kaldıraç düzeyine sahip bankaların, göreli olarak daha az kaldıraç düzeyine sahip bankalara göre, daha yüksek performans gösterdiklerini tespit etmişler ve ulaştıkları sonuçların da vekalet teorisinin kaldıraç düzeyinin temsilci maliyetlerini azaltarak firma performansını yükselttiği önermesiyle uyumlu olduğunu belirtmişlerdir. Benzer şekilde; Margaritis ve Psillaki (2010) finansal olmayan Fransız şirketlerinin 2000-2005 dönemlerine ilişkin verilerinden hareketle yapmış oldukları analizlerde, kaldıraç oranındaki artışın performans üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu; özellikle kimya ve tekstil gibi düşük büyüme potansiyeline sahip geleneksel sektörlerde bu etkinin daha yüksek olduğunu saptamışlardır. Bu yönüyle elde ettikleri bulgular, Jensen (1986)'ın borcun denetim ve gözetim fonksiyonlarının yüksek serbest nakit akımlarına, ancak düşük büyüme perspektifine sahip firmalarda çok daha büyük bir öneme sahip olduğu yönündeki öngörülerini doğrulamaktadır.

Buna karşılık; gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar genellikle aksi yönde sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Sadeghian, Latifi, Soroush ve Aghabagher (2012)'in Tahran Borsası'na kayıtlı şirketlerin 2006-2011 dönemine ilişkin verilerini kullanarak yapmış oldukları analizler, borç kullanımı arttıkça firma performansının düştüğünü göstermektedir. Dawar (2014) da 2003-2012 döneminde Bombay Borsası'na kayıtlı finansal olmayan şirketlere yönelik çalışmasında aynı sonuca ulaşmıştır. Benzer şekilde; Mandaci (2009)'nin Borsa İstanbul'a kayıtlı finansal olmayan şirketlerin 1996-2004 dönemine ilişkin

[10] Fortune 500, hasılat toplamlarına göre en büyük Amerikan şirketlerinin sıralandığı bir listedir. Fortune dergisi tarafından 1955 yılından beri, yıllık olarak yayınlanmaktadır. Dergi tarafından global düzeyde ve ülke bazlı listeler de yayınlanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için https://fortune.com/fortune500/, 15.09.2021.

analizleri de kazançları istikrarsız ve performansı düşük olan şirketlerin, sahip oldukları riski borç verenlerle paylaşmak için daha çok borçlandıklarını ortaya koymaktadır. Avcı (2016)'nın 2003-2015 döneminde Borsa İstanbul'a kayıtlı imalat şirketlerine yönelik çalışması da borç kullanımı arttıkça firma performansının düştüğünü göstermektedir.

1.2.3.2. Temsilci maliyetleri ve temettü dağıtımı

Easterbrook (1984), ilave çıkar çatışmalarına ve temsilci maliyetlerine neden olan borç kullanımı yerine, temettü dağıtımının da hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsilci maliyetlerinin azaltılmasında kullanışlı bir araç olabileceğini savunur. Zira temettü ödemeleri bir taraftan yöneticilerin kontrolü altındaki fonları azaltırken, diğer taraftan da azalan fonlar nedeniyle ortaya çıkan yeni finansman ihtiyaçları sonucu, yöneticilerin sermaye piyasaları tarafından izlenme riski ile karşı karşıya kalmalarına neden olur (Easterbrook, 1984). Ancak, temettü dağıtımı temsilci maliyetlerini azaltmakla birlikte; firmanın dış finansman ihtiyacını arttırır ve firma, işlem maliyetleri de dahil olmak üzere, dış finansman maliyetlerine katlanmak zorunda kalır. Bu nedenle, sermaye yapısı belirlenirken özermaye ve borcun yanı sıra temettü dağıtımının avantaj ve dezavantajlarını dengeleyen ve bunlardan kaynaklanan maliyetleri minimize eden bir finansman politikası tercih edilmelidir (Rozeff, 1982; Crutchley ve Hansen, 1989).

Hakikaten de Moh'd, Perry ve Rimbey (1995) Amerikan sanayi şirketlerinin 1972-1989 dönemine ilişkin verilerinden hareketle yapmış oldukları analizlerde, firmaların temsilci ve finansman maliyetleri ile bu maliyetlerdeki değişikliklere bağlı olarak temettü dağıtım politikalarında ayarlamalara gittiklerini saptamışlardır. Ulaştıkları sonuçlar, aynı zamanda, firma büyüklüğü arttıkça temsilci maliyetlerinin de arttığını; firmaların kazançları istikrarsızlaştıkça ve kaldıraç düzeyleri arttıkça dış finansman maliyetlerinden kaçınmak için daha az; yöneticilerin sahip olduğu hisse oranı azaldıkça, firmanın sahiplik yapısı dağılıp dışarıdaki hissedar sayısı arttıkça daha çok temettü dağıtma eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadır. DeAngelo, DeAngelo ve Stulz (2004) da AMEX, NYSE ve NASDAQ'a kayıtlı şirketlerin 1973-2002 dönemi verilerini kapsayan çalışmalarında, firmaların kazançlarının düşük olduğu dönemlerde dış finansman maliyetlerini de göz önünde bulundurarak temettü dağıtımından kaçındıklarını; ancak yeterli ve istikrarlı kazanç elde etmeye başladıktan sonra temettü dağıtımına gittiklerini tespit etmişlerdir. Elde ettikleri bulgular, Easterbrook (1984)'un temettü dağıtımının temsilci maliyetlerini azaltmada kullanışlı bir araç olduğu iddiasını da doğrulamaktadır. Benzer şekilde; Gaud, Hoesli ve

Bender (2007) da onüç farklı Avrupa ülkesinde[11] faaliyet gösteren şirketlerin 1988-2000 dönemine ilişkin verilerinin analizinde; karlı firmaların temsilci maliyetlerine yol açma ihtimali olan fon fazlasını azaltmak için, mevcut borç düzeylerini düşürmek yerine, temettü dağıtma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Ulaştıkları sonuçlar, değer artırıcı yatırım projelerine sahip firmalar açısından borcun uygun bir finansman şekli olmadığını, bu firmaların daha çok hisse senedi ihracı yoluyla finansmanı tercih ettiklerini; ancak karlı yatırım fırsatlarının yokluğunda firmaların hem borç düzeylerini hem de temettü dağıtım oranlarını artırarak yöneticileri disipline etmeyi tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. Buna karşılık; Baker, Kilincarslan ve Arsal (2018) Borsa İstanbul'a kayıtlı şirketlerde görev yapan 57 yöneticinin katılımıyla gerçekleştirmiş oldukları araştırmada, temettü dağıtımının temsilci maliyetlerin azaltmak için borç yerine ikame olarak kullanılabileceği tezini destekleyen herhangi bir bulguya ulaşamamışlardır.

1.2.3.3. Temsilci maliyetleri ve sahiplik yoğunlaşması

Borç kullanımı ve temettü dağıtımının yanı sıra sahiplik yoğunlaşması[12] da yöneticilerin yatırım ve finansman kararlarını çarpıtmasını önlemede ve hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsilci maliyetlerini azaltmada önemli bir araç olarak görülmektedir (Shleifer ve Vishny, 1986; Jensen, 1989; Jensen, 1993; Shleifer ve Vishny, 1997). Shleifer ve Vishny (1986) yapmış oldukları analitik modellemelerde; yönetim kurulunda temsil edilen aileler, yatırım fonları, emeklilik fonları, bankalar, sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılardan oluşan ve yöneticileri izleme ve kararlarına etki etme imkanına sahip büyük hissedarların varlığının, diğer hissedarların da yararına olacak şekilde firma performansını olumlu yönde etkilediği; büyük hissedarların sahip olduğu hisse oranı arttıkça firmanın beklenen karının da arttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yapılan amprik araştırmalar da bu öngörüleri destekler nitelikte bulgular ortaya koymaktadır. Örneğin; Bitler, Moskowitz ve Vissing-Jørgensen (2005) toplam hisse değeri 100 milyon doların altında olan ve 500'den az çalışanı bulunan Amerikan şirketlerine yönelik araştırmalarında; sahiplik yoğunlaşmasının ve çoğunluk hissesine sahip kişilerin aktif olarak yönetimde görev almasının, firma riskini azalttığını ve diğer hissedarların da çıkarlarına uygun olarak firma performansını yükselttiğini tespit etmişlerdir. Benzer şekilde;

[11] Çalışma Almanya, Avusturya, Belçika, Birleşik Krallık, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İtalya ve Norveç'te faaliyet gösteren ve defter değeri 5 milyon Avronun üstünde olan finansal olmayan şirketleri kapsamaktadır.

[12] Sahiplik yoğunlaşması, belli kişi veya grupların şirketin yönetimine ve kararlarına etki edebilecek oranlarda hisseye sahip olmasını ifade etmektedir.

Cronqvist ve Fahlenbrach (2009)'in büyük ölçekli Amerikan şirketlerine yönelik çalışmalarında elde ettikleri bulgular da yönetim kurulu üyeliği bulunan, yönetime doğrudan doğruya katılan veyahut tek bir karar vericisi bulunan ve sahiplik yapısı içerisinde önemli bir paya sahip blok hissedarların, yatırım ve finansman kararları da dahil olmak üzere, şirket politikaları ve performansı üzerinde kayda değer bir etkiye sahip olduklarını; blok hissedarların şirket sermayesindeki payları arttıkça bu etkinin daha da yükseldiğini göstermektedir. Isik ve Soykan (2013) da borsaya kayıtlı Türk şirketlerine yönelik çalışmalarında büyük hissedarların varlığının, küçük hissedarların da yararına olacak şekilde karlılığı ve firmanın piyasa değerini artırdığını tespit etmişlerdir. Dahası; elde ettikleri bulgulara dayanarak büyük hissedarların varlığının firma performasını artırması nedeniyle, küçük hissedarlara sahip bir firmada mevcut hissedarların fon ihtiyaçlarını karşılamak için borsada çok sayıda farklı yatırımcıya hisse senedi satmak yerine, büyük bir hissedar tarafından finanse edilmeyi yeğleyebilecekleri sonucuna ulaşmışlardır.

Mevcut çalışmalar, büyük hissedarların yanı sıra kurucu aile üyelerinin yönetimde aktif bir şekilde görev almasının da şirket performans üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin; Andres (2008) borsaya kayıtlı Alman şirketlerine yönelik çalışmasında aile şirketlerinin, blok hissedarlara sahip şirketler de dahil olmak üzere, diğer şirketlerden daha iyi bir ferformans gösterdiklerini; ancak bu üstün performasın kurucu aile bireylerinin yönetim ve denetim kurullarında aktif olarak yer alması durumunda söz konusu olduğunu, ailelerin büyük hissedar olmakla birlikte yönetim ve denetim kurullarında yer almaması durumunda diğer firmalara nazaran dikkat çeken bir performans farkının söz konusu olmadığını; kurucu aile dışındaki blok hissedarların varlığının firma performansı üzerinde önemli bir etkisi olmadığı hatta olumsuz yönde etkileyebildiğini saptamışlardır. Sacristán-Navarro, Gómez-Ansón ve Cabeza-García (2011) da borsaya kayıtlı İspanyol şirketlerini kapsayan çalışmalarında, aile sahipliğinin başlı başına firma karlılığı üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı; önemli olanın ailenin kontrolü yani firma yönetiminde veya yönetim kurulunda yer alması olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak; Andres (2008)'in bulgularının aksine, ailenin yanı sıra ikinci bir büyük hissedarın varlığının firma performansını arttırdığını saptamışlardır.

1.2.4. Finansman hiyerarşisi teorisi

Firmaların finansman tercihlerinde bir hiyerarşiyi takip ettikleri olgusu ilk kez Donaldson (1961) tarafından gündeme getirilmiştir.[13] Donaldson (1961) farklı sektörlerde faaliyet gösteren büyük ölçekli Amerikan şirketlerine yönelik araştırmasında, firmaların belirli bir borç düzeyi hedefinin olmadığını; yöneticilerin yeni yatırımları borç yerine öncelikle dağıtılmamış karlardan oluşan iç kaynaklarla finanse etmeyi tercih ettiklerini; dış finansmana ihtiyaç duyduklarındaysa, hisse senedi ihracı yerine borcu tercih etme eğiliminde olduklarını gözlemlemiştir. Sonrasında da gözlemlenen benzer finansman tercihlerinden yola çıkarak Myers ve Majluf (1984) ve Myers (1984) firmaların iç kaynakları dış kaynaklara; dışardan fon teminine ihtiyaç duyulması halinde de borcu hisse senedi ihracına tercih ettikleri bir finansman hiyerarşisi takip ettiklerini tezini ortaya atmışlardır. Myers (1984) finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerini ana hatlarıyla şu şekilde özetlemektedir:

- Firmalar öncelikle iç kaynaklarla finansmanı tercih ederler. Bu doğrultuda karlı yatırım olanaklarını da dikkate alarak sıkı bir temettü dağıtım politikası oluştururlar. Bunun sonucu olarak; hedef bir temettü dağıtım oranı belirlenir ve neredeyse sabit olan bu oran yalnızca karlı yatırım fırsatlarındaki değişimlere bağlı olarak ve kademeli bir şekilde değiştirilir.

- Sıkı temettü politikası ile karlılık ve yatırım fırsatlarındaki tahmin edilemeyen dalgalanmalar, firmanın içsel nakit akışının yatırım için gerekli nakit çıkışından daha az veya daha çok olmasına neden olabilir. İçsel nakit akışının yetersiz olması durumunda, firma ilk olarak nakit rezervlerini ve nakde çevrilebilir menkul kıymet portföyünü kullanır. Buna karşılık; içsel nakit akışı fazlaya firma öncelikle borçlarını ödemeyi veya nakit ve benzeri menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih edecektir. Buna rağmen aradaki fazlalık devam ederse, firma hedef temettü oranını yükseltecektir.

- İç kaynakların yeterli olmaması nedeniyle dış finansman ihtiyacı söz konusu olduğunda, firma ilk önce en az riskli menkul kıymeti ihraç eder. Bu bağlamda önce borç, sonra hisse senedine çevrilebilir tahvil gibi hibrit menkul kıymetler ve son olarak da hisse senedi ihracına başvurulur.

[13] Bknz. Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Teoriye göre; karlı yatırım fırsatları ortaya çıktığında bu fırsatları değerlendirebilmek için yeterli nakit rezervi, likit menkul kıymetler, kolay satılabilir maddi varlıklar ve kullanılmamış borçlanma kapasitesini ifade eden bir "*finansal gevşekliğe"*[14] sahip olunması oldukça önemlidir (Myers ve Majluf, 1984; Myers, 1984; Myers, 1993). Zira yatırım gereksinimlerinin düşük olduğu dönemlerde oluşturulan finansal gevşeklik sayesinde, firmanın hem dış finansman ihtiyacı ve finansal sıkıntıya girme olasılığı azalacak hem de hissedarlar, borç verenler ve yeni yatırımcılar arasındaki muhtemel çıkar çatışmaları nedeniyle karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilememesi olasılığı ortadan kalkacaktır.

Dengeleme teorisinin aksine, finansman hiyerarşisi teorisinde belirli bir hedef borç düzeyi bulunmaz. Borcun vergi kalkanı etkisi ile finansal sıkıntı tehdidinin borç düzeyi üzerindeki etkisinin ikinci planda olduğu varsayılır (Myers, 1993). Borç düzeyi, esas olarak, firmanın içsel nakit akımları ile temettü ödemeleri ve yatırım fırsatlarından kaynaklanan nakit çıkışları arasında oluşan dengesizliğe bağlı olarak değişiklik gösterir (Shyam-Sunder ve Myers, 1999). Bunun sonucu olarak; karlılığı yüksek ve sınırlı yatırım fırsatlarına sahip firmalar daha düşük bir borç düzeyine sahipken, mevcut yatırım fırsatlarına göre daha az nakit akımına sahip firmalar daha yüksek borç düzeylerine sahip olacaklardır (Myers, 1993).

Yine; önceki teorilerin aksine, finansman hiyerarşisi teorisi sermaye piyasası değerleme prensiplerinden çok, yöneticilerin finansman tercihlerindeki motivasyonuna odaklanmaktadır. Myers (1984) tarafından da ifade edildiği üzere; önceki çalışmalarda bu tercihteki temel motivasyonun sahiplik ve yönetimdeki ayrışmayla birlikte profesyonel yöneticilerin sermaye piyasasının disipline edici ve sınırlayıcı etkisinden kaçınma isteği olduğu ileri sürülmüş ve bu tercih hissedarların çıkarlarına aykırı bir davranış olarak görülmüştür. Ancak; Myers ve Majluf (1984) yöneticilerin firmanın cari kazançları ve yatırım fırsatları konusunda dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip oldukları varsayımı altında yapmış oldukları analitik analizlerde, karlı yatırım fırsatları ortaya çıktığında bunları gerçekleştirmek için yeterli finansal gevşekliğe sahip olunmasının hissedarların da yararına olduğunu ortaya koymuşlardır. Zira finansal gevşeklik azaldıkça ve yeni sermaye ihtiyacı arttıkça hisse senedi fiyatları düşecek, bu durum mecvut hissedarlar açısından da değer kaybına neden olacaktır. Myers ve Majluf (1984), yatırım gereksinimlerinin az olduğu dönemlerde temettü ödemelerinin sınırlandırarak finansal gevşeklik oluşturulması ve bu suretle tasarruf edilen nakdin likit menkul kıymetler veya rezerv borçlanma gücü olarak olarak tutulması gerektiğini savunurlar. Dahası; eğer kar

[14] "financial slack"

dağıtımından kaynaklanan nakit çıkışı, hisse senedi veya diğer riskli menkul kıymetler ihraç edilerek telafi edilecekse kar dağıtımı yapılmaması gerektiğini vurgularlar. Bununla birlikte; firmalar dış finansmana ihtiyaç duyduklarında önce borçlanma yoluna başvurmalıdır. Çünkü asimetrik bilgi varsayımı altında yatırımcılar, yöneticilerin hisse senedi fiyatlarının olması gerekenden yüksek olduğu kanatinde iseler hisse senedi ihraç etme yoluna başvurduklarını düşünürler (Myers ve Majluf, 1984). Graham ve Harvey (2001)'nin Amerikan ve Kanada şirketlerinde görevli baş finans sorumlulularıyla yapmış olduğu çalışmadan elde ettikleri, yöneticilerin firma hisselerinin düşük değerlendiğine inandıkları dönemlerde hisse senedi ihraç etmeye isteksiz oldukları yönündeki bulguları da bu inanışı destekler niteliktedir. Buna karşılık; borç artırıcı bir olaya ilişkin duyuru, yatırımcılar tarafından şirket yöneticilerinin gelecekteki nakit akımlarının güçlülüğü konusunda yeterince emin oldukları; yatırımları içsel kaynaklarla finanse etme yeteneğini aşındırmadan borç düzeylerini artırabildikleri şeklinde algılanır (Myers ve Majluf, 1984). Bu nedenle borçlanma, hisse senedi ihracına nazaran, yatırımcılar tarafından daha olumlu karlışanır ve hisse senedi fiyatlarında yeni hisse senedi ihracı gibi olumsuz bir etkiye neden olmaz.

Myers (1993), finansman hiyerarşisi teorisinin gerçek hayatta tamamiyle doğru olamayabileceğini; ancak karlılık ve borç düzeyi arasında gözlemlenen negatif ilişkiyi, yatırımların finansmanında neden yeni sermaye ihracı yerine çoğunlukla iç kaynakların tercih edildiğini ve de yeni hisse senedi ihraç edildiğinde hisse senedi fiyatlarının neden düştüğünü açıklamada oldukça iyi olduğunu savunur. Bununla birlikte; teori vergilerin, iflas maliyetlerinin, menkul kıymet ihraç maliyetlerinin ve firmanın yatırım fırsatları setinin firmanın gerçek borç düzeyini nasıl etkilediğini tam açıklayamadığı; yöneticilerin piyasa disiplinine duyarsız hale gelmelerine yol açabilecek çok fazla finansal gevşeklik birikiminden kaynaklanan temsilci maliyetlerini göz ardı ettiği gerekçesiyle eleştirilmektedir (Megginson, 1997). Buna karşılık; Moh'd ve diğer. (1995) Amerikan sanayi şirketlerine yönelik çalışmalarında, yüksek oranlı gelir büyümesine sahip ya da sahip olmayı bekleyen firmaların genelde düşük temettü dağıtım oranlarını tercih ettiklerini saptamışlardır. Büyüme oranının yatırım ihtiyacının bir göstergesi olduğu göz önüne alındığında; elde ettikleri bulguların yatırım ve temettü politikası arasında ilişki kuran finansman hiyerarşisi teorisini desteklemesinin yanı sıra yatırım politikasının temsilci maliyetlerini kontrol etmede temettü dağıtımı politikasına ikame bir araç olarak kullanılabileceğini de gösterdiğini iddia etmişlerdir.

Finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerini ve gözlemlenen sermaye yapısı tercihlerini açıklamada dengeleme teorisi karşısındaki durumunu test etmeye yönelik ampirik araştırmalarsa çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Shyam-Sander ve Myers (1999) Compustat veri tabanına kayıtlı Amerikan sanayi şirketlerinin 1971-1989 dönemine ilişkin verilerinden yola çıkarak, firmaların finansman tercihlerini açıklamada hangi teorinin daha iyi olduğunu test etmeye yönelik bir çalışma yapmışlardır. Elde ettikleri bulgular, finansman hiyerarşisi teorisinin, özellikle olgun firmalar açısından gözlemlenen borç düzeyi değişikliklerini açıklamada daha üstün olduğunu; bu üstünlüğün sadece firmaların kısa vadede ortaya çıkan beklenmedik nakit gereksinimlerini borçla karşılamasından kaynaklanmadığını, firmaların beklenen nakit açıklarını da borçla finanse etmeyi planladıklarını göstermektedir. Buna karşılık; Hovakimian ve diğer. (2001) aynı veri tabanına kayıtlı, farklı sektörlerde faaliyet gösteren ve daha fazla sayıda şirketi kapsayan çalışmalarında tam tersi sonuçlara ulaşmışlardır.[15] Elde ettikleri bulgular, firmaların kısa vadeli finansman tercihlerinde finansman hiyerarşisini dikkate almakla birlikte; uzun vadede, dengeleme teorisinin öngörülerine uygun olarak, hedef borç düzeyine doğru hareket etmelerini sağlayan bir sermaye yapısı tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. Fama ve French (2002) de aynı veri tabanına kayıtlı şirketlerin 1965-1999 dönemine ilişkin verilerini kullanarak yapmış oldukaları analizlerde, firmaların belirli bir kaldıraç düzeyi hedeflerinin olmadığını; kaldıraç düzeylerinin karlılığa, yatırım fırsatlarına ve hedef temettü dağıtım oranlarına bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini saptamışlardır. Ulaştıkları sonuçlar, karlı firmaların diğer firmalara nazaran daha düşük kaldıraç seviyesine sahip olduklarını ve yatırımlar arttıkça kaldıraç düzeyinin azaldığını; firmaların yatırımlar nedeniyle oluşan nakit ihtiyaçlarını, genellikle hisse senedi ihracına nazaran daha az maliyetli olan, borçla finanse etmeyi tercih ettiklerini göstermektedir. Elde ettikleri bulgular, aynı zamanda, karlı ve daha az yatırım olanağına sahip firmaların, diğer firmalara nazaran, daha yüksek temettü dağıtım oranlarına sahip olduklarını; daha fazla yatırım fırsatına sahip firmaların uzun dönemde daha düşük temettü dağıtım oranlarına sahip olmakla birlikte, kısa dönemde temettü politikasının yatırımlardaki değişikliklerden etkilenmediğini ortaya koymaktadır. Bir bütün olarak değerlendirildiğinde; Fama ve French (2002)'in bulguları genel olarak finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerini destekler niteliktedir.

[15] Shyam-Sander ve Myers (1999)'ın örneklemi 157 sanayi şirketinden oluşurken; Hovakimian ve diğer. (2001)nin çalışması finans sektörü hariç, farklı sektörlerde faaliyet gösteren 2.073 şirketi kapsamaktadır.

1.2.4.1. Modifiye edilmiş finansman hiyerarşisi

Myers (1984), mevcut ampirik kanıtlara da dayanarak bazı firmaların dış finansmanda borç yerine öncelikle hisse senedi ihracını tercih ettikleri olgusuna dikkat çekmiş ve bu durumu *"modifiye edilmiş finansman hiyerarşisi"* olarak adlandırmuştur. Myers (1984)'a göre bu tercih, finansal sıkıntı maliyetleri ve asimetrik bilgi sorunundan kaynaklanmaktadır. Zira finansman hiyerarşisinde yukarı doğru tırmanıldıkça firmanın finansal sıkıntı maliyetlerine maruz kalma olasılığı artar. Bununla birlikte; hisse senetleri ve diğer riskli menkul kıymetleri ihraç etme konusundaki isteksizlik, karlı yatırım fırsatlarının kaçırılma olasılığını arttırır. Bu nedenle firmalar, finansal sıkıntı maliyetlerinden kaçınmak veya ileride ortaya çıkabilecek karlı yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek için gerekli finansal gevşekliğe sahip amacıyla borç yerine hisse senedi ihracını tercih edebilirler (Myers,1984).

Yapılan amprik araştırmalar da bu öngörüleri destekleyici kanıtlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Frank ve Goyal (2003) borsaya kayıtlı Amerikan şirketlerinin 1971-1998 dönemi verilerini kullanarak yapmış oldukları analizlerde, firmaların iç kaynaklarının yatırım harcamalarını karşılamada yetersiz kalması nedeniyle yatırımları finanse etmek için ağırlıklı olarak dış finansmana başvurduklarını; ancak dış finansman yapısı içerisinde borcun büyüklük açısından sermayeye baskın olmadığını saptamışlardır. Elde ettikleri bulgular, net hisse senedi ihracının finansman açığını gayet yakından takip ederken, borçlanma açısından böyle bir durumun söz konusu olmadığını göstermektedir. Benzer şekilde; Chen (2004) borsaya kayıtlı Çin şirketlerinin 1995-2000 dönemindeki sermaye yapısı tercihlerine yönelik araştırmasında, firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılamak için öncelikle dağıtılmamış karlardan oluşan içsel fonları kullanmayı; bunların yetersiz olması durumunda, sırasıyla hisse senedi ihracını ve uzun dönemli borçlanmayı tercih ettiklerini saptamıştır. Delcoure (2007) da Çek Cumhuriyeti, Rusya Federasyonu, Polonya ve Slovakya'dan oluşan dört farklı geçiş ekonomisinde faaliyet gösteren borsaya kayıtlı şirketlerin 1996-2002 dönemi verilerini kullanarak yapmış olduğu analizlerde aynı sonuçlara ulaşmıştır. Uyar ve Guzelyurt (2015) da İstanbul'da faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik araştırmalarında; diğer firmalara nazaran devlet teşviklerinden ve kredi olanaklarından daha az yararlanma imkanına sahip küçük ölçekli işletmeler ile finansal sıkıntı riskine duyarlılığı yüksek olan genç firmaların, sık sık sahip veya mevcut ortakları tarafından karşılanan sermaye artırımlarına ihtiyaç duyduklarını tespit etmişlerdir. Bu bulgular Myers (2001)'ın borç yerine hisse senedi ihracı ile finansmanı tercih eden firmaların genellikle küçük ölçekli, riskli ve daha hızlı büyüyen şirketler olduğu yönündeki iddialarını doğrulamaktadır.

1.3. Muhafazakar Finansman Politikası Uygulayan Şirketlere Yönelik Bulgular

Piyasa koşulları ve makroekonomik faktörlerdeki değişkenlik dikkate alındığında, özellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerde muhafazakar veya düşük kaldıraçlı bir finansman politikası benimseme eğiliminin daha fazla olması beklenir. Ancak; başlangıçta da vurgulandığı üzere, bu alana özgü çalışmalar çoğunlukla gelişmiş ülkelerde, özellikle de Amerika ve Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren şirketler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Aşağıda bu ülkelerde yapılan araştırmalar ile sayıca az olmakla birlikte diğer ülkeleri kapsayan çalışmalar ve bu çalışmaları muhafazakar finansman politikasını benimseyen şirketlerin politika tercihlerinin temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleriyle ne derece uyumlu olduğuna yönelik bulgularından örneklere yer verilmiştir.

1.3.1. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik bulgular

Minton ve Wruck (2001) aktif büyüklüğü 100 milyon doların üstünde olan ve finansal olmayan, halka açık Amerikan şirketlerinin 1974-1998 dönemi verilerini esas alan çalışmalarında; muhafazakar finansman politikasını benimseyen firmaların, finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerine uygun olarak, öncelikle iç kaynaklarla finansmanı tercih etme eğilimi gösterdiklerini; bu firmaların sahip oldukları yüksek fon akışları ve nakit rezervlerinin, işletme giderleri ve isteğe bağlı yatırım harcamalarının büyük bir kısmını iç kaynaklarla finanse etmelerine olanak sağladığını; içsel fon akışları ve nakit rezervlerinin yüksek, isteğe bağlı harcamalar dolayısıyla nakit çıkışlarının düşük olduğu dönemlerde sağlam bir borç kapasitesi stoku oluşturduklarını saptamışlardır. Buna karşılık; içsel nakit akışlarının düştüğü ve/veya nakit çıkışlarının arttığı dönemlerde bu firmaların, muhafazakar finansman politikasını terk ederek nakit açıklarını kapatmak ve sermaye harcamaları, şirket satın almaları gibi uzun vadeli yatırımları finanse etmek için sahip oldukları borç kapasitesini kullandıklarını; dış finansmana ihtiyaç duyduklarındaysa büyük ölçüde borçla finansmana başvurmakla birlikte, münhasıran borç kullanmadıklarını; sahip oldukları düşük kaldıraç oranlarının da diğer firmalara nazaran sermaye ile finansmana daha fazla bağımlı olmalarından kaynaklanmadığını tespit etmişlerdir. Öte yandan; elde ettikleri bulgular muhafazakar firmaların finansal sıkıntıyla karşılaşma olasılıkları düşük olmakla birlikte, bu firmaların çoğunlukla bilgisayar endüstrisi, özel üretim, biyoteknoloji gibi finansal sıkıntıya duyarlılığı nispeten daha yüksek sektörlerde faaliyet gösterdiklerini; ancak dengeleme teorisinin öngörülerinin aksine, düşük vergi oranlarına ve yüksek borç dışı vergi kalkanlarına sahip olmadıklarını ortaya koymaktadır. Yine; yapmış oldukları analizler muhafazakar

firmaların yüksek nakit akışları ve rezervlerinin yanı sıra yüksek büyüme potansiyeline de sahip olduklarını göstermektedir. Bu yönüyle elde ettikleri bulgular, Jensen (1986)'ın karlı ve büyük ölçekli yatırım projelerine sahip, hızlı büyüyen firmalarda borç kullanımının her zaman pozitif bir kontrol etkisine sahip olmayabileceği yönündeki öngörülerini de doğrulamaktadır.

Iona, Leonida ve Ozkan (2004) finansal olmayan, halka açık Birleşik Krallık şirketlerinin 1984-2001 dönemine ilişkin verilerini kullanarak yapmış oldukları analizlerde; muhafazakar firmaların hedef düzeyin altında bir kaldıraç ve hedef düzeye göre daha yüksek bir nakit seviyesine sahip olduklarını; finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerine uygun olarak karlı firmalar ile yüksek büyüme potansiyeline sahip firmaların, ihtiyaç duyulduğunda kullanılabilecek yedek borç kapasitesine sahip olma saikiyle muhafazakar bir finansman politikası benimseme ve bu politikayı sürdürme olasılıklarının, diğer firmalara nazaran, daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Iona ve diğer. (2004)'in karlılık ve büyüme potansiyeline ilişkin bulguları, Jensen (1986)'ın öngörüleriyle olduğu kadar Minton ve Wruck (2001)'ın bulgularıyla da uyumludur. Yine; sahiplik yoğunlaşması, yöneticilerin sahip olduğu hisse oranı ve yönetim kurulunun bileşiminin de muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu, yöneticileri izleme ve disipline etme işlevini yerine getirmesi beklenen icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin sayısı arttıkça bu politikanın benimsenme olasılığının azaldığı yönündeki bulguları da vekalet teorisinin öngörüleri ile uyumludur.

Bigelli, Martín-Ugedo ve Sánchez-Vidal (2014) ise; halka açık olmayan İtalyan şirketlerinin 1998-2006 dönemini kapsayan çalışmalarında muhafazar finansman politikasının, hem finansal kısıtlılıklar dolayısıyla zorunlu olarak hem de önemli bir yatırım projesine başlamadan önce nakit rezervi ve borç kapasitesi oluşturmak amacıyla gönüllü olarak tercih edilebilen bir finansman stratejisi olduğunu tespit etmişlerdir. Elde ettikleri bulgular küçük ölçekli, varlık bileşimi ağırlıklı olarak maddi olmayan duran varlıklardan oluşan ve diğer firmalara nazaran kredi olanaklarından daha zor yararlanabilen firmalar ile yüksek nakit akımlarına ve düşük kısa vadeli yatırım seviyelerine sahip firmaların, muhafazakar bir finansman politikası izleme olasılıklarının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte; finansal yönden kısıtlı olmayan firmaların nakit akışları düştüğünde ve kısa vadeli yatırım harcamaları arttığında veya önceki yıla göre daha fazla temettü dağıtmaya karar verdiklerinde bu politikayı terk etme eğiliminde olduklarını; borcun vergi avantajı ile muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığı arasında ters

yönlü bir ilişki olduğunu gözlemlemişlerdir. Dolayısıyla; ulaştıkları sonuçlar hem finansman hiyerarşisi teorisinin hem de dengeleme teorisinin öngörülerini destekler niteliktedir. Gottardo ve Moisello (2016) da büyük ve orta ölçekli İtalyan şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine ilişkin araştırmalarında düşük kaldıraçlı firmaların, diğer firmalara nazaran, daha yüksek karlılık düzeyine sahip olduklarını ve daha çok nakit tutma eğilimi gösterdiklerini saptamışlardır. Yapmış oldukları analizler, düşük kaldıraçlı firmalarda borç verenlerle yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından ziyade, küçük hissedarlarla büyük hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsilci sorunlarının ortaya çıkma olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir.

1.3.2. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik bulgular

Gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar genel olarak finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerine paralel bulgular ortaya koymaktadır. Örneğin; Yasmin ve Rashid (2019) borsaya kayıtlı, finansal olmayan Pakistan şirketlerine yönelik analizlerinde muhafazakar finansman politikasını benimseyen firmaların, muhafazakar olmayan firmalara kıyasla daha karlı, daha yüksek nakit akışlarına ve daha az işletme riskine sahip olduklarını; bu firmaların diğer firmalara nazaran daha çok temettü ödemekle birlikte, ileride doğabilecek finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek için yüksek nakit rezervi bulundurma ve yeterli borç kapasitesine sahip olma eğilimlerini sürdürdüklerini tespit etmişlerdir. Dahası elde ettikleri bulgular, muhafazakar finansman politikası uygulayan firmaların daha çok içsel olarak yaratılmış fonların kullanımına öncelik vermekle birlikte, ileride ortaya çıkabilecek karlı yatırım fırsatlarını kaçırmamak adına yeterli finansal gevşekliğe sahip olmaya da önem verdiklerini ortaya koymaktadır. Minton ve Wruck (2001)'ın Amerikan şirketlerine, Bigelli ve diğer. (2014)'in İtalyan şirketlerine yönelik bulgularının aksine; ulaştıkları sonuçlar bu politika tercihinin finansal sıkıntı olasılığından ya da bu firmaların finansal olarak kısıtlanmış olmalarından kaynaklanmadığını göstermektedir.

1.3.3. Borçsuz veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan şirketlere yönelik bulgular

Borçsuz veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan şirketlere yönelik çalışmalar ise; muhafazakar finansman politikasına yönelik araştırmalarla benzer bulguların yanı sıra farklı olgulara da işaret etmektedir. Örneğin; Dang (2009) Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren şirketlere yönelik araştırmasında, sıfır veya %1'den daha az kaldıraçlı finansman politikasını benimseyen firmaların genel olarak finansal sıkıntı olasılığı yüksek

olan küçük, genç veya karlılık düzeyi düşük firmalar olduklarını gözlemlemiştir. Dang (2009)'ın analizleri, yüksek ve hızlı büyüme potansiyeline sahip firmaların aşırı derece muhafazakar bir finansman politikası benimseme ve bu politikayı sürdürme olasılıklarının, diğer firmalara nazaran daha yüksek olduğunu; bu politikayı benimseyen firmaların, karlı yatırım fırsatlarını kaçırma olasılığını azaltmak için, önemli miktarda nakit rezervi bulundurduklarını ve dış finansmana ihtiyaç duyduklarında da sermaye artırımı ile finansmana ağırlık verdiklerini göstermektedir. Bu yönüyle elde ettiği bulgular dengeleme teorisi, finansman hiyerarşisi teorisi ve de modifiye edilmiş finansman hiyerarşisi teorisinin bazı öngörülerini destekler niteliktedir.

Devos, Dhillon, Jagannathan ve Krishnamurthy (2012) finansal olmayan Amerikan şirketlerinin sıfır kaldıraç politikası uygulamarına neden olan faktörleri inceledikleri çalışmalarında, bu politikanın gönüllü olarak tercih edilen bir politika değil, firmaların finansal olarak kısıtlanmış olmaları dolayısıyla zorunlu olarak uyguladıkları bir politika olduğuna dikkat çekmişlerdir. Zira elde ettikleri bulgular, bu politikayı uygulayan firmaların finansal sıkıntıyla karşılaşma olasılığı yüksek olan veya kredi piyasası tarafından bu şekilde değerlendirilen firmalar olduğunu; bu firmaların kredi başvurusunda bulunduklarında, diğer firmalara nazaran, daha yüksek maliyetlerle ve daha sıkı taahhütlerle karşılaşacaklarını ortaya koymaktadır. Kısacası; borçsuz finansman politikası, yöneticilerin borcun disipline edici etkilerinden kaçınmak veya borç kapasitesi oluşturmak gibi saiklerle gönüllü olarak değil de zorunlu olarak uygulamak zorunda kaldıkları bir politika olarak karşımıza çıkmaktadır. Byoun ve Xu (2013) ise; borsaya kayıtlı Amerikan sanayi şirketlerinin 1971-2006 dönemine ilişkin verileri üzerinde yapmış oldukları analizlerde sıfır borç politikasının benimsenmesindeki motivasyonun firma ölçeğine göre farklılık gösterdiğini saptamışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre, büyük firmalar sahip oldukları serbest nakit akışlarının yol açacağı temsilci maliyetlerinden kaçınmak için borcu içsel fonlarla değiştirme saikiyle bu politikayı benimserken; küçük firmaların, büyük firmalar kadar kolay borçlanamamalarından kaynaklanan finansal kısıtlılıkların etkisiyle öz sermaye ile finansmana aşırı bağımlı olmalarından dolayı bu politikayı benimsediklerini göstermektedir. Strebulaev ve Yang (2013) da sıfır veya %5'ten daha düşük kaldıraç seviyesine sahip şirketlere yönelik çalışmalarında, aile şirketlerinin sıfır veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulama olasılıklarının, diğer firmalara nazaran, daha yüksek olduğunu saptamışlardır. Onlara göre bu durum, kurucu ortaklar ve aile bireylerinin kontrolün sürdürülmesi ve aile varlığının korunması konusunda oldukça hassas davranmalarından

kaynaklanmaktadırlar. Ferrão, Curto ve Gama (2016) ise; risk arttıkça firmaların potansiyel finansal sıkıntı maliyetlerini minimize etmek için borç kullanmaktan kaçınma eğiliminde olduklarını; buna karşılık, firmalar büyüdükçe ve yaşlandıkça daha yüksek kaldıraç seviyelerine doğru hareket etme olasılıklarının arttığını gözlemlemişlerdir. Bununla birlikte; gelecekte yapacakları sermaye harcamaları ve şirket satın almaları için finansmana ihtiyaç duyacaklarını öngören firmalar hali hazırdaki borç seviyesini azaltmaktadırlar. Bu bulgular, dengeleme teorisinin finansal sıkıntı maliyetlerine, finansman hiyerarşisi teorisinin de finansal gevşekliğe ilişkin öngörülerini desteklemektedir.

Diğer gelişmiş ülkeleri kapsayan uluslararası çalışmalarsa benzer sonuçlar ortaya koymakla birlikte, farklı olgulara da dikkat çekmektedirler. Örneğin; Bessler, Drobetz, Haller ve Meier (2013)'ın yirmi farklı gelişmiş ülkede faaliyet gösteren şirketlere yönelik analizleri, hukuk sisteminin ve vergi uygulamalarının da bu politika üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Ulaştıkları sonuçlar, banka kredisiyle finansmanın yaygın olduğu *"civil law"* hukuk sistemine sahip ülkelere nazaran, hisse senedi ihracıyla finansmanın daha yaygın ve yatırımcılara yönelik korumaların yüksek olduğu *"common law"* hukuk sistemine sahip ülkelerde sıfır kaldıraçlı firmaların oranının daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.[16] Yine; temettü dağıtımının ayrıca vergilendirilmediği ülkelerde de sıfır kaldıraçlı finansman politikası uygulayan şirketlerin oranının daha yüksek olduğunu gözlemlemişlerdir. El Ghoul, Guedhami, Kwok ve Zheng (2018) ise; aralarında Türkiye'nin de bulunduğu, gelişmiş ve gelişmekte olan toplam yetmişüç farklı ülkede, değişik sektörlerde faaliyet gösteren şirketleri kapsayan çalışmalarında tam tersi sonuçlara ulaşmışlardır. Elde ettikleri bulgular, iflas durumunda borç verenlerin haklarını korumaya yönelik yasal düzenlemelerin yetersiz, fon talep edenler ile fon sağlayanlar arasındaki bilgi asimetrisini azaltan bilgi paylaşımına verilen önemin düşük olduğu ülkelerde faaliyet gösteren firmaların, bu politikayı benimseme olasılığının diğer ülkelerde faaliyet gösteren firmalara nazaran daha yüksek olduğunu göstermektedir. Dahası; efektif kurumlar vergisi

[16] Anglo-Sakson veya Anglo-Amerikan hukuk sistemi olarak da adlandırılan common law sistemi, yargıçlar tarafından geliştirilmiş olan ve geleneklere dayanan bir hukuk sistemidir. Esas olarak, yüksek mahkeme tarafından oluşturulan olaya dayalı içtihatlara (emsal kararlara), kısmen de yasa koyucu tarafından çıkarılan kanuni düzenlemelere dayanır. Bu sistemde uyuşmazlıklar, ayrıntılı bir şekilde dikkatlice tartışılıp somut ve tarihsel bir bakış açısı çerçevesinde gerekçelendirilip çözüme kavuşturulur. Kara Avrupası, Kıta Avrupası veya Roma-Germen hukuk sistemi olarak da adlandırılan civil law sisteminde ise; uyuşmazlıklarda yasalar ve bunlara dayanılarak çıkarılan tebliğ, yönetmelik vb. alt düzenlemeler esas alınır. Bunlara dayanılarak oluşturulan yüksek mahkeme içtihatları da göz önünde bulundurulur. Ayrıntılı bilgi için bknz. Güveyi, N. (2017). Anglo-Sakson Hukuk Sistemi Ve Kara Avrupası Hukuk Sistemi Boyutuyla Ekonomik İdare Hukuku Üzerine Bazı Düşünceler. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 21*(1), 83-122.

oranının düşük ve özsermaye ile finansmanın görece daha az maliyetli olduğu ülkelerde bu politika daha yaygın olarak gözlemlenmektedir.

Diğer taraftan; yukarıda örnek verilen çalişmaların çoğunluğunda muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası politikaları benimseyen firmaların genellikle diğer firmalara nazaran daha fazla temettü dağıtma eğiliminde oldukları saptanmıştır. Bu durum, Easterbrook (1984)'un temettü dağıtımının temsilci maliyetlerini azaltmada borca alternatif olarak kullanışlı bir araç olabileceği yönündeki iddialarını desteklemektedir.

1.4. Türk Şirketlerinin Sermaye Yapısı Tercihlerine Yönelik Bulgular

Başlangıçta da belirtildiği üzere; ülkemizde muhafazakar veya düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik bir çalışma yapılmamıştır. Mevcut çalışmalar genel olarak sermaye yapısı ve firmaların sermaye yapısı tercihlerini etkileyen faktörler üzerine yoğunlaşmaktadır. Bununla birlikte; ortaya koydukları kanıtlar Türk şirketlerinin muhafazakar finansman politikasına yönelik tercihlerinde sermaye yapısı teorilerinin öngörülerinin uygulanabilirliğinin değerlendirilmesi açısından ışık tutucu niteliktedir. Bu bağlamda, bu çalışmaların Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerinin temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleriyle uyumluluğuna ilişkin bulguları aşağıda kısaca özetlenmiştir.

Sermaye yapısı alanında yapılan çalışmalar, Türk şirketlerinin genellikle finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleriyle uyumlu bir finansman politikası izlediklerini göstermektedir. Örneğin; Gülşen ve Ülkütaş (2012), Güner (2016), Soykan ve Ulucak (2016), Cansız ve Sayılgan (2017), Cevheroglu-Acar (2018) ve Kalash (2019) karlılık, nakit akımları, likidite düzeyi, yatırımlar, büyüme fırsatları gibi faktörlerin kaldıraç düzeyi üzerindeki etkilerine ilişkin bulgularından yola çıkarak Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerinin daha çok finansman hiyerarşisi teorisiyle uyumlu olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Uyar ve Guzelyurt (2015)'un İstanbul'da faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli işletmelere yönelik anket çalışmasından elde ettikleri bulgular da bu sonuçları destekler niteliktedir. Elde ettikleri bulgular, küçük ve ortak ölçekli şirketlerin genel olarak hedef bir borç düzeyini takip etmediklerini; finansman ihtiyaçlarını karşılamak için öncelikle iç kaynaklara başvurduklarını, dış finansmana ihtiyaç duyduklarında da uzun vadeli borçlanmak yerine kısa vadeli borç kullanmayı tercih ettiklerini göstermektedir.

Bununla birlikte; bazı çalışmalar daha çok dengeleme teorisinin öngörülerini destekleyen kanıtlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Bayrakdaroğlu ve diğer. (2013), Köksal ve diğer. (2013) ve Akpınar (2016) işletme riski, varlık yapısı ve vergiler gibi faktörleri de

dikkate alarak yapmış oldukları analizlerde Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerinin, daha çok dengeleme teorisiyle uyumlu olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006), Acaravcı (2015) ve Dinçergök (2017)'ün analizleriyse hem dengeleme teorisinin hem de finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerini destekleyen sonuçlar ortaya koymaktadır.

BÖLÜM II. AÇIKLAYICI DEĞİŞKENLER VE ÖNCEKİ ÇALIŞMALARIN BULGULARI

Bu bölümde araştırmada kullanılan açıklayıcı değişkenlere, bir başka deyişle muhafazakar finansman politikasının benimsenmesinde etkili olabilecek potansiyel faktörlere ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. Açıklayıcı değişkenler belirlenirken, araştırmanın amacı doğrultusunda temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleri ve önceki çalışmaların bulguları göz önünde bulundurulmuştur. Makroekonomik faktörlerin belirlenmesinde, önceki çalışmaların bulgularının yanı sıra ülkemizin ekonomik koşulları da dikkate alınmıştır.

2.1. Firmaya Özgü Faktörler

Önceki çalışmaların bulguları incelendiğinde; nakit rezervlerinin, karlılık düzeyinin, temettü ödemelerinin, büyüme potansiyelinin, borç dışı vergi kalkanlarının seviyesinin, firma ölçeğinin ve olgunluk düzeyinin muhafazakar bir finansman politikasının benimsenmesinde önemli bir role sahip olduğu görülmektedir. Öte yandan; bir önceki bölümde de belirtildiği üzere, Türk şirketlerinde hisselerin büyük bir bölümünün belirli ailelere veya bunların kontrolü altındaki şirket gruplarına ait olduğu bir sahiplik yoğunlaşması göze çarpmaktadır. Bu bağlamda, sahiplik yoğunlaşması da araştırmada ayrıca dikkate alınmıştır.

2.1.1. Nakit rezervleri

Finansman hiyerarşisi teorisine göre; herhangi bir finansman ihtiyacı söz konusu olduğunda firmalar öncelikle iç kaynakları kullanacaklar, bunların yeterli olmaması durumundaysa önce borçlanma yoluna gidecekler ve nihai olarak da sermaye artırımına başvuracaklardır. Bu nedenle firmaların sahip oldukları nakit rezervleri arttıkça, dışarıdan fon temini ve dolayısıyla da borçlanma ihtiyaçları azalacaktır. Dengeleme teorisi perspektifinden bakıldığında ise; finansal sıkıntı ile karşılaşma olasılığı ve beklenen finansal sıkıntı maliyetleri arttıkça, firmaların borç kullanma isteği azalacaktır. Ancak; firmaların sahip oldukları nakit rezervleri arttıkça borçlanma ihtiyaçları da azalacağından, finansal sıkıntı ile karşılaşma olasılıkları azalacaktır. Bunun yanı sıra yüksek nakit rezervlerine sahip firmalar anapara ve faiz ödemelerini daha kolay yapabileceklerinden, nakit rezervlerinin yüksekliği firmaların borçlanma kapasitesinin artmasına ve daha yüksek seviyelerde borçlanmalarına olanak sağlayacaktır (Sheikh ve Wang, 2011). Öte yandan; firmaların nakit

rezervleri arttıkça, bu rezervlerin hissedarların çıkarları doğrultusunda kullanılmasını sağlamak amacıyla katlanılan temsilci maliyetleri de artacaktır. Daha önce de ifade edildiği üzere; borç kullanımı bu maliyetleri azaltmak açısından kullanışlı bir araç olarak görülmektedir. Bu nedenle, vekalet teorisinde de nakit rezervlerinin düzeyi ve borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir.

Muhafazakar finansman politikası benimseyen firmalara yönelik çalışmalardan elde edilen bulgular, daha çok, finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerini destekler niteliktedir. Örneğin; Minton ve Wruck (2001), Iona ve diğer. (2004), Ferrão ve diğer. (2016), Guttardo ve Moisello (2016), Yasmin ve Rashid (2019) ve Sánchez-Vidal, Hernández-Roblesa, ve Mínguez-Vera (2020)'nın analizleri, muhafazakar veyahut düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan firmaların, diğer firmalara nazaran, daha çok likit varlığa sahip olduklarını ve daha yüksek nakit rezervi bulundurma eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadır. Dang, (2009), Devos ve diğer. (2012), Bessler ve diğer. (2013), Byoun ve Xu (2013), Dang (2013), Strebulaev ve Yang (2013), Huang, Li ve Gao (2017), El Ghoul ve diğer. (2018), Ebrahimi, Gupta ve Ozkan (2020) ve Morais, Serrasqueirob ve Ramalho (2020) da sıfır veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan firmalara yönelik çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Sermaye yapısı alanında yapılan araştırmaların bulguları da bu sonuçları desteklemektedir. Örneğin; Ozkan (2001), Booth ve diğer. (2001), Gaud ve diğer. (2007), de Jong, Kabir ve Nguyen (2008), Kühnhausen ve Stieber (2014), Bandyopadhyay ve Barua (2016), Rashid ve Mehmood (2017) ve Bilgin (2019)'nin analizleri nakit ve nakit benzeri likit varlıkların düzeyi arttıkça, firmaların sermaye yapısı içerisinde borç düzeyinin azaldığını göstermektedir. Mandaci (2009), Çıtak ve Ersoy (2012), Uyar ve Guzelyurt (2015), Güner (2016), Karacaer, Temiz ve Gulec (2016), Altuntaş (2017) ve Cevheroglu-Acar (2018) da Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine yönelik araştırmalarında borç düzeyi ile nakit ve nakit benzeri varlıkların düzeyi arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Araştırmada, nakit rezervlerinin düzeyinin göstergesi olarak nakit ve nakit benzeri varlıkların toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Firmaların nakit ve nakit benzeri likit varlıkları arttıkça borç kullanma gereksinimleri de azalacağından, nakit rezervlerinin düzeyi ile muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı arasında pozitif bir ilişki olması beklenmektedir.

2.1.2. Karlılık

Temel sermaye yapısı teorilerinin firma karlılığı ve kaldıraç düzeyine ilişkin beklentileri nakit rezervlerinin düzeyiyle ilgili öngörüleriyle paraleldir. Finansman hiyerarşisi teorisine göre; karlılık düzeyi arttıkça firmaların iç kaynakları artacağından, borç kullanma ihtiyacı azalacaktır. Dengeleme teorisi perspektifinden bakıldığında; karlılık düzeyi arttıkça bir taraftan firmaların borçlanma ihtiyaçları azalırken, bir taraftan da finansal sıkıntı ile karşılaşma olasılıkları azalacak ve daha yüksek seviyelerde borçlanabileceklerdir. Vekalet teorisine göre de karlılık düzeyi arttıkça firmanın serbest nakit akımları artacak; ancak bu nakit akımları firma ortaklarının çıkarları doğrultusunda kullanılabileceği gibi, yöneticilerin çıkarları doğrultusunda da kullanılabilecektir. Bu da ortaklar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsilci maliyetlerini arttıracaktır. Yukarıda da ifade edildiği üzere; vekalet teorisinde borç kullanımı bu çıkar çatışmalarını azaltmak açısından önemli araç olarak görülmektedir.

Önceki çalışmaların bulguları, yine, finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleri ile uyumludur. Örneğin; Minton ve Wruck (2001), Iona ve diğer. (2004), Bigelli ve diğer. (2014), Gottardo ve Moisello (2016), Yasmin ve Rashid (2019) ve Sánchez-Vidal ve diğer. (2020) muhafazakar veya düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan firmaların, diğer firmalara nazaran, daha karlı ve daha yüksek nakit akımlarına sahip firmalar olduklarını saptamışlardır. Dang (2009), Devos ve diğer. (2012), Bessler ve diğer. (2013), Byoun ve Xu (2013), Dang (2013), Strebulaev ve Yang (2013), Ferrão ve diğer. (2016), Huang ve diğer. (2017), El Ghoul vd. (2018), Ebrahimi ve diğer. (2020) ve Morais ve diğer. (2020) de sıfır veya çok düşük kaldıraçlı firmalara yönelik araştırmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Sermaye yapısı tercihleriyle ilgili çalışmalar da bu bulguları destekleyen kanıtlar sunmaktadır. Örneğin; Booth ve diğer. (2001), Chen (2004), Delcoure (2007), Gaud ve diğer. (2007), de Jong ve diğer. (2008), Bopkin (2009), Fan, Titman ve Twite (2012), Kühnhausen ve Stieber (2014), Öztekin (2015), Hailegebreal ve Wang (2018), Sahin (2018) ve Bilgin (2019) firmaların karlılık düzeyi arttıkça borç kullanma eğilimlerinin azaldığını tespit etmişlerdir. Sayılgan ve diğer. (2006), Mandaci (2009), Çıtak ve Ersoy (2012), Bayrakdaroğlu ve diğer. (2013), Köksal ve diğer. (2013), Acaravcı (2015), Karacaer ve diğer. (2016), Cevheroglu-Acar (2018), Jermias ve Yigit (2019), Basti ve Bayyurt (2019) ve Kalash (2019) da Türk şirketlerine yönelik araştırmalarında aynı sonuca ulaşmışlardır.

Muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan firmalara yönelik çalışmalarda karlılık düzeyinin göstergesi olarak, genellikle faiz, vergi ve amortismanlar ve itfa payları öncesi karın toplam varlıklara oranı kullanılmaktadır (Örn., Minton ve Wruck, 2001; Devos ve diğer., 2012; Dang, 2013; Strebulaev ve Yang, 2013; Ferrão ve diğer., 2016; Yasmin ve Rashid, 2019; Ebrahimi ve diğer., 2020; Morais ve diğer., 2020). Bazı çalışmalardaysa karlılık düzeyi, faiz ve vergi öncesi karın toplam varlıklara oranı ile ifade edilmektedir (Örn., Iona ve diğer. 2004; Dang, 2009; Bessler ve diğer., 2013). Bu çalışmada ise; karlılık düzeyinin göstergesi olarak vergi öncesi kar ile fiili olarak nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve itfa paylarının toplamının toplam varlıklara oranı esas alınmıştır.

Yukarıda açıklandığı üzere; gerek muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik araştırmalar gerekse de sermaye yapısı alanındaki çalışmalar, karlılık düzeyi arttıkça firmaların daha az borç kullanma eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadır. Firma karlılığı arttıkça nakit akımları ve dolayısıyla da nakit rezervleri artacağından, karlılık düzeyi ile muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı arasında pozitif bir ilişki olması beklenmektedir.

2.1.3. Kar dağıtımı

Finansman hiyerarşisi teorisine göre; ödenen temettülerden kaynaklanan fon çıkışının telafisi için riskli menkul kıymet ihracı yapılması gerekiyorsa, firma kar dağıtımı yapmamalıdır. Yine; yatırım gereksinimlerinin düşük olduğu dönemlerde finansal gevşeklik oluşturmak için temettü ödemeleri sınırlandırılmalıdır. Böylece yatırım harcamaları, borç yerine, dağıtılmamış karlarla finanse edilebilir. Ancak; temettü ödemeleri arttıkça, firmanın içsel fonları azalır ve dış finansman ihtiyacı artar. Buna karşılık; vekalet teorisinde kar dağıtımı serbest nakit akımlarından kaynaklanan sorunların giderilmesinde borç kullanımına alternatif bir araç olarak görülmektedir. Bu nedenle vekalet teorisi perspektifinden bakıldığında, temettü dağıtımı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki olması beklenmektedir (Fama ve French, 2002).

Borç kullanımından kaçınmak veya borç kullanımını azaltmak için, firma içerisinde yaratılmış olan fonların biriktirilmesi esas olduğundan, muhafazakar firmaların temettü dağıtması veyahut da sürekli olarak temettü ödemeleri beklenmez. Ancak; önceki çalışmaların bulguları bu beklentinin aksi yönde sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Bigelli ve diğer. (2014) ve Yasmin ve Rashid (2019) muhafazakar finansman politikası

uygulayan firmaların, diğer firmalara nazaran daha çok kar payı dağıttıklarını tespit etmişlerdir. Dang (2009), Devos ve diğer. (2012), Byoun ve Xu (2013), Strebulaev ve Yang (2013), El Ghoul ve diğer. (2018) ve Morais ve diğer. (2020) ise; sıfır borç politikası uygulayan firmaların dahi diğer firmalara nazaran daha çok temettü ödediklerini saptamışlardır. Buna karşılık; Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmalar temettü dağıtımının kaldıraç düzeyine etkisi açısından çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Gülşen ve Ülkütaş (2012) ve Akpınar (2016) yapmış oldukları analizlerde temettü dağıtımı ile kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki kuramamışken; Çıtak ve Ersoy (2012) temettü dağıtımı ile uzun vadeli borç düzeyi arasında negatif, kısa vadeli borç düzeyi arasında ise pozitif bir ilişki tespit etmiştir.

Araştırmada, kar dağıtım ölçütü olarak nakit temettü ödemelerinin toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Kar dağıtımı firmaların nakit rezervlerini azaltarak dış finansman ihtiyacını artıracağından, temettü ödemeleri ile muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir.

2.1.4. Büyüme potansiyeli

Finansman hiyerarşisi teorisine göre; karlı bir yatırım fırsatını değerlendirmek için dış finansmana ihtiyaç duyulduğunda, firmalar hisse senedi ihracı yerine daha az riskli gördükleri borç kullanımını tercih edecektir. Bu açıdan bakıldığında; yüksek büyüme potansiyeline sahip firmalar, tipik olarak daha çok finansmana ihtiyaç duyacaklarından, daha yüksek borç düzeylerine sahip olacaklardır (Frank ve Goyal, 2003). Vekalet teorisi de şirket ortaklarının kaynaklarının yetersizliği nedeniyle potansiyel olarak karlı bir yatırım fırsatının değerlendirilmesinin mümkün olmadığı durumlarda borç kullanılması gerektiğini vurgular. Zira yeni yatırım projesinin marjinal faydası, borç kullanımından kaynaklanan marjinal temsilci maliyetinden daha yüksek olacaktır (Jensen ve Meckling, 1976). Buna karşılık; dengeleme teorisi yüksek büyüme potansiyeline sahip firmaların daha az borç kullanma eğiliminde olacaklarını savunur. Bu iddia, yatırım aşamasındaki varlıkların hali hazırda gelir yaratmayacağı; teminatların paraya çevrilmesi ve iflas gibi durumlarda bu varlıkların diğer varlıklara nazaran daha çok değer kaybına uğrayacakları gerçeğine dayanmaktadır (Myers, 1984; Ozkan, 2001).

Muhafazakar finansman politikasına yönelik çalışmaların bulguları genel olarak dengeleme teorisinin öngörülerini desteklemektedir. Her ne kadar Yasmin ve Rashid (2019) hızlı büyüyen firmaların yüksek finansman ihtiyaçları nedeniyle daha çok borç kullanma

eğiliminde oldukları sonucuna ulaşmışlarsa da Minton ve Wruck (2001), Iona ve diğer. (2004); Bigelli ve diğer. (2014) ve Sánchez-Vidal ve diğer. (2020) yüksek büyüme potansiyeline sahip firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılıklarının daha yüksek olduğunu; bu politikayı uygulayan firmaların diğer firmalara nazaran daha yüksek büyüme potansiyeline sahip olduklarını ortaya koymuşlardır. Dang (2009), Devos ve diğer. (2012), Bessler ve diğer. (2013), Byoun ve Xu (2013), Dang (2013), Strebulaev ve Yang (2013), Bigelli ve diğer. (2014), El Ghoul ve diğer. (2018), Ebrahimi ve diğer. (2020) ve Morais ve diğer. (2020) de sıfır veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikasını benimseyen firmalara yönelik araştırmalarında benzer bulgulara ulaşmışlardır. Bununla birlikte; Ferrão ve diğer. (2016) ve Huang ve diğer. (2017)'in bu politikayı benimseyen firmalara yönelik bulguları, Yasmin ve Rashid (2019)'in muhafazakar firmalara ilişkin bulgularını destekler niteliktedir.

Sermaye yapısına yönelik çalışmalar, büyüme potansiyelinin borçlanma üzerindeki etkisiyle ilgili farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Ozkan (2001), Bopkin (2001), Dudley (2007), Gaud ve diğer. (2007), de Jong ve diğer. (2008), Frank ve Goyal (2009) ve Bandyopadhyay ve Barua (2016) yapmış oldukları analizlerde büyüme potansiyeli ile borç kullanımı arasında negatif bir ilişki tespit etmişken; Chen (2004), Fan ve diğer. (2012), Kouki ve Said (2012) ve Kühnhausen ve Stieber (2014) tam tersi sonuçlara ulaşmışlardır. Delcoure (2007), Sheikh ve Wang (2011) ve Hailegebreal ve Wang (2018) ise; büyüme potansiyeli ile kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki kuramamışlardır. Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine yönelik araştırmaların sonuçları da benzer niteliktedir. Sayılgan ve diğer. (2006), Mandaci (2009), Bayrakdarağlu ve diğer. (2013), Köksal ve diğer. (2013), Acaravcı (2015), Akpınar (2016), Cansız ve Sayılgan (2017) ve Kalash (2019) büyüme potansiyeli arttıkça firmaların daha fazla borç kullandığı sonucuna ulaşmışken; Güner (2016) ve Dinçergök (2017) büyüme potansiyeli ve kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğunu saptamışlardır. Gülşen ve Ülkütaş (2012), Karacaer ve diğer. (2016), Altuntaş (2017) ve Cevheroglu-Acar (2018) ise; ikisi arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir.

Muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalarda bir kısım araştırmacılar büyüme potansiyelinin göstergesi olarak varlıklardaki büyüme, maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları ile araştırma ve geliştirme giderlerinin toplam varlıklara oranı gibi ölçütler kullanılırken (Örn., Minton ve Wruck, 2001; Bessler ve diğer., 2013; Bigelli ve diğer., 2014; Ferrão ve diğer., 2016; Huang ve diğer., 2017; El Ghoul ve diğer., 2018; Yasmin ve Rashid, 2019; Ebrahimi ve diğer., 2020); bazı araştırmacılar piyasa

değerinin defter değerine oranını kullanmaktadır (Örn., Iona ve diğer., 2004; Dang, 2009; Byoun ve Xu, 2013, Dang, 2013; Strebulaev ve Yang, 2013; Morais ve diğer., 2020). Bu çalışmada da büyüme potansiyelinin göstergesi olarak piyasa değerinin defter değerine oranı kullanılmıştır.

Yukarıda açıklandığı üzere; muhafazakar ve düşük kaldıraçlı finansman politikasına ilişkin çalışmalar büyük ölçüde tutarlı olmakla birlikte, bir bütün olarak sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmalar çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu nedenle, büyüme potansiyelinin muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı üzerindeki etkisine yönelik olarak kesin bir tahmin yapılamamaktadır.

2.1.5. Borç dışı vergi kalkanları

Daha önce de ifade edildiği üzere; temel dengeleme modeli borcun vergi avantajı ile borç kullanımından kaynaklanan dezavantajların dengelenerek optimal sermaye yapısının belirlenmesi konusuna odaklanmaktadır. Ancak; sonrasında bazı araştırmacılar finansal sıkıntı maliyetlerine neden olan borcun vergi avantajına ikame olarak, amortismanlar ve itfa payları, araştırma ve geliştirme giderleri, geçmiş yıl zararları ve yatırım indirimi gibi vergi kalkanı etkisi yaratan diğer faktörleri de modele dahil etmişlerdir. Bu yeni modele göre; borç dışı vergi kalkanları faiz vergi kalkanının etkisini ikame edeceğinden, yüksek düzeyde borç dışı vergi kalkanlarına sahip firmalar daha az borç kullanabileceklerdir (DeAngelo ve Masulis, 1980). Bu bakış açısına göre; borç dışı vergi kalkanlarının düzeyi arttıkça kaldıraç seviyesi azalacaktır. Zira borç dışı vergi kalkanlarının düzeyi arttıkça, firmaların vergi matrahları azalacağından, hem ödenecek vergi miktarı hem de borcun vergi kalkanı etkisi daha düşük olacaktır (Fama ve French, 2002).

Buna karşılık; en yaygın borç dışı vergi kalkanı olan amortisman düzeyinin yüksekliği, aynı zamanda, firmanın yüksek miktarda maddi duran varlığa sahip olduğunun göstergesidir. Maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklara nazaran, yatırımcılar tarafından daha kolay değerlenebilmeleri ve teminat kalitesini arttımaları sebebiyle firmanın borçlanma kapasitesini arttırırlar (Shuetrim, Lowe ve Morling, 1993; Frank ve Goyal, 2009). Dahası; teminatların paraya çevrilmesi veya tasfiye durumunda, önemli bir değer kaybına uğramadıklarından iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerini azaltırlar (Dudley, 2007). Maddi duran varlık teminatı, asimetrik bilgi ve ahlaki tehlike riskini de azaltarak borcun temsilci maliyetlerini de azaltır (Jensen ve Meckling, 1976). Tüm bunların etkisiyle, maddi duran

varlık düzeyi yüksek firmalar, diğer firmalar nazaran daha az maliyetle borçlanabilirler. Dolayısıyla, maddi duran varlık düzeyi arttıkça firmanın kaldıraç seviyesi yükselecektir.

Yasmin ve Rashid (2019)'in borç dışı vergi kalkanlarının düzeyi arttıkça muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığının azaldığı yönündeki bulguları da bu öngörüyü desteklemektedir. Benzer şekilde; Dang (2009), Bessler ve diğer. (2013), Dang (2013) ve Morais ve diğer. (2020) de yüksek düzeyde borç dışı vergi kalkanına sahip firmaların sıfır veya çok düşük kaldıraçlı bir finansman politikası benimsemeye daha az eğilimli olduklarını tespit etmişlerdir.

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalarsa, borç dışı vergi kalkanlarının kaldıraç düzeyi üzerindeki etkisine yönelik olarak çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Delcoure (2007), Kouki ve Said (2012), Hailegebreal ve Wang (2018) ve Bilgin (2019) borç dışı vergi kalkanları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki tespit etmişken; Ozkan (2001) ve Chen (2004) ikisi arasında negatif bir ilişki saptamışlardır. Sheik ve Wang (2011) ise; borç dışı vergi kalkanları ile kaldıraç seviyesi arasında anlamlı bir ilişki kuramamıştır. Türk şirketlerine yönelik çalışmaların bulguları da benzer niteliktedir. Örneğin; Sayılgan ve diğer. (2006), Soykan ve Ulucak (2016) ve Altuntaş (2017)'ın bulguları borç dışı vergi kalkanları ile kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişkiye işaret ederken; Güner (2016) ve Karacaer ve diğer. (2016)'in sonuçları tam tersi yöndedir. Bununla birlikte; Acaravcı (2015) ve Basti ve Bayyurt (2019) ikisi arasında anlamlı bir ilişki kuramamıştır. Bayrakdaroğlu ve diğer. (2013), Akpınar (2016) ve Cevheroğlu-Acar (2018) ise; uzun ve kısa dönemli borç düzeyi için farklı sonuçlara ulaşmışlardır.

Muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalarda borç dışı vergi kalkanlarının düzeyinin göstergesi olarak, genellikle, amortismanlar ve itfa paylarının toplam varlıklara oranı kullanılmaktadır (Örn., Dang, 2009; Bessler ve diğer., 2013; Dang, 2013; Yasmin ve Rashid, 2019; Morais ve diğer., 2020). Bu araştırmada da aynı oran kullanılmıştır.

Gerek temel sermaye yapısı teorilerinin öngörülerinin çelişkili olması gerekse de sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmaların bulgularının tutarsız olması nedeniyle, borç dışı vergi kalkanlarının muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı üzerindeki etkisiyle ilgili olarak kesin bir tahmin yapılamamaktadır.

2.1.6. Firma büyüklüğü

Büyük ölçekli firmalar, küçük ölçekli firmalara nazaran, daha yüksek ve daha düzenli nakit akımlarına sahiptir. Böylece, karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için daha çok nakit rezervi biriktirebilirler. Bu nedenle, finansman hiyerarşisi teorisi perspektifine göre; firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında ters yönlü bir ilişki olması beklenir. Buna karşılık; büyük ölçekli firmalar genellikle birden fazla alanda faaliyet gösterdiklerinden riski dağıtabilirler ve küçük firmalara nazaran daha düşük geri ödememe riskine sahiptirler (Shuetrim ve diğer., 1993). Bunun yanı sıra büyük firmaların piyasadaki bilinirliği ve beklenen tasfiye değeri daha yüksektir. Dolayısıyla; dengeleme teorisi açısından firma büyüklüğü ile borç düzeyi arasında pozitif bir ilişki olması beklenir. Öte yandan; yöneticilere yapılan ödemeler ile firma büyüklüğü arasında doğrusal bir ilişki olması nedeniyle, büyük firmalarda temsilci sorunu daha şiddetlidir (Jensen, 1986). Borç kullanımı temsilci maliyetlerini azaltmada önemli bir araç olarak görüldüğünden, vekalet teorisinin beklentileri de dengeleme teorisi ile uyumludur.

Muhafazakar finansman politikası ile ilgili çalışmalar, dengeleme teorisi ve vekalet teorisinin öngörülerini destekleyen kanıtlar sunmaktadır. Örneğin; Minton ve Wruck (2001), Iona ve diğer. (2004), Bigelli ve diğer. (2014), Ferrão ve diğer. (2016), Yasmin ve Rashid (2019) ve Sánchez-Vidal ve diğer. (2020) küçük ölçekli firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılıklarının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Dang (2009), Devos ve diğer. (2012), Bessler ve diğer. (2013), Byoun ve Xu (2013), Dang (2013), Strebulaev ve Yang (2013), Huang ve diğer. (2017), El Ghoul ve diğer. (2018), Ebrahimi ve diğer. (2020) ve Morais ve diğer. (2020) de sıfır veya çok düşük kaldıraçlı firmalara yönelik analizlerinde benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmalar da genel olarak bu bulguları desteklemektedir. Örneğin; Gaud ve diğer. (2007), de Jong ve diğer. (2008), Sheik ve Wang (2011), Kühnhausen ve Stieber (2014), Öztekin (2015), Gottardo ve Moisello (2016), Rashid ve Mehmood (2017), Hailegebreal ve Wang (2018) ve Bilgin (2019)'in analizleri, büyük firmaların küçük firmalara göre daha yüksek borç düzeyine sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Türk firmalarına yönelik araştırmalarsa, firma büyüklüğü ve kaldıraç düzeyi ilişkisine yönelik olarak çelişkili sonuçlar içermektedir. Örneğin; Sayılgan ve diğer. (2006), Çıtak ve Ersoy (2012), Bayrakdaroğlu ve diğer. (2013), Köksal ve diğer. (2013), Karacaer ve diğer. (2016), Altuntaş (2017), Dinçergök (2017), Cevheroglu-Acar (2018) ve Kalash (2019) ikisi arasında pozitif bir ilişki tespit etmişken; Mandaci (2009), Gülşen ve Ülkütaş

(2012), Acaravcı (2015) ve Akpınar (2016) firma büyük firmaların daha az borç kullanma eğiliminde olduklarını saptamışlardır.

Muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalarda, firma büyüklüğünün göstergesi olarak toplam varlıklar esas alınmakta ve genellikle de toplam varlıkların doğal logaritması kullanılmaktadır. Benzer şekilde; bu araştırmada da toplam varlıkların doğal logaritması kullanılmıştır. Temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleri ve önceki çalışmaların bulgularından hareketle, firma büyüklüğü ile muhafazakar bir finansman politikası benimsenme olasılığı arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir.

2.1.7. Firma yaşı

Sermaye piyasaları ve kredi verenler tarafından uzun zamandır tanındıklarından, olgun firmalar genç firmalardan daha kolay borçlanabilirler. Genç firmaların borçlanmaların borçlanmalarıysa olgun firmalara nazaran daha zordur. Önceki çalışmaların bulguları da bu öngörüyü geniş ölçüde desteklemektedir. Örneğin; Bigelli ve diğer. (2014) ve Ferrão ve diğer. (2016)'in analizleri muhafazakar firmaların tipik olarak genç firmalar olduklarını ortaya koymakta ve genç firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimsemeye daha çok eğilimli olduklarını göstermektedir. Dang (2009), Devos ve diğer. (2012), Bessler ve diğer. (2013), Dang (2013) ve Ebrahimi ve diğer. (2020) de sıfır veya çok düşük kaldıraçlı finansman politkası uygulayan firmalara yönelik çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Bununla birlikte; bu öngörüyü desteklemeyen kanıtlar da mevcuttur. Örneğin; Strebulaev ve Yang (2013) ve Yasmin ve Rashid (2019)'in bulguları muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmalar arasında yaş açısından anlamlı bir farklılık olmadığına işaret ederken; Sánchez-Vidal ve diğer. (2020)'in analizleri muhafazakar firmaların diğer firmalardan daha yaşlı olduklarını göstermektedir. Her ne kadar Akpınar (2016)'ın bulguları tam tersi yönde olsa da Uyar ve Guzelyurt (2015) da Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine ilişkin çalışmalarında olgun firmaların, diğer firmalara nazaran, daha az borç düzeyine sahip olduklarını tespit etmişlerdir.

Muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalarda olgunluk düzeyinin göstergesi olarak firmanın araştırmada kullanılan veri tabanına (Örn., Dang, 2009; Dang, 2013; Strebulaev ve Yang, 2013; Ferrão ve diğer., 2016; Ebrahimi ve diğer., 2020) veya borsaya kayıtlı olduğu süre (Örn., Devos ve diğer., 2012) gibi farklı ölçütlerin kullanıldığı görülmektedir. Ancak; son yıllarda yapılan çalışmalarda, genellikle,

firma yaşının doğal logaritması tercih edilmektedir (Örn., Bessler ve diğer., 2013; Bigelli ve diğer., 2014; .Yasmin ve Rashid, 2019; Sánchez-Vidal ve diğer., 2020). Benzer şekilde; bu araştırmada da firma yaşının doğal logaritması ölçüt olarak alınmış olup, firma yaşı ile muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı arasında negatif yönlü bir ilişki olması beklenmektedir.

2.1.8. Sahiplik yoğunlaşması

Başlangıçta da belirtildiği üzere; ülkemizde borsaya kayıtlı şirketlerin büyük bir bölümünün çoğunluk hisseleri, belirli ailelere veya yine belirli aileler tarafından kontrol edilen şirket gruplarına aittir. Vekalet teorisine göre; firmanın sahiplik yapısı dağıldıkça hissedarların yöneticileri doğrudan kontrol etme imkanları azalır ve temsilci maliyetleri artar (Fama ve Jensen, 1983). Ancak; firmanın ortaklık yapısı içerisinde büyük hissedarların oranı arttıkça, ortakların yöneticileri kontrol etmesi ve hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini sağlamaları kolaylaşır. Bu nedenle; sahiplik yoğunlaşması, temsilci maliyetlerini azaltmada borç kullanımına alternatif bir araç olarak görülmektedir.

Iona ve diğer. (2004)'in analizleri, sahiplik yapısının muhafazakar bir finansman politikası benimsenmesinde önemli bir etken olduğunu; sahiplik yoğunlaşması arttıkça bu politikanın benimsenme olasılığının da arttığını ortaya koymaktadır. Benzer şekilde; Yasmin ve Rashid (2019)'in bulguları da belli bir şirket grubuna dahil olmanın muhafazakar finansman politikasının benimsenmesinde önemli bir role sahip olduğunu göstermektedir. Strebulaev ve Yang (2013) ve El Ghoul ve diğer. (2018) ise; kurucularının ve ortaklarının aile mirasının korunması, bağımsızlıklarını sürdürme ve firma üzerindeki kontrollerini kaybetmeme konularında oldukça duyarlı olmaları nedeniyle, aile şirketlerinin muhafazakar bir finansman politikası benimsemeye daha eğilimli olduklarını saptamışlardır. Buna karşılık; Gottardo ve Moisello (2016) aile sahipliği ve borç kullanma düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmış olup; Morais ve diğer. (2020)'in sahiplik yoğunlaşması ve borç kullanma eğilimine yönelik bulguları da bu sonucu desteklemektedir. Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerinde sahiplik yoğunlaşmasının etkisine yönelik araştırmalarsa genellikle tam tersi sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Mandaci (2009), Sayılgan ve Sayman (2012) ve Uyar ve Guzelyurt (2015)'un bulguları sahiplik yoğunlaşması arttıkça borç kullanımının azaldığına işaret etmektedir. Çıtak ve Ersoy (2012)'un analizleriy ise; uzun dönemli borç düzeyi üzerinde önemli bir etkisi olmamakla birlikte, sahiplik

yoğunlaşmasının kısa dönemli borçlanma üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Araştırmada sahiplik yoğunlaşmasının göstergesi olarak, şirket hisselerinin yarısından fazlasının belli bir kişi veya gruba veyahut da nihai olarak yine belirli kişi veya kişiler tarafından kontrol edilen şirket gruplarına ait olması kriter olarak alınmış ve bunu temsil eden bir kukla değişken oluşturulmuştur. Sahiplik yoğunlaşmasının muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olması beklenmektedir.

2.2. Makroekonomik Faktörler

Makroekonomik koşullar, firmaların finansman ve yatırım tercihlerini etkileyen önemli faktörlerdendir. Ekonomik büyüme dönemlerinde firmaların ticari gelirleri ve dolayısıyla da nakit akışları daha yüksek ve istikrarlıdır. Sermaye piyasalarındaki genişlemenin de etkisiyle, bu dönemlerde hisse senedi fiyatları ve firmaların piyasa değeri yükselir. Kredi arzındaki artış ve faiz oranlarındaki düşüşle birlikte, firmalar daha kolay borçlanabilirler. Bunun yanı sıra firma varlıklarının değerindeki artış ve belirsizliklerin azalması, asimetrik bilgi ve ahlaki tehlike riskini azaltacağından (Dang, 2013), firmalar finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine karşı daha az duyarlı hale gelirler (Yasmin ve Rashid, 2019) ve karlı yatırım fırsatlarını güvenle değerlendirebilirler. Ancak; ekonomik yavaşlama ve durgunluk dönemlerinde koşullar tersine döner ve dış finasman daha maliyetli hale gelir. Gerek sermaye yapısı tercihlerine gerekse muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalar, makroekonomik koşulların firmaların finansman tercihleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Başlangıçta da belirtildiği üzere, 1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisi periyodik krizler ve ardından gelen toparlanma dönemlerinden oluşan sürekli bir döngü içerisindedir. Bu döngüde 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizler ile 2008 yılı global finansal krizin etkileri ön plana çıkmaktadır. Bununla birlikte; son yıllarda Türk Lirası'nın sürekli olarak değer kaybetmesi, yüksek enflasyon ve borçlanma maliyetlerindeki artışla birlikte, 2018 yılından itibaren ülke ekonomisi önemli ölçüde küçülmeye başlamış; pek çok şirket iflasın eşiğine gelmiş ve çok sayıda şirket kapanmıştır.

Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmalar, ülkemizde yaşanan ekonomik krizlerin şirketlerin finansman tercihleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Örneğin; Baldemir ve Süslü (2008) 1996-2006 dönemine yönelik

çalışmalarında, şirketlerin sermaye yapısı içerisindeki borç oranının dönem boyunca %47 ile %70 arasında değişkenlik gösterdiğini; ancak 2001 krizinden sonra özsermaye kullanım oranlarının artmasıyla birlikte borç kullanım oranlarının azaldığını tespit etmişlerdir. Jermias ve Yigit (2019) de 1989-2012 dönemini kaypayan çalışmalarında, firmaların kriz öncesi dönemlerde borç kullanım oranlarının sürekli olarak arttığını ve kriz öncesi yılda tepe noktasına ulaştığını; ancak kriz sonrasında aniden düştüğünü ve bu düşüşün sonraki yıllarda da devam ettiğini saptamışlardır. Yapmış oldukları analizler; 1994 krizi sonrasında şirketlerin borç düzeylerinin sürekli olarak artış gösterdiğini ve 2001 yılında zirve noktasına ulaştığını; ancak krizi takiben keskin bir şekilde düştüğünü ve bu düşüşün 2007 yılına kadar devam ettiğini; sonrasında birden bire bir artış göstererek 2008 yılında yeniden zirve noktasına ulaştığını ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar dikkate alındığında; ülkemizde yaşanan makroekonomik gelişmelerin firmaların muhafazakar finansman politikasıyla ilgili tercihlerinde de önemli bir etkiye sahip olması beklenmektedir. Aşağıda araştırmada kullanılan makroekonomik değişkenler ve önceki çalışmaların bunlarla ilgili bulgularına yer verilmiştir.

2.2.1. Ekonomik büyüme

Ekonomik büyüme dönemlerinde, daha yüksek ve istikrarlı nakit akımlarına sahip olmaları nedeniyle, firmaların nakit rezervlerinin düzeyi artar. Diğer taraftan; bu dönemlerde firmalar daha fazla karlı yatırım fırsatıyla karşılacağından, artan yatırım harcamaları nedeniyle dış finansman ihtiyaçları da artmaya başlar. Ancak; firma varlıklarının değerindeki artış ve hisse senedi fiyatlarının yükselmesinin etkisiyle dış finansman maliyetleri azalır. Firmalar, finansman ihtiyacını karşılamak için borç kullanabilecekleri gibi, yeni hisse senedi ihracı yoluna da başvurabilirler. Dolayısıyla, ekonomik büyüme dönemlerinde borç düzeyi artabileceği gibi tam tersi yönde de hareket edebilir.

Muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalar da ortaya koydukları çelişkili bulgularla bu öngörüyü desteklemektedir. Örneğin; Bessler ve diğer. (2013) ve Dang (2013)'ın analizleri ekonomik büyüme dönemlerinde firmaların çok düşük kaldıraçlı finansman politikasını terk etme eğiliminde olduklarını gösterirken; El Ghoul ve diğer. (2018) ve Yasmin ve Rashid (2019) ekonomik büyüme dönemlerinde firmaların muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası benimseme olasılıklarının arttığını tespit etmişlerdir.

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar da ekonomik büyümenin kaldıraç üzerindeki etkisi açısında çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Booth ve diğer. (2001), de Jong ve diğer. (2008) ve Hailegebreal ve Wang (2018) ekonomik büyüme arttıkça, firmaların kaldıraç düzeylerinin de arttığını tespit etmişken; Bopkin (2009) ve Frank ve Goyal (2009) ikisi arasında ters yönlü bir ilişki saptamışlardır. Kühnhausen ve Stieber (2014), Öztekin (2015) ve Zhang, Han, Pan ve Huang (2015) ise; anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Sahin (2018)'in Türkiye, Brezilya, Güney Afrika, Hindistan ve Endonezya'yı kapsayan kırılgan ekonomilere ilişkin analizlerinde Türkiye açısından pozitif yönlü bir ilişki saptanmışken, diğer ülkeler açısından anlamlı bir ilişki kurulamamıştır. Bayrakdaroğlu ve diğer. (2013), Köksal ve diğer. (2013), Dinçergök (2017) ve Basti ve Bayyurt (2019)'un analizleri ise; ekonomik büyüme arttıkça Türk şirketlerinin borç kullanma eğilimlerinin azaldığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte; Uyar ve Guzelyurt (2015) makroekonomik koşulların, özellikle olgun firmaların sermaye yapısı tercihlerinde önemli bir rol oynadığını tespit etmişken; Altuntaş (2017) ekonomik büyüme ile kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki saptayamamıştır.

Önceki çalışmalarda ekonomik büyüme ölçütü olarak, genellikle, GSİYH büyüme oranı kullanılmaktadır (Örn., Booth ve diğer., 2001; Delcoure, 2007; de Jong ve diğer., 2008; Frank ve Goyal, 2009; Dang, 2013; Köksal ve diğer., 2013; Öztekin, 2015; Altuntaş, 2017; Dinçergök, 2017; Sahin, 2018; Yasmin ve Rashid, 2019). Bu çalışmada da ekonomik büyümenin göstergesi olarak piyasa fiyatları baz alınarak hesaplanan yıllık GSYİH büyüme oranı kullanılmıştır. Önceki çalışmaların bulgularının çelişkili olması nedeniyle, ekonomik büyümenin muhafazakar bir finansman politikası benimsemeye yönelik etkisiyle ilgili kesin bir tahmin yapılamamaktadır.

2.2.2. Faiz oranları

Faiz oranlarındaki artış borcun vergi kalkanı etkisini artırmakla birlikte, borçlanma maliyetlerinin ve finansal sıkıntı olasılığının da artmasına neden olur. Bu nedenle, faiz oranları ile borçlanma düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişki olması beklenir. Dang (2013)'ın faiz oranları arttıkça firmaların borç kullanmaktan kaçınma eğiliminde olduklarına yönelik bulguları da bu beklentiyi desteklemektedir. Buna karşılık; Yasmin ve Rashid (2019) ve Morais ve diğer. (2020)'in analizleri, muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası tercihinin faiz oranlarından bağımsız olduğunu ortaya koymaktadır.

Faiz oranlarının sermaye yapısı üzerindeki etkilerine yönelik çalışmalarsa, beklentilere uygun olarak, faiz oranları ile kaldıraç düzeyi arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin; Dudley (2007), Bopkin (2009), Frank ve Goyal (2009), Bandyopadhyay ve Barua (2016) ve Hailegebreal ve Wang (2018)'ın analizleri faiz oranları arttıkça firmaların borç kullanma eğilimlerinin azaldığını göstermektedir. Uyar ve Guzelyurt (2015) ve Dinçergök (2017)'ün Türk şirketlerine yönelik bulguları da faiz oranları ile kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

Önceki çalışmalarda faiz oranlarının ölçütü olarak merkez bankası politika faiz oranı (Örn., Bopkin, 2009), kısa ve uzun vadeli kamu borçlanma araçları faizleri arasındaki fark (Örn., Frank ve Goyal, 2009; Dang, 2013; Yasmin ve Rashid, 2019), hazine bonoları faiz oranı (Örn., Bandyopadhyay ve Barua, 2016), reel faiz oranı (Örn., Dinçergök, 2017) ve nominal faiz oranı (Örn., Hailegebreal ve Wang, 2018) gibi değişkenlerin kullanıldığı görülmektedir.

Piyasa faiz oranlarının ana belirleyicisinin politika faiz oranları olduğu gerçeğinden hareketle, bu çalışmada TCMB yıllık politika faiz oranları kullanılmıştır. Faiz oranlarındaki artışla birlikte borçlanma maliyetletleri de artıracağından, faiz oranlarının muhafazakar bir finansman politikası benimsenmesinde pozitif yönlü bir etkiye sahip olması beklenmektedir.

2.2.3. Enflasyon

Borç sözleşmeleri genellikle nominal değerler üzerinden düzenlendiğinden, enflasyon arttıkça borcun değeri ve borçlanma maliyetleri reel olarak azalır (Fan ve diğer., 2012; Basti ve Bayyurt, 2019). Buna karşılık; enflasyon arttıkça satış gelirleri nominal olarak artsa da maliyetler de artacağından ve üretilen ürünlere yönelik nihai talep azaltacağından, karlılık olumsuz yönde etkilenir (Hailegebreal ve Wang, 2018). Dahası; yüksek enflasyon, ekonomik belirsizliğin artmasına ve firma varlıklarının reel olarak değer kaybetmesine neden olur.

Muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalar, enflasyonun bu politikanın benimsenmesinde negatif bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır (Bessler ve diğer., 2013; El Ghoul ve diğer., 2018). Buna karşılık, sermaye yapısı tercihlerine ilişkin çalışmalar çelişkili sonuçlar içermektedir. Örneğin; Frank ve Goyal (2009), Kühnhausen ve Stieber (2014) ve Sahin (2018) enflasyon ve kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki tespit etmişken; Booth ve diğer. (2001), Zhang ve diğer. (2015) ve Bilgin (2019) gelişmekte olan ülkelere ilişkin analizlerinde, enflasyon arttıkça firmaların borç

kullanma eğilimlerinin azaldığını saptamışlardır. Bopkin (2009), Fan ve diğer. (2012) ve Hailegebreal ve Wang (2018)'in analizlerindeyse ikisi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmalar da benzer sonuçlar ortaya koymaktadır. Köksal ve diğer. (2013)'in bulguları enflasyon ve kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişkiye işaret ederken; Bayrakdaroğlu ve diğer. (2013)'in analizleri negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Basti ve Bayyurt (2019) ise; küçük ölçekli firmalar açısından anlamlı bir ilişki kuramamışken, büyük ölçekli firmaların enflasyon arttıkça daha fazla borç kullanma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Buna karşılık; Altuntaş (2017) enflasyon ve kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki kuramamıştır.

Önceki çalışmalarda enflasyon ölçütü olarak, genellikle, tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişim oranı kullanılmaktadır (Örn., Bessler ve diğer., 2013; Fan ve diğer., 2012; Köksal ve diğer., 2013; Kühnhausen ve Stieber, 2014; Sahin, 2018; Basti ve Bayyurt, 2019). Araştırmada da bu oran kullanılmış olup; önceki çalışmaların bulgularının çelişkili olması nedeniyle, enflasyonun muhafazakar bir finansman politikasının benimsenme olasılığı üzerindeki etkisine yönelik kesin bir tahmin yapılamamaktadır.

2.2.4. Kredi arzı

Kredi arzındaki artış, firmaların daha kolay ve daha düşük maliyetlerle borçlanmasını sağlar. Kredi arzı azaldığındaysa, hem kredi kullanımı için daha sıkı kriterler uygulanacak hem de kredi maliyetleri yükselecektir. Bunun sonucu olarak, firmalar kredi arzının azaldığı dönemlerde daha az borç kullanma eğilimindedirler.

Önceki çalışmalar, kredi arzındaki artışla birlikte firmaların kaldıraç düzeylerinin de artığını göstermektedir. Örneğin; El Ghoul ve diğer. (2018)'in farklı gelişmişlik düzeyine sahip yetmişüç ülkede faaliyet gösteren firmalara yönelik analizleri, kredi arzı arttıkça düşük kaldıraçlı bir finansman politikası benimseme olasılığının azaldığını; düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan firmalarınsa bu politikayı terk etmeye başladıklarını göstermektedir. Sermaye yapısı tercihlerine yönelik olarak gerek ülkemizde gerekse de diğer ülkelerde yapılan çalışmalar da kredi arzındaki artışla kaldıraç düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır (Örn., Bopkin, 2009; Köksal ve diğer., 2013; Hailegebreal ve Wang, 2018).

Araştırmada, kredi arzındaki gelişmelerin göstergesi olarak özel sektöre yönelik finansal kredilerin GSİYH'ye oranı kullanılmıştır. Kredi arzındaki artışın muhafazakar bir finansman politkası benimseme olasılığını azaltması beklenmektedir.

2.2.5. Döviz kurları

Daha önce de ifade edildiği üzere; son yıllarda ülkemizde Türk Lirası'nın değerinde ciddi düşüşlere yol açan döviz krizleri yaşanmakta; bu durum özellikle ithalata bağımlı ve yüksek düzeyde döviz borcu olan şirketleri zor durumda bırakmaktadır. Önceki çalışmalar, çoğunlukla gelişmiş ekonomilerde veya döviz kurlarının daha stabil olduğu veyahut da kur şoklarının etkisinin ülkemize nazaran daha az hissedildiği ülkelerde faaliyet gösteren firmalara yönelik olarak yapıldığından, döviz kurlarındaki değişimlerin muhafazakar finansman politikasının benimsenmesi üzerindeki etkilerine yönelik bir araştırma yapılmamıştır.

Bununla birlikte; Bilgin (2019)'in Türkiye'nin de dahil olduğu kırılgan ekonomilere yönelik analizleri, ülke para biriminin değer kazandığı dönemlerde, yabancı fon arzındaki artış ve finansman maliyetlerinin görece azalması nedeniyle, döviz cinsinden borçların miktarının önemli ölçüde arttığını; ancak sonrasında döviz kurlarındaki artışla birlikte mevcut borçların ulusal para birimi cinsinden değerinin ve finansman maliyetlerinin sürekli olarak artması nedeniyle, firmaların yerel para birimi üzerinden borçlanmayı tercih ettiklerini ve de daha az borçlandıklarını ortaya koymaktadır.

Araştırmada, döviz kurlarının muhafazakar finansman politikası tercihi üzerindeki etkisini ölçmek için, tüketici fiyat endeksli bazlı reel efektif döviz kurlarındaki değişim oranı kullanılmıştır. Döviz kurlarındaki oynaklık belirsizliği artıracağından, döviz kurlarındaki değişim arttıkça muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığının da artması beklenmektedir.

BÖLÜM III. VERİLER VE ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Bu bölümde araştırmada kullanılan verilere ve araştırma yöntemine ilişkin açıklamalar yer almaktadır. Bu bağlamda, öncelikle araştırma konusu şirketler, sektörel dağılımları, ortaklık yapısı ve finansman tercihlerine ilişkin ilk bulgulara yer verilmiştir. Daha sonra, araştırma dönemindeki makroekonomik gelişmeler kısaca özetlenmiştir. Son olarak da araştırmada kullanılan analiz teknikleri ana hatlarıyla açıklanmıştır.

3.1. Araştırma Konusu Şirketler

Araştırma 2005-2019 dönemini kapsamakta olup, bu dönemde Borsa İstanbul'a kayıtlı şirket sayısı 316 ile 425 arasında değişmektedir. Araştırmada bankalar, finansal kiralama ve faktoring şirketleri, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, yatırım fon ve ortaklıkları, holdingler ve yatırım şirketleri gibi finansal şirketler kapsama dahil edilmemiştir.

Firmaların finansman tercihlerine etki eden faktörleri daha iyi kavrayabilmek ve mükerrerliği önlemek adına araştırma konusu herhangi bir firmanın verilerini içeren konsolide finansal tablo düzenleyen ana ortaklık niteliğindeki şirketler de kapsam dışı bırakılmıştır. Yine; araştırma yöntemi ve analiz gereklilikleri dikkate alınarak, araştırma döneminin herhangi bir yılında toplam varlık ve toplam borç verisi bulunmayan şirketler elimine edilmiştir. Bu eliminasyonlar sonucunda araştırma konusu şirket sayısı toplam 119 olarak belirlenmiş ve analizler bu şirketlerin verileri üzerinden yürütülmüştür. Araştırmada kullanılan şirket verileri Borsa İstanbul, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Bloomberg veri tabanı ve şirket web sayfalarından derlenmiştir.

3.1.1. Araştırma konusu şirketlerin sektörel dağılımı

Aşağıdaki tabloda araştırma konusu şirketlerin sektörel dağılımları yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere; araştırma konusu şirketlerin %77'si imalat sektöründe, geri kalan kısmı ise farklı sektörlerde faaliyet göstermektedir.

Tablo 1. Araştırma Konusu Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Sektörler	Şirket Sayısı	Oranı (%)
İmalat	92	77,31
Toptan ve Perakende Ticaret	8	6,72
Teknoloji	6	5,04
Lokantalar ve Oteller	4	3,36
Elektrik, Gaz, Su	3	2,52
Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	3	2,52
Diğer Sektörler	3	2,52
Toplam	**119**	**100,00**

Gerek diğer ülkelerde gerekse ülkemizde faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı tercihlerine yönelik çoğu çalışma, faaliyet gösterilen sektörün sermaye yapısı tercihlerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Örneğin; yakın zamanda yapılmış bir araştırma olarak Bilgin (2019)'in farklı gelir düzeylerine sahip altmışaltı ülkede faaliyet gösteren şirketlere yönelik analizleri, faaliyet gösterilen sektörün ve sektördeki ortalama borç seviyesinin, firmaların borçlanma eğilimlerinde ve kaldıraç düzeylerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Borsa İstanbul'a kayıtlı şirketlere yönelik araştırmalarında Köksal ve diğer. (2013), Uyar ve Guzelyurt (2015), Cansız ve Sayılgan (2017) ve Basti ve Bayyurt (2019) da benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

3.1.2. Araştırma konusu şirketlerin ortaklık yapısı

Araştırma konusu şirketlerin ortaklık yapısı incelendiğinde, bu şirketlerin hisselerinin büyük bir bölümünün belirli ailelere veya bunların kontrolü altındaki şirket gruplarına ait olduğu görülmektedir.[17] Geri kalan şirketlerin büyük bir bölümünün de belirli gerçek ve tüzel kişilerin önemli etkisi altında olduğu saptanmıştır.[18] Aşağıdaki tabloda araştırma konusu şirketlerin ortaklık yapısı itibariyle dağılımına ilişkin bilgiler yer almaktadır.

Tablo 2. Araştırma Konusu Şirketlerin Ortaklık Yapısı İtibariyle Dağılımı

	Ortalama	Minimum	Maksimum
Hisselerinin %50'den Fazlası Belli Bir Kişi veya Gruba Ait Olan Şirketlerin Oranı (%)	67,62	64,71	70,59
Hisselerinin %20 ila %50'si Belli Bir Kişi veya Gruba Ait Olan Şirketlerin Oranı (%)	27,94	25,21	32,77
Diğer Şirketlerin Oranı (%)	4,44	2,52	6,78

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere; araştırma konusu şirketlerin büyük bir bölümünün hisselerinin yarısından fazlası belli kişi veya gruplara aittir. Türk şirketlerindeki sahiplik yoğunlaşması, önceki çalışmalarda da dikkat çekilen bir olgudur. Mandaci (2009),

[17] Kontrol, bir işletmenin faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla, söz konusu işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını yönetme gücünü ifade eder. TMS 27 Bireysel ve Konsolide Finansal Tablolar standardı ile bu standardın konsolide finansal tablolar açısından yerini alan TFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar standardında işletmeler açısından tanımlanmıştır. Standartlarda yapılan açıklamalara göre; ana ortaklığın doğrudan veya bağlı ortaklıkları vasıtasıyla dolaylı olarak bir şirketteki oy haklarının yarıdan fazlasını kontrol etmesi durumunda, genellikle, kontrolün var olduğu kabul edilir.

[18] Önemli etki, yatırım yapılan işletmenin finansal ve faaliyetle ilgili politikaların belirlenmesi kararlarına katılma gücü olup; bu politikaları tek başına ya da bir başka taraf ile müşterek kontrol etme gücünü ifade etmektedir. TMS 28 İştiraklerdeki ve İş Ortaklıklarındaki Yatırımlar standardında işletmeler açısından tanımlanmış olup; bir işletmenin doğrudan ya da dolaylı olarak yatırım yapılan işletmenin oy hakkının %20 ya da daha fazlasını elinde tutması durumunda, aksi açıkça ortaya konulamadığı sürece, söz konusu işletmenin yatırım yapılan işletmede önemli etkisinin bulunduğu kabul edilir.

Çıtak ve Ersoy (2012), Sayılgan ve Sayman (2012) ve Uyar ve Guzelyurt (2015)'un analizleri, sahiplik yoğunlaşmasının Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerinde önemli bir faktör olduğunu ortaya koymaktadır.

3.1.2. Araştırma konusu şirketlerin finansman tercihleri

Araştırma konusu şirketlerin finansman tercihlerinin belirlenmesinde ilgili yıl bilançolarında yer alan toplam kaynaklar içerisinde toplam borcun ve özkaynakların oranından hareket edilmiştir. Bu bağlamda, araştırma konusu şirketlerin borç ve özkaynak oranlarının yıllar itibariyle dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3. Araştırma Konusu Şirketlerin Borç ve Özkaynak Oranlarının Dağılımı

Yıllar	Borç (%)			Özkaynak (%)		
	Ort.	Min.	Mak.	Ort.	Min.	Mak.
2005	37,52	2,84	82,32	62,80	17,68	97,16
2006	39,08	1,91	82,21	60,92	17,79	98,09
2007	38,45	2,30	82,52	61,55	17,48	97,70
2008	44,01	2,94	97,47	55,99	2,53	97,06
2009	39,78	0,64	92,36	60,22	7,64	99,36
2010	41,13	1,72	89,98	58,87	10,02	98,28
2011	44,21	1,09	94,06	55,79	5,94	98,91
2012	43,40	1,56	86,80	56,60	13,20	98,44
2013	45,90	1,34	90,92	54,10	9,08	98,66
2014	45,18	1,52	90,74	54,82	9,23	98,48
2015	47,65	0,66	95,29	52,35	4,71	99,34
2016	50,81	1,39	99,82	49,19	0,18	98,61
2017	52,56	0,86	97,61	47,44	2,39	99,14
2018	54,50	2,92	121,17	45,50	-21,17	97,08
2019	55,02	4,17	145,04	44,98	-45,04	95,83

Tablodan da görüleceği üzere; araştırma konusu şirketlerin finansman yapısı içerisinde ortalama borç oranı başlangıçta %38 dolaylarında iken, izleyen dönemlerde giderek artmıştır. Bu artışa rağmen, 2016 yılına kadar şirketlerin özkaynakla finansmana ağırlık verdikleri ve toplam kaynaklar içerisindeki ortalama borç oranının %50'nin altında kaldığı görülmektedir. Dahası; minimum ve maksimum düzeyler dikkate alındığında, bazı firmaların neredeyse hiç borç kullanmadıkları veya çok az borç kullandıkları anlaşılmaktadır. Buna karşılık; araştırma döneminin son iki yılında yaşanan makroekonomik koşulların da etkisiyle oluşan dönem zararları nedeniyle, özkaynakları negatif hale gelen firmaların finansman yapısı içerisinde borç oranı %145'lere kadar ulaşmıştır. Bu yıllarda

araştırma konusu şirketlerin ortalama borç düzeyinin %55'lere kadar yükseldiği görülmektedir.

Araştırma dönemi bir bütün olarak değerlendirildiğinde, şirketlerin finansman yapısı içerisindeki borç oranının ortalama %45 dolaylarında olduğu görülmektedir. DolayısıylaÜ araştırma konusu şirketler genel olarak borç yerine özkaynakla finansmana ağırlık vermektedirler. Şirketlerin özkaynakları içerisinde ödenmiş sermayenin oranı ise; ortalama %55,42 olarak hesaplanmıştır. Bu da araştırma konusu şirketlerin finansman ihtiyaçlarının, ağırlıklı olarak ortakları tarafından karşılandığını göstermektedir.

Sermaye yapısı tercihleri ile ilgili araştırmalar, sermaye ağırlıklı finansmanın sadece ülkemizde değil, diğer gelişmekte olan ülkelerde de sıklıkla gözlemlenen bir olgu olduğunu ortaya koymaktadır (Örn., Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt ve Maksimovic, 2001; Chen 2004, Delcoure, 2007; Sheik ve Wang, 2011; Bandyopadhyay ve Barua, 2016; Hailegebreal ve Wang, 2018; Sahin, 2018; Bilgin, 2019). İlk bölümde de belirtildiği üzere; Myers (1984) bu tercihin finansal sıkıntı maliyetleri ve asimetrik bilgi sorunundan kaynaklandığını ileri sürmektedir. Buna karşılık; geçiş ekonomilerinde faaliyet gösteren şirketlere yönelik çalışmasında aynı durumu gözlemleyen Delcoure (2007) bu durumun, sermayenin borç gibi geri ödenme zorunluluğunun bulunmaması nedeniyle, yöneticiler tarafından bedava bir finansman kaynağıymış gibi görülmesinden kaynakladığını ifade etmektedir.

3.2. Araştırma Dönemindeki Makroekonimik Gelişmeler

Daha önce de vurgulandığı üzere; Türkiye ekonomisi genel olarak periyodik krizler ve ardından gelen toparlanma dönemlerinden oluşan bir döngüye sahiptir. Bu krizler ülkemizin kendi ekonomik koşullarından kaynaklandığı gibi, ticari ilişkilere ve coğrafik konumuna bağlı olarak diğer ülkelerde oluşan ekonomik koşullardan da kaynaklanabilmektedir. Ancak; ekonomide süreklilik kazanan bu istikrarsızlık, sadece son yıllarda uygulanmakta olan yanlış politikaların değil, 1980'lerden bu yana süregelen denetimsiz uygulamaların sonucudur (Cinel, 2018). Zira Türkiye ekonomisi 1980'lerden itibaren yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranlarının ön planda olduğu bir döngü içerisindedir. Bu döngü, 1994 ve 2001 yıllarında iki önemli krizle sonuçlanmıştır. 2001 krizi bankacılık sektöründe yaşanan likidite sorunları nedeniyle önce finans sektörünü etkisi altına almış; sonrasında artan faiz oranları ve döviz kurlarındaki yükselmeyle birlikte ekonominin geneline yayılmıştır. Ancak; uygulamaya konulan yapısal reformlar ve global ekonomideki genişlemenin de etkisiyle kriz sonrasında

ekonomi tekrar büyümeye başlamış; takip eden yıllarda da ekonomik genişleme devam etmiştir.

Dünya piyasalarında yaşanan likidite bolluğu ve Amerika ve Avrupa Merkez bankalarının faiz oranlarını düşük tutmasıyla gelişmekte olan ülkelere doğru yaşanan sermaye akımı, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de döviz kurlarının düşmesine ve şirketlerin düşük faizlerle borçlanabilmesine olanak sağlamıştır (Dinçergök, 2017). Bunun sonucunda, küresel finans krizinin yaşandığı 2008 yılına kadar ekonomi sürekli olarak büyümeye devam etmiş; 2001 krizinden sonra gerçekleştirilen yapısal reformların da etkisiyle krizden diğer ülkelere nazaran daha az etkilenmiştir. 2008 finans krizinin etkilerini hafifletmek için Amerika, Avrupa ve Çin gibi global ekonomide büyük bir paya sahip ülke merkez bankalarının faiz oranlarını düşük tutması ve likiditeyi artırması, ülkemize yönelik fon akımlarının artarak devam etmesini sağlamıştır. Nitekim; 1980- 2002 döneminde ülkemize yönelik net sermaye akımı toplam 35 milyar dolar dolaylarında iken, 2003-2012 döneminde toplam 400 milyar dolara kadar ulaşmıştır (Orhangazi, 2014). Artan sermaye akımıyla birlikte yaşanan kredi genişlemesinin de etkisiyle, bu dönemde ülke ekonomisi ortalama %5,69 dolaylarında büyümüştür.[19]

Ancak; sonraki dönemlerde bu ülkelerde faiz oranlarının tekrar artırılması ve ülkemizde meydana gelen siyasi ve ekonomik gelişmeler nedeniyle ülkemize yönelik fon akışı azalmış; mevcut yabancı sermaye de ülkeden çıkmaya başlamıştır (TÜSİAD, 2019). Öte yandan; mevcut ekonomik ve siyasi ortam, 2018 yılında başlayan global ekonomik sıkılaşmanın ülkemizi diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran daha fazla etkilemesine neden olmuştur (Akcay ve Güngen, 2019). Son yıllarda yaşanan yüksek enflasyon ve yüksek cari açığın yarattığı kırılganlık, risk primini yükselterek dış borçlanma maliyetlerini yukarı çekmiş ve döviz arzında sorunlar yaşanmasına yol açmıştır (TÜSİAD, 2021). Döviz arzında yaşanan sorunlar ve bireysel yatırımcılar da dahil olmak üzere ülkedeki yerleşiklerin dövize yönelmesiyle, Türk Lirası'nın değerinde belirgin düşüşler yaşanmaya başlamıştır. Bu durum, özellikle ham madde ve temel hizmetler açısından ithalata bağımlı ve yüksek düzeyde döviz borcu olan şirketlerin iflasın eşiğine gelmesine neden olmuştur (Orhangazi ve Yeldan, 2020).

[19] Ortalama büyüme oranı, Dünya Bankası veri tabanında yer alan ve piyasa fiyatları baz alınarak hesaplanan yıllık gayrisafi yurtiçi hasıla büyüme oranları kullanılarak hesaplanmıştır. Ayrıntılı bilgi için https://data.worldbank.org/indicator/, 23.07.2020.

Aşağıdaki tabloda, araştırmada kullanılan temel makroekonomik faktörlerde araştırma dönemi boyunca meydana gelen değişimler yer almaktadır. Tabloda yer alan ekonomik büyüme, enflasyon ve kredi arzına ilişkin oranlar Dünya Bankası, politika faiz oranı Uluslararası Para Fonu, reel döviz kurlarındaki değişimse Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) veri tabanından alınmıştır.

Tablo 4. Makroekonomik Faktörlerdeki Gelişmeler

Yıllar	Ekonomik Büyüme (%)	Politika Faiz Oranları (%)	Enflasyon (%)	Kredi Arzı (%)	Reel Döviz Kurlarındaki Değişim (%)
2005	9,01	13,50	8,18	21,43	16,80
2006	7,11	17,50	9,60	24,93	-8,04
2007	5,03	15,96	8,76	28,25	16,27
2008	0,85	15,63	10,44	33,64	-12,97
2009	-4,70	6,50	6,25	37,35	2,27
2010	8,49	1,63	8,57	44,65	5,76
2011	11,11	5,00	6,47	49,42	-13,86
2012	4,79	5,00	8,89	52,23	7,34
2013	8,49	3,50	7,49	60,71	-9,06
2014	5,17	7,50	8,85	63,79	4,72
2015	6,09	7,25	7,67	66,83	-6,33
2016	7,09	7,25	7,78	69,85	-5,63
2017	7,47	7,25	11,14	70,95	-7,75
2018	2,83	22,50	16,33	68,46	-11,53
2019	0,88	10,50	15,18	65,92	1,27

Tabloda yer alan oranlardan da anlaşılacağı üzere; araştırma döneminde kredi arzının gayrisafi yurtiçi hasılaya (GSYİH) oranı sürekli olarak artmakla birlikte, diğer ekonomik göstergelerin dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Küresel finansal krizin de etkisiyle 2008 yılında önceki yıllara nazaran ekonomik büyümede önemli bir düşüş meydana gelmiş; 2009 yılında da ekonomi %4,7 oranında küçülmüştür. Krizi takip eden dönemlerde ekonomik büyümede keskin bir artış olmakla birlikte; 2018 yılından itibaren etkisini iyice hissettiren olumsuz ekonomik koşullar nedeniyle, ekonomi tekrar küçülmeye başlamış ve araştırma döneminin son yılında ekonomik büyüme %0,88 olarak gerçekleşmiştir. Diğer ekonomik göstergeler incelendiğinde; 2018 yılında faiz oranları ve enflasyonda da keskin bir artış meyadana geldiği; faiz oranları ve enflasyonun araştırma dönemindeki en yüksek seviyelerine ulaştığı görülmektedir. Reel döviz kurlarındaki değişimler dikkate alındığında; araştırma dönemi boyunca Türk Lirası'nın değerindeki dalgalanmaların diğer göstergelere

nazaran daha şiddetli olduğu, özellikle 2015 yılından itibaren sürekli değer kaybettiği görülmektedir.

Bir önceki bölümde detaylı olarak açıklandığı üzere; gerek sermaye yapısı tercihlerine yönelik araştırmalar gerekse de muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikası ile ilgili çalışmalar, makroekonomik koşulların şirketlerin finansman politikası üzerinde önemli bir role sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak; Korajczyka ve Levy (2003), Dang (2013), Yasmin ve Rashid (2019) ve Machokoto, Areneke ve Nyangara (2020) tarafından da vurgulandığı üzere; bu etki satış gelirleri, faaliyet ve nakit döngüsü, finansal kısıtlılık derecesi, kredi notu gibi firmaya özgü faktörlere bağlı olarak firmadan firmaya farklılık göstermektedir.

3.3. Araştırma Yöntemi

Muhafazakar finansman politikasına yönelik çalışmalarda, öncelikle muhafazakar finansman politikası uygulayan firmalar tespit edilmekte; daha sonra logistik regresyon modelleri kullanılarak bu politikanın benimsenmesinde etkili olan faktörler belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu çalışmada da aynı yöntem izlenmiş olup, aşağıda logistik regresyon modeli ana hatlarıyla açıklanmıştır. Kullanılan yöntem ve modellere ilişkin detaylı açıklamalaraysa ilgili bölümlerde yer verilmiştir

Logit model, bağımlı değişkenin bazı nitel sınırlamalar dolayısıyla iki seçenekli olduğu, yani bir özelliğin varlığının ya da yokluğunun söz konusu durumlarda kullanılan bir modeldir. Bu şekilde iki ayrı seçeneğin söz konusu olduğu durumlarda, her iki seçenek için de olasılıklar 0 ve 1 arasında bir değer olup, toplamları 1'e eşittir (Brooks, 2008). Bunun sonucu olarak; bağımlı değişkenin istenen özelliğe sahip olma olasılığı $P_i(Y_i = 1|X_i)$ iken, istenen özelliğe sahip olmama olaslığı $P_i(Y_i = 0|X_i) = 1 - P_i(Y_i = 1|X_i)$ olacaktır

Bağımlı değişkenin istenen özelliğe sahip olma olasılığına ilişkin logistik fonksiyon ekonometrik olarak şu şekilde ifade edilebilir:

$$P_i(Y_i = 1|X_i) = F(X_i, \beta) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \cdots \beta_k X_{ki} + u_i)}} \qquad (12)$$

Burada bağımlı değişken (-∞)'dan (+∞)'a kadar olan aralıkta değişirken, (P_i) 0 ile 1 arasında değerler almaktadır (Gujarati ve Porter, 2009). Bununla birlikte; eşitliklerden de anlaşılacağı üzere (P_i)'nin bağımlı değişkenle, dolayısıyla (X) ve (β)'larla olan ilişkisi doğrusal değildir. Bu da anakütle katsayılarının doğrusal regresyon modelleriyle tahmin

edilememesine neden olur. Bu nedenle, bağımlı değişkenin istenen özelliğe sahip olma olasılığı ile olmama olasılığı birbirine oranlanıp doğal logaritması alınarak logistik fonksiyon doğrusal hale getirililir (Gujarati ve Porter, 2009). Bu durumda bağımlı değişkenin tahminine ilişkin logit modeli aşağıdaki gibi olmaktadır:

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \cdots \beta_k X_{ki} + u_i \qquad (13)$$

Logit modelde bağımlı değişkene ilişkin sınırlamalar 0 ve 1 değerini alan bir kukla değişkenle ifade edilmektedir. Çünkü iki ayrı olasılık söz konusu olduğunda, potansiyel olarak da sadece iki farklı sonucun ortaya çıkması beklenir (Brooks, 2008).

BÖLÜM IV. ANALİZLER VE BULGULAR

Bu bölümde muhafazakar finansman politikasının benimsenmesinde etkili olan faktörler tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda, öncelikle muhafazakar finansman politikası uygulayan şirketler ile bu politikayı benimsemeyen şirketler ayrıştırılmıştır. Daha sonra, muhafazakar şirketlerin bu politikayı benimsemesinde etkili olan faktörler araştırılmıştır. Bu bağlamda, hem firmaya özgü faktörlerin hem de makroekonomik koşulların muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığı üzerinde ne derece etkili olduğu analiz edilmiştir. Son olarak; muhafazakar ve muhafazakar olmayan şirketlerin finansman politikası tercihlerinin zaman içerisinde değişip değişmediği, değişmesi durumunda da bu değişikliklerde hangi faktörlerin etkili olduğu saptanmaya çalışılmıştır.

4.1. Muhafazakar Firmaların Belirlenmesi

Önceki çalışmalarda finansal muhafazakarlığın tespitinde farklı ölçütlerden hareket edilmektedir. Bazı çalışmalarda toplam borcun toplam varlıklara oranlanmasıyla hesaplanan kaldıraç düzeyi esas alınmakta (Örn., Minton ve Wruck, 2001; Zeng, 2011) iken; bazı çalışmalarda toplam borçtan nakit ve nakit benzerleri toplamının düşülüp toplam varlıklara oranlanmasıyla bulunan net borç düzeyi kullanılmaktadır (Örn., Bigelli ve diğer., 2014; Yasmin ve Rashid, 2019; Sánchez-Vidal ve diğer., 2020). Bununla birlikte; firmaların kaldıraç düzeyi ve nakit tutma eğilimlerinin önce ayrı ayrı değerlendirilip sonra birlikte ele alındığı çalışmalar da mevcuttur (Örn., Iona ve diğer., 2004).

Firmaların finansman politikası tercihlerine göre sınıflandırılmasında ise; iki farklı yöntem kullanılmaktadır. İlk yöntemde, firmaların kaldıraç düzeylerinin istatistiksel dağılım oluşturulmakta ve kaldıraç düzeyi belirli bir süre boyunca eşik olarak belirlenen yüzdelik dilimin altında kalan firmalar muhafazakar olarak sınıflandırılmaktadır (Örn., Minton ve Wruck, 2001; Zeng, 2011; Bigelli ve diğer., 2014; Yasmin ve Rashid 2019). Diğer yöntemdeyse, firmaların hedef kaldıraç ve nakit tutma düzeyleri belirlenmekte ve bu düzeyler esas alınarak firmalar ayrıştırılmaktadır (Örn., Iona ve diğer., 2004).

Diğer taraftan; firmaların sınıflandırılmasında çoğunlukla tercih edilen yüzdelik dilim yönteminde kullanılan eşik seviye açısından standart bir düzey bulunmamakta; farklı seviyeler eşik olarak kabul edilmektedir. Örneğin; Minton ve Wruck (2001), Bigelli ve diğer. (2014) ve Yasmin ve Rashid (2019) en düşük %20'lik dilimi eşik seviye olarak belirlemişlerken; Zeng (2011) en düşük %30'luk dilimi baz almıştır. Yine; kaldıraç oranlarının eşik seviyenin altında kalma süresine ilişkin olarak da ortak bir kanı

bulunmamakta; farklı süreler esas alınmaktadır. Örneğin; Minton ve Wruck (2001) bu süreyi ardışık beş yıl, Zeng (2011) ardışık üç yıl, Bigelli ve diğer. (2014), Yasmin ve Rashid (2019) ve Sánchez-Vidal ve diğer. (2020) ise ardışık iki yıl olarak belirlemişlerdir.

Bu çalışmada finansal muhafazakarlığın tespitinde firmaların kaldıraç düzeylerinden hareket edilmiştir. Firmaların politika tercihlerine göre sınıflandırılmasındaysa, en düşük %25'lik dilim temel alınmış ve kaldıraç düzeyi ardışık üç yıl boyunca en düşük %25'lik dilimde kalan firmalar muhafazakar olarak sınıflandırılmıştır. Gözlemlerdeki çakışmaları önlemek için, Minton ve Wruck (2001) ve Iona ve diğer. (2004)'in çalışmalarında olduğu gibi, araştırma dönemi birbiriyle çakışmayan üçer yıllık panellere ayrılmıştır. Aşağıdaki tabloda her bir panele ilişkin sınıflandırma sonuçları ve politika tercihlerine göre firmaların dağılımı yer almaktadır.

Tablo 5. Muhafazakar ve Muhafazakar Olmayan Firmaların Dağılımı

Ardışık üç yıl boyunca yıllık kaldıraç oranı en düşük %25'lik dilimde yer alan firmalar muhafazakar olarak sınıflandırılmıştır. Bu koşulu sağlamayan firmalarsa, muhafazakar olmayan firmalar olarak kabul edilmiştir. Sürekliliği sağlamak için araştırma dönemi birbiriyle çakışmayan, üçer yıllık panellere bölünmüştür: 2005-2007, 2008-2010, 2011-2013, 2014-2016, 2017-2019.

	2005-2007	2008-2010	2011-2013	2014-2016	2017-2019
Muhafazakar Firma Sayısı	20	24	23	22	22
Muhafazakar Olmayan Firma Sayısı	99	95	96	97	96
Muhafazakar Firmaların Oranı	16.81%	20.17%	19.33%	18.49%	18.64%

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere; muhafazakar firmaların toplam içerisindeki oranı araştırmanın ilk üç yıllık döneminde %16,81 iken, küresel finansal krizin yaşandığı sonraki üç yıllık periyotta önemli ölçüde artarak %20,17'ye ulaşmıştır. Takip eden dönemlerde bu oran yavaş yavaş azalmaya başlamış; ancak son üç yıllık dönemde tekrar artmıştır. Araştırma dönemi bir bütün olarak değerlendirildiğinde, muhafazakar firmaların toplam içerisindeki payı %18,69 olarak hesaplanmaktadır. Bu oran göz önüne alındığında, araştırma dönemi boyunca yaklaşık olarak her beş firmadan birinin muhafazakar bir finansman politikası tercih ettiği görülmektedir.

4.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Muhafazakar firmaların belirlenmesinde süreklilik koşulunu sağlamak için üçer yıllık paneller kullanıldığından, tanımlayıcı istatistiklere ilişkin analizlerde de firmaya özgü değişkenlerin üçer yıllık ortalamaları kullanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda niceliksel nitelikteki firmaya özgü açıklayıcı değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

Tablo 6. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo her bir değişken için gözlem sayısı (Obs.), ortalama (Mean), standart sapma (Std. Dev.), minimum (Min.) ve maksimum (Max.) değerleri göstermektedir.

Değişkenler	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.
Kaldıraç Düzeyi	594	.453	.228	.012	1.195
Nakit Rezervleri	594	.103	.106	.001	.678
Karlılık	594	.085	.103	-.736	.581
Kar Dağıtımı	594	.039	.051	0	.343
Büyüme Potansiyeli	594	2.261	2.919	.327	39.158
Amortismanlar ve İtfa Payları	594	.034	.021	0	.194
Firma Büyüklüğü	594	19.808	1.723	15.59	25.36
Firma Yaşı*	594	40.751	15.085	6	108

(*) Tanımlayıcı istatistikler oluşturulurken gerçek firma yaşları kullanılmıştır.

Tablodan da görüleceği üzere; araştırma konusu firmaların kaldıraç oranı %1,2 ile %119,5 arasında değişmekte; bir başka deyişle bazı firmalar neredeyse hiç borç kullanmazken, bazı firmalar özkaynaklarının negatif olması nedeniyle varlıklarını tamamiyle borçla finanse etmektedirler. Araştırma dönemindeki ortalama kaldıraç oranı %45,3 olarak hesaplanmış olup; bu oran, firmaların borç kullanma konusundaki isteksizliğini göstermektedir. Buna karşılık; araştırma konusu firmaların ortalama nakit rezervleri ile karlılık düzeyinin oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Dahası; bazı firmalarda nakit rezervlerinin toplam varlıklara oranı %67,8 düzeyinde iken, bazı firmalar toplam varlıklarının %58,1'ine tekabül eden bir karlılığa sahiptir.

Firma büyüklüğüne ilişkin minimum ve maksimum değerler dikkate alındığında, araştırma konusu firmaların ortalama olarak büyük firmalar olduğu görülmektedir. Yine; bazı firmalar oldukça yüksek büyüme potansiyeline sahipken, bazı firmalar toplam varlıklarının %34,3'üne tekabül eden oranlarda temettü ödemektedirler. Bununla birlikte; firmaların amortisman ve itfa paylarının toplam varlıklara oranı ortalama %3,4 düzeylerinde olup; sırasıyla %10,3 ve %8,5 olarak hesaplanan nakit rezervleri ve karlılık ortalaması ile karşılaştırıldığında oldukça düşük olduğu görülmektedir. Ancak; ortalama firma yaşı dikkate alındığında bu oran makul bir düzeydedir. Zira firma yaşı arttıkça, amortisman ve itfa paylarının toplam varlıklara oranı azalacaktır.

Firmaya özgü açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere; bazı değişkenler arasında anlamlı korelasyonlar bulunmaktadır. Bu nedenle çoklu korelasyon sorunu olup olmadığını kontrol etmek için, her bir değişkenin varyans şişkinlik faktörü (VIF) hesaplanmış ve son sütuna eklenmiştir. Genellikle 10'un üzerindeki VIF değerleri çoklu korelasyon sorununa işaret etmekle birlikte; logistik regresyon gibi modeller için, 2,5'i aşan seviyeler kaygı verici olarak kabul edilmektedir (Midi, Sarkar ve Rana, 2013). Ancak; hesaplanan VIF değerlerinin tamamı 2,5'ten küçüktür. Dolayısıyla; değişkenler arasında çoklu korelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Tablo 7. Pearson Kolerasyon Matrisi ve Varyans Şişkinlik Faktörü (VIF)

Tablo sürekli açıklayıcı değişkenler arasındaki Pearson korelasyon katsayıları ve her bir değişkene ilişkin varyans şişkinlik faktörü (VIF) değerlerini göstermektedir.

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	VIF
(1) Nakit Rezervleri	1.000							1.27
(2) Karlılık	0.424*	1.000						1.92
(3) Kar Dağıtımı	0.379*	0.624*	1.000					1.74
(4) Büyüme Potansiyeli	0.103*	0.084*	0.161*	1.000				1.08
(5) Amortismanlar ve İtfa Payları	0.025	0.209*	0.098*	0.210*	1.000			1.11
(6) Firma Büyüklüğü	0.062	0.169*	0.030	-0.052	-0.053	1.000		1.16
(7) Firma Yaşı	0.018	0.113*	0.107*	0.023	-0.013	0.317*	1.000	1.13

**** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1*

4.3. Muhafazakar ve Muhafazakar Olmayan Firmaların Karşılaştırılması

Muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmaların karşılaştırılmasında, t-test kullanılarak firmaya özgü niceliksel değişkenler açısından ortalamalar arasındaki farkların anlamlı olup olmadığına bakılmıştır. Ortalamalar arasındaki farklara ilişkin t-test sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere; büyüme potansiyeli, amortismanlar ve itfa payları ve yaş değişkenlerine ilişkin t değerleri anlamlı değildir. Dolayısıyla; muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmalar arasında bu değişkenler açısından anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır. Buna karşılık; muhafazakar firmaların nakit rezervleri, karlılık, kar dağıtımı ve büyüklük açısından muhafazakar olmayan firmalardan önemli ölçüde farklı olduğu görülmektedir. Elde edilen sonuçlar, muhafazakar firmaların muhafazakar olmayan firmalara nazaran daha fazla likit varlığa sahip olduklarını, karlılık düzeylerinin daha yüksek olduğunu ve daha çok kar dağıtımı yaptıklarını ortaya

koymaktadır. Firma büyüklüğüne ilişkin sonuçlarsa, muhafazakar bir finansman politikası benimseyen firmaların diğer firmalardan daha küçük olduğunu göstermektedir.

Tablo 8. Ortalamalar Arasındaki Farklara İlişkin t-test Sonuçları

Tablo firmaya özgü faktörlerin muhafazakar (C) ve muhafazakar olmayan firmalar (NC) açısından karşılaştırılmasını içeren t-test sonuçlarını göstermektedir. Tabloda her bir açıklayıcı değişkenin muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmalar açısından gözlem sayısı (Obs.), ortalaması (Mean), ortalamalar arasındaki fark (Dif.), standart hata (St. Err.), t ve ρ değerleri yer almaktadır.

Değişkenler	Obs. (NC)	Obs. (C)	Mean (NC)	Mean (C)	Dif.	St. Err.	t value	p value
Nakit Rezervleri	483	111	.088	.168	-.079	.011	-7.4***	0
Karlılık	483	111	.073	.139	-.065	.011	-6.2***	0
Kar Dağıtımı	483	111	.032	.072	-.04	.005	-7.75***	0
Büyüme Potansiyeli	483	111	2.316	2.023	.293	.308	.95	.341
Amortismanlar ve İtfa Payları	483	111	.035	.033	.002	.003	.8	.42
Firma Büyüklüğü	483	111	19.985	19.035	.95	.177	5.35***	0
Firma Yaşı	483	111	3.644	3.574	.07	.044	1.6	.108

**** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1*

Önceki çalışmaların bulgularıyla karşılaştırıldığında; nakit rezervleri, karlılık ve kar dağıtımına ilişkin sonuçların muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmaların bulgularıyla uyumlu olduğu görülmektedir (Örn., Minton ve Wruck, 2001; Iona ve diğer., 2004; Devos ve diğer., 2012; Bessler ve diğer., 2013; Strebulaev ve Yang, 2013; Bigelli ve diğer., 2014; Ferrão ve diğer., 2016; Huang ve diğer., 2017; El Ghoul ve diğer., 2018; Morais ve diğer., 2020). Yine; muhafazakar finansman politikasını benimseyen firmaların diğer firmalara nazaran daha küçük oldukları yönündeki bulgular da önceki çalışmaların bulgularını destekler niteliktedir (Örn., Minton ve Wruck, 2001; Iona ve diğer., 2004; Byoun ve Xu, 2013; Dang, 2013; Strebulaev ve Yang, 2013; Huang ve diğer., 2017; El Ghoul ve diğer., 2018; Yasmin ve Rashid, 2019; Ebrahimi ve diğer., 2020; Sánchez-Vidal ve diğer., 2020).

İstatiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilememiş olmakla birlikte; elde edilen sonuçlar muhafazakar olmayan firmaların, muhafazakar bir finansman politikası benimseyen firmalara nazaran, daha yüksek büyüme potansiyeline sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Bu yönüyle elde edilen bulgular, gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik çalışma bulgularından farklılık arz etmektedir (Örn., Minton ve Wruck 2001; Iona ve diğer., 2004; Dang, 2009; Devos ve diğer., 2012; Bessler ve diğer., 2013; Strebulaev ve Yang, 2013; Bigelli ve diğer., 2014; El Ghoul ve diğer., 2018; Ebrahimi ve diğer., 2020;

Morais ve diğer., 2020; Sánchez-Vidal ve diğer., 2020). Bununla birlikte; ulaşılan sonuçlar Huang ve diğer. (2017)'in sıfır kaldıraçlı finansman politikasıyla ilgili olarak Çin şirketlerine, Yasmin ve Rashid (2019)'in muhafazakar finansman politikasıyla ilgili olarak Pakistan şirketlerine yönelik araştırmalarında elde ettikleri bulgularla uyumludur.

Borç dışı vergi kalkanlarını temsil eden amortismanlar ve itfa payları açısından bakıldığında, muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmalar arasında anlamlı bir farklılık görülmemektedir. Bu sonuç, borç dışı vergi kalkanları ile muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı bir finansman politikası benimseme olasılığı arasında genel olarak anlamlı bir ilişki tespit eden önceki çalışmaların bulgularıyla çelişmektedir (Örn., Yasmin ve Rashid, 2019; Dang, 2009; Bessler ve diğer., 2013; Dang, 2013; Morais ve diğer., 2020). Ancak; bu durumun araştırma konusu firmaların karakteristik özelliklerinden kaynaklanıyor olması da mümkündür. Bir önceki bölümde yer alan Tablo 6'dan da görüleceği üzere; araştırma konusu firmaların yaş ortalaması 40'ın üzerinde olup; firmalar yaşlandıkça amortisman ve itfa paylarının toplam varlıklara oranının azalması olağan bir durumdur.

Yine; firma yaşı açısından da muhafazakar finansman politikası uygulayan firmalar ile diğer firmalar arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır. Her ne kadar Strebulaev ve Yang (2013)'ın Amerikan şirketlerine, Yasmin ve Rashid (2019)'in Pakistan şirketlerine yönelik analizleri aksi sonuçlar ortaya koysa da muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalarda çoğğunlukla muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmalar arasında yaş açısından anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir (Örn., Dang, 2009; Devos ve diğer., 2012; Bessler ve diğer., 2013; Dang, 2013; Bigelli ve diğer., 2014; Ferrão ve diğer., 2016; Sánchez-Vidal ve diğer., 2020). Dolayısıyla; firma yaşı açısından da Türk şirketlerine ilişkin bulgular, önceki çalışmalarda ulaşılan yaygın sonuçlardan farklılık arz etmektedir.

4.4. Firmaya Özgü Faktörlerin Etkisi

Bağımlı değişkene ilişkin iki ayrı olasılığın söz konusu olduğu durumlarda logistik panel regresyon modellerinin kullanılması bireysel heterojenlik sorununun aşılmasını sağlar. Ancak; bu modellere ilişkin standart maksimum olabilirlik tahmin edicileri zaman boyutu (T) sabiken, birimlere ilişkin gözlemleri ifade eden kesitsel boyut (N) arttıkça tutarsız sonuçlar verir (Kwak, Martin ve Woolridge, 2018). Başka bir deyişle, standart maksimum olabilirlik yöntemiyle sabit etkili logit modelin parametreleri tahmin edilirken, (T) sabitken kesit birimlerinin sayısı (N) yüksek olduğundan parametreler tutarsız olacaktır. Çünkü

kesitsel boyut genişledikçe, birimlere ilişkin gözlemlenemeyen etkilerin sayısı artar. Bu sorun *"tesadüfü parametre sorunu"*[20] olarak adlandırılmaktadır. Koşullu sabit etkili logistik panel model kullanılarak bu sorunun üstesinden gelmek mümkündür. Ancak; genel kabul görmüş varsayımlar altında tutarlı sonuçlar vermekle birlikte, bu modelle sabit veya kısmi etkiler tahmin edilemez (Stammann, Heiss ve McFadden, 2016). Dahası; zamanla değişmeyen (zaman-sabit) açıklayıcı değişkenler de tahminde kaybolur. Bu sorunu gidermek için, her bir birim için bir kukla değişken oluşturularak koşulsuz sabit etkiler modeli standart logistik panel tahmincisi olarak kullanılabilir. Ancak; bu model de (T) küçük olduğunda tesadüfü parametre sorunu nedeniyle yanlı sonuçlar verebilmektedir.

Yukarıda belirtildiği üzere; muhafazakar firmalar belirlenirken birbiriyle çakışmayan üçer yıllık paneller oluşturulmuş olup; panellerdeki gözlemler birbirinden bağımsızdır. Bununla birlikte; üçer yıllık panellerin herhangi birinde muhafazakar finansman politikası benimsemiş olan bir firmanın, takip eden panellerde de bu politikayı benimsemiş olma zorunluluğu bulunmamaktadır. Öte yandan; araştırma konusu firma sayısıyla karşılaştırıldığında oluşturulan panel sayısı oldukça küçüktür. Bu nedenle analizlerde, Minton ve Wruck (2001)'ın çalışmasında olduğu gibi, havuzlanmış logistik regresyon modelinin kullanılması uygun görülmüştür. Daha önce de ifade edildiği üzere; muhafazakar firmaların belirlenmesinde süreklilik koşulunu sağlamak için üçer yıllık paneller kullanıldığından, analizlerde firmaya özgü değişkenlerin üçer yıllık ortalamaları kullanılmıştır. Sektöre ve zamana göre değişmeyen faktörlerin etkisini ölçmek için de zaman-sabit ve sektör-sabit etkiler modele dahil edilmiştir.

Firmaya özgü değişkenlerin muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığı üzerindeki etkisine yönelik logistik regresyon sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Tabloda Model (1)' e ilişkin sonuçlar zaman ve sektör-sabit etkiler dikkate alınmadan yapılan regresyon sonuçlarını göstermekte olup; bu etkiler kukla değişkenlerle Model (2)'ye dahil edilmiştir.

[20] "incidental parameter problem"

Tablo 9. Firmaya Özgü Faktörlere İlişkin Logistik Regresyon Sonuçları

Tablo muhafazakar finansman politikası uygulayan firmalar için 1 değerini alan bağımlı değişkenin gösterge olarak kullanıldığı havuzlanmış logistik regresyon sonuçlarını göstermektedir. Model (1)'de zaman ve sektör-sabit etkiler dikkate alınmamıştır. Bu etkiler kukla değişkenlerle Model (2)'ye dahil edilmiştir. Sağlamlık standartlarını karşılamak için, değişen varyans ve otokorelasyon sorununu dikkate alan düzeltişmiş hata terimleri kullanılmıştır.

Değişkenler	Model(1)	Model(2)
Nakit Rezervleri	4.231***	4.570***
	(1.227)	(1.761)
Karlılık	4.283**	4.208**
	(1.731)	(2.031)
Kar Dağıtımı	10.29***	14.13***
	(2.929)	(4.173)
Büyüme Potansiyeli	-0.275**	-0.326**
	(0.128)	(0.165)
Amortismanlar ve İtfa Payları	-10.03	-7.304
	(7.048)	(5.575)
Firma Büyüklüğü	-0.484***	-0.559***
	(0.0819)	(0.0950)
Firma Yaşı	-0.251	-0.471
	(0.307)	(0.494)
DSahiplikYoğunlaşması	0.762***	0.711**
	(0.267)	(0.283)
Constant	7.832***	9.322***
	(1.785)	(2.188)
Observations	594	574
R-squared	0.228	0.284
Industry Fixed Effect	No	Yes
Time Fixed Effect	No	Yes
Log Lik	-220.8	-201.9

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere; katsayılarda bazı ufak değişimler olmakla birlikte, anlamlılık açısından her iki model de aynı sonuçları vermektedir. Bu da sonuçların sağlamlık standartlarını karşıladığını göstermektedir. Dahası; elde edilen sonuçlar, Tablo 8'de yer alan muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmaların karşılaştırılmasına ilişkin t-test sonuçlarıyla da oldukça tutarlıdır. Diğer taraftan; iki modelin sonuçları arasında anlamlılık yönünden bir farklılık olmaması, faaliyet gösterilen sektörün muhafazakar

finansman politikasının benimsenmesinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Bu durum, sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmalarda yaygın olarak ulaşılan sonuçlarla uyuşmamakla birlikte; Minton ve Wruck (2001)'ın muhafazakar finansman politikasının faaliyet gösterilen sektörden bağımsız bir olgu olduğu yönündeki bulgularını desteklemektedir.

Ulaşılan sonuçlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde; nakit rezervleri ve karlılık düzeyi yüksek olan, diğer firmalara nazaran daha çok temettü ödemesi yapan firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığının daha yüksek olduğu görülmektedir. Yine; sahiplik yoğunlaşması arttıkça, firmaların bu politikayı benimseme olasılığı da artmaktadır. Ancak; katsayıların büyüklüğü göz önüne alındığında, Türk şirketlerinin politika tercihlerinin temel belirleyicilerinin nakit rezervleri, karlılık ve temettü ödemeleri olduğu anlaşılmaktadır. Buna karşılık; büyüme potansiyeli ve firma büyüklüğü arttıkça, şirketlerin muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı azalmaktadır. Borç dışı vergi kalkanlarını temsil eden amortismanlar ve itfa payları ile firma yaşına ilişkin sonuçlarsa, bu değişkenlerin politika tercihi üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığını göstermektedir.

Her bir faktör itibariyle ulaşılan sonuçların, temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleri ve önceki çalışmaların bulguları karşısındaki durumu ile muhafazakar finansman politikası üzerindeki etkilerine yönelik beklentilerimizle uyumluluğuna ilişkin değerlendirmeler aşağıda yer almaktadır.

4.4.1. Nakit rezervleri

Analiz sonuçları, nakit rezervleri ile muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığı arasında son derece önemli ve pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle; nakit rezervlerinin düzeyi arttıkça, firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılıkları artmaktadır.

Ulaşılan sonuçlar, dengeleme teorisi ve finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleriyle uyumlu olmasının yanı sıra önceki çalışmaların bulgularıyla da örtüşmektedir. Tespit edilen pozitif ilişki, nakit rezervlerinin düzeyi arttıkça borçlanma ihtiyacının azalacağı ve dolayısıyla muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığının artacağı yönündeki beklentilerimizi de doğrulamaktadır.

4.4.2. Karlılık

Karlılık düzeyine ilişkin sonuçlar, firma karlılığı ile muhafazakar bir finansman politikasının benimsenme olasılığı arasında oldukça anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır. Katsayıların büyüklüğü dikkate alındığında; karlılık düzeyinin, muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı üzerinde nakit rezervleriyle yaklaşık olarak aynı oranda etkili olduğu görülmektedir. Nakit rezervlerinin düzeyinin temelde firma karlılığına bağlı olduğu gerçeği göz önüne alındığında bu sonuç oldukça makuldür.

Temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleri açısından değerlendirildiğinde, ulaşılan sonuçların finansman hiyerarşisi teorisiyle uyumlu olduğu görülmektedir. Elde edilen sonuçlar, önceki çalışmaların bulgularıyla tutarlı olmasının yanı sıra karlılık düzeyi ile muhafazakar bir finansman politikasının benimsenme olasılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olacağı yönündeki tahminlerimizle de uyumludur.

4.4.3. Kar dağıtımı

Kar dağıtımı ile ilgili sonuçlar, temettü ödemeleri ile muhafazakar bir finansman politikasının benimsenme olasılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Katsayılar açısından bakıldığında; temettü ödemelerinin muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı üzerindeki etkisinin, nakit rezervleri ve karlılık düzeyinin etkisinden daha yüksek olduğu görülmektedir.

Ulaşılan sonuçlar, finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleri ile tezatlık teşkil etse de vekalet teorisiyle uyumludur. Yine; tespit edilen pozitif yönlü ilişki beklentilerimizin aksi yönde olsa da Bigelli ve diğer. (2014) ve Yasmin ve Rashid (2019)'in muhafazakar finansman politikası; Dang (2009), Devos ve diğer. (2012), Byoun ve Xu (2013), Strebulaev ve Yang (2013), El Ghoul ve diğer. (2018) ve Morais ve diğer. (2020)'in sıfır veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan şirketlere yönelik bulgularıyla uyumludur.

Bütün bunlar birlikte değerlendirildiğinde; muhafazakar firmaların dış finansmana ihtiyaç duyduklarında borç kullanmak yerine sermaye artırımı yapma yoluna gittikleri; faaliyetleri sonucu elde ettikleri fonları da faiz ödemeleri yoluyla borç verenlere transfer etmek yerine, düzenli temettü ödemeleri vasıtasıyla ortaklarına aktarmayı tercih ettikleri sonucuna ulaşılmaktadır. Böyle bir temettü politikası, bir taraftan yüksek nakit rezervleri ve karlılık düzeyi dolayısıyla ortaya çıkabilecek temsilci sorunlarını ve maliyetlerini

hafifletirken, bir taraftan da firmanın sermaye artırımı yoluyla finansman sağlamasını kolaylaştıracaktır (Byoun ve Xu, 2013).

Daha önce de ifade edildiği üzere; uluslararası düzeyde yapılan çalışmalar gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin çoğunlukla özsermaye ağırlıklı bir finansman yapısı tercih ettiklerini göstermektedir. Araştırma konusu şirketlerin finansman tercihlerine ilişkin bulgular da bu tespiti destekler niteliktedir. Bu yönüyle, elde edilen bulgular her ne kadar klasik finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleri ile uyuşmasa da Myers (1984)'ın "modifiye edilmiş finansman hiyerarşisi" olarak adlandırdığı duruma uygundur. Diğer taraftan; gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren firmalara yönelik çalışmalar da küçük ölçekli firmaların dış finansman ihtiyacı söz konusu olduğunda çoğunlukla hisse senedi ihracı yoluyla finansmana ağırlık verdiklerini ortaya koymaktadır (Örn., Gaud ve diğer., 2007; Dang, 2009; Frank ve Goyal, 2009; Devos ve diğer., 2012; Bessler ve diğer., 2013; Byoun ve Xu, 2013; Dang, 2013; Strebulaev ve Yang, 2013; Ferrão ve diğer., 2016; Bilgin, 2019; Ebrahimi ve diğer., 2020; Morais ve diğer., 2020).

4.4.4. Büyüme potansiyeli

Katsayıların büyüklüğü dikkate alındığında, diğer anlamlı değişkenlerinki kadar güçlü bir etki tespit edilememiş olmamakla birlikte; sonuçlar büyüme potansiyeli ile muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bir başka deyişle, büyüme potansiyeli arttıkça firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılıkları azalmaktadır.

Saptanan bu ters yönlü ilişki, finansman hiyerarşisi ve vekalet teorisinin öngörüleriyle uyumlu olmakla birlikte; dengeleme teorisinin öngörüleri ile uyuşmamaktadır. Yine; muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finanasman politikası uygulayan şirketlere yönelik çalışmalarda yaygın olarak ulaşılan pozitif yönlü ilişkiyle de uyumsuzdur. Ancak; Yasmin ve Rashid (2019)'in Pakistan firmalarına yönelik çalışmalarında ulaştıkları sonuçları destekler niteliktedir.

Öte yandan; Sayılgan ve diğer. (2006), Mandaci (2009), Bayrakdaroğlu ve diğer. (2013), Köksal ve diğer. (2013), Acaravcı (2015), Akpınar (2016), Cansız ve Sayılgan (2017) ve Kalash (2019) da Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine yönelik araştırmalarında büyüme potansiyeli arttıkça, firmaların daha fazla borç kullanma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir.

4.4.5. Borç dışı vergi kalkanları

Her ne kadar katsayıların büyüklüğü ve işareti güçlü bir negatif etkiye işaret etse de amortisman ve itfa payları ile ilgili sonuçlar, borç dışı vergi kalkanlarının düzeyi ile muhafazakar bir finansman politikasının benimsenme olasılığı arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını göstermektedir.

Anlamlı bir ilişki kuralamaması, gerek temel sermaye yapısı teorilerinin öngörüleriyle gerekse de önceki çalışmaların bulgularıyla uyuşmamaktadır. Buna karşılık; ulaşılan sonuçlar Tablo 8'de yer alan, amortismanlar ve itfa paylarının düzeyi açısından muhafazakar ve muhafazakar firmalar arasında anlamlı bir farklılık olmadığını gösteren t-test sonuçları ile uyumludur. Daha önce de ifade edildiği üzere; bu durum araştırma konusu firmaların yaş ortalamasından kaynaklanabilir ki firma yaşı arttıkça amortismanlar ve itfa paylarının toplam varlıklar içerisindeki payı azalmaktadır. Bununla birlikte; her ne kadar çoğu çalışma aksi yönde sonuçlar ortaya koysa da Acaravcı (2015) ve Basti ve Bayyurt (2019) da Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine ilişkin analizlerinde, borç dışı vergi kalkanları ile kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki kuramamışlardır. Ancak; bahse konu çalışmalarda ulaşılan sonuçların neden kaynaklanmış olabileceğine ilişkin bir açıklama yapılmamıştır.

4.4.6. Firma büyüklüğü

Elde edilen sonuçlar, firma büyüklüğü arttıkça muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığının azaldığını; dolayısıyla, ikisi arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu ters yönlü ilişki, vekalet teorisi ve dengeleme teorisinin öngörüleri ile uyumlu olmakla birlikte; finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleriyle çelişmektedir. Buna karşılık; ulaşılan sonuçlar, hem beklentilerimizle hem de muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasıyla ilgili mevcut çalışma bulgularıyla uyumludur. Öte yandan; ilgili bölümde örnekleri verildiği üzere, gerek diğer ülkelerde gerekse Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı tercihlerine yönelik çalışmalar genel olarak firma büyüklüğü ile borç düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

Kısacası; her ne kadar tespit edilen katsayılar büyüklük olarak beklenenden daha zayıf etkiye işaret etse de küçük firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılıklarının, büyük firmalardan daha yüksek olduğu görülmektedir.

4.4.7. Firma yaşı

Firma yaşı ile muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı arasında anlamlı bir ilişki kurulamamıştır. Bu sonuç, Strebulaev ve Yang (2013) ve Yasmin ve Rashid (2019)'in muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan firmalar ile bu politikayı benimsemeyen firmalar arasında yaş açısından anlamlı bir farklılık olmadığı yönündeki bulgularıyla uyumludur. Bununla birlikte; gerek Tablo 8'de yer alan t-test sonuçları gerekse de logistik regresyon sonucunda tespit edilen negatif işaretli katsayılar, muhafazakar firmaların bu politikayı benimsemeyen firmalardan daha genç olduklarını göstermektedir. Bu yönüyle ulaşılan sonuçlar; Dang (2009), Devos ve diğer. (2012), Bessler ve diğer. (2013), Dang (2013), Bigelli ve diğer. (2014), Ferrão ve diğer. (2016) ve Ebrahimi ve diğer. (2020)'in genç firmaların muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı bir finansman politikası benimsemeye daha çok eğilimli oldukları yönündeki bulgularını desteklemektedir. Diğer taraftan; Akpınar (2016) da Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihlerine ilişkin çalışmasında firma yaşı ile kaldıraç seviyesi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

4.4.8. Sahiplik yoğunlaşması

Şirket hisselerinin yarısından fazlasının belli bir kişi veya gruba ait olmasını ifade eden kukla değişkene ilişkin sonuçlar, sahiplik yoğunlaşması ile muhafazakar finansman bir politikasının benimsenme olasılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Tespit edilen bu ilişki, vekalet teorisinin öngörüleri ve sahiplik yoğunlaşmasının muhafazakar bir finansman politikası olasılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olacağı yönündeki beklentilerimizle uyumludur. Bunun yanı sıra, Iona ve diğer. (2004), Strebulaev ve Yang (2013), El Ghoul ve diğer. (2018) ve Yasmin ve Rashid (2019)'in sahiplik yoğunlaşması yüksek olan firmaların muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı bir finansman politikası benimsemeye daha yatkın oldukları yönündeki bulgularını desteklemektedir. Yine; Mandaci (2009), Sayılgan ve Sayman (2012) ve Uyar ve Guzelyurt (2015)'un sahiplik yoğunlaşması arttıkça, Türk şirketlerinin borç kullanma eğilimlerinin azaldığını ortaya koyan bulgularıyla da uyumludur.

Ancak; katsayıların büyüklüğü göz önüne alındığında, sahiplik yoğunlaşmasının muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı üzerinde nakit rezervleri, karlılık ve temettü dağıtımı kadar etkili olmadığı görülmektedir.

4.5. Makroekonomik Faktörlerin Etkisi

Daha önce de ifade edildiği üzere; Türkiye ekonomisi genel itibariyle periyodik krizler ve ardından gelen toparlanma dönemlerinden oluşan bir döngüye sahiptir. Bu döngü araştırma döneminde de kendini göstermektedir. İkinci bölümde yer alan makroekonomik gelişmelerden ve Tablo 4'te yer alan oranlardan da anlaşılacağı üzere; araştırma dönemi boyunca kredi arzında istikrarlı bir artış olmakla birlikte; ekonomik büyüme, enflasyon, faiz oranları ve döviz kurlarının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

Gerek ülkemizde gerekse diğer ülkelerde yapılmış olan amprik çalışmalar, makroekonomik koşulların firmaların genel sermaye yapısı tercihlerinin yanı sıra muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik tercihlerinde de önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte; mevcut ampirik bulgular makroekonomik koşullardaki gelişmelerin firmalar üzerindeki etkisinin aynı olmadığını, firmaya özgü faktörlere bağlı olarak firmadan firmaya farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Aşağıdaki tabloda, araştırmada kullanılan makroekonomik değişkenler ile firmaya özgü faktörler arasındaki korelasyon katsayıları yer almaktadır.

Tablo 10. Firmaya Özgü Faktörler ile Makroekonomik Değişkenlere İlişkin Pearson Kolerasyon Matrisi

Tablo kaldıraç düzeyi de dahil olmak üzere, firmaya özgü faktörler ile araştırmada kullanılan makroekonomik değişkenler arasındaki Pearson korelasyon katsayılarını göstermektedir.

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) Kaldıraç Düzeyi	1.000												
(2) Nakit Rezervleri	-0.215*	1.000											
(3) Karlılık	-0.397*	0.345*	1.000										
(4) Kar Dağıtımı	-0.264*	0.283*	0.461*	1.000									
(5) Büyüme Potansiyeli	0.177*	0.054*	0.050*	0.101*	1.000								
(6) Amortismanlar ve İtfa Payları	0.036	0.024	0.169*	0.064*	0.152*	1.000							
(7) Firma Büyüklüğü	0.252*	0.057*	0.144*	0.022	-0.038	-0.056*	1.000						
(8) Firma Yaşı	0.127*	0.017	0.092*	0.086*	0.019	-0.015	0.317*	1.000					
(9) Ekonomik Büyüme	-0.021	-0.010	0.098*	0.134*	0.033	-0.009	-0.025	-0.026	1.000				
(10) Faiz Oranları	-0.129*	-0.007	0.066*	-0.005	-0.072*	0.175*	-0.189*	-0.232*	-0.080*	1.000			
(11) Enflasyon	0.159*	0.004	-0.103*	-0.121*	-0.004	-0.068*	0.169*	0.149*	-0.282*	0.095*	1.000		
(12) Kredi Arzı	0.206*	0.003	-0.097*	-0.029	0.055*	-0.222*	0.261*	0.294*	0.043	-0.851*	0.334*	1.000	
(13) Döviz Kurları	-0.123*	0.001	0.068*	0.001	0.016	0.128*	-0.110*	-0.121*	-0.046	0.148*	-0.177*	-0.422*	1.000

*** *p<0.01*, ** *p<0.05*, * *p<0.1*

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere; sonuçlar kaldıraç düzeyi ile nakit rezervleri, karlılık ve kar dağıtımı arasında anlamlı ve negatif yönlü; büyüme potansiyeli, firma büyüklüğü ve firma yaşı arasındaysa pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Buna karşılık; borç dışı vergi kalkanlarını temsil eden amortismanlar ve itfa payları ile kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu yönüyle ulaşılan sonuçlar, firmaya özgü faktörlerin muhafazakar finansman politikası üzerindeki etkisine yönelik olarak şu ana kadar elde etmiş olduğumuz bulguları destekler niteliktedir.

Makroekonomik değişkenler açısından bakıldığında; ekonomik büyüme ile kaldıraç düzeyi arasında anlamlı bir ilişki bulunmamakla birlikte, faiz oranları ve döviz kurlarındaki artışın kaldıraç düzeyini negatif yönlü, enflasyon ve kredi arzının ise pozitif yönlü etkilediği görülmektedir. Bununla birlikte; makroekonomik değişkenlerin sadece kaldıraç düzeyi üzerinde değil, genel itibariyle nakit rezervleri haricindeki diğer firmaya özgü faktörler üzerinde de anlamlı bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Makroekonomik koşulların muhafazakar bir finansman politikasının benimsenme olasılığı üzerindeki etkisini ölçmek için, firmaya özgü değişkenlerin yanı sıra makroekonomik değişkenleri de içeren yeni bir model oluşturulmuştur. Başlangıçta, firmaya özgü değişkenlere ilişkin analizlerde olduğu gibi, makroekonomik değişkenler de üçer yıllık ortalamaları alınarak analize tabi tutulmuştur. Ancak; bu şekilde yapılan analizlerde makroekonomik değişkenlerle muhafazakar finansman politikası benimseme olasılığı arasında anlamlı bir ilişki kurulamamıştır. Bu nedenle, analiz yönteminde değişikliğe gidilmiş ve makroekonomik koşullardaki değişikliklerin etkisini daha iyi kavrayabilmek için, birbiriyle çakışmayan üçer yıllık paneller kullanmak yerine, tüm değişkenler yıllık bazda analize tabi tutulmuştur. Yine; firmaya özgü faktörlere yönelik analizlerde olduğu gibi, sektöre ve zamana göre değişmeyen faktörlerin etkisini ölçmek iki ayrı model oluşturulmuştur. Her iki modele ilişkin logistik regresyon sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablodan da görüleceği üzere; her iki model de anlamlılık ve katsayıların işareti açısından benzer sonuçlar içermekte olup; bu durum, sonuçların sağlamlık standartlarını karşıladığını göstermektedir. Bununla birlikte; değişkenler yıllık bazda analize tabi tutulduğunda firmaya özgü değişkenlerin tamamının anlamlı hale geldiği görülmektedir. Ancak; tespit edilen katsayılara ilişkin işaretler, hem beklentilerimizle hem de Tablo 9'da yer alan, birbiriyle çakışmayan üçer yıllık paneller kullanılarak yapılan regresyon sonuçlarıyla uyumdur.

Tablo 11. Makroekonomik Faktörlere İlişkin Logistik Regresyon Sonuçları

Tabloda firmaya özgü faktörlerle birlikte makroekonomik faktörlerin etkisine yönelik regresyon sonuçları yer almaktadır. Makroekonomik faktörlerin etkisini daha iyi kavrayabilmek için, hem firmaya özgü değişkenler hem de makroekonomik faktörler yıllık bazda analize tabi tutulmuştur. Model (1)'de zaman ve sektör-sabit etkiler dikkate alınmamıştır. Bu etkiler, kukla değişkenlerle Model (2)'ye dahil edilmiştir. Sağlamlık standartlarını karşılamak için, değişen varyans ve otokorelasyon sorununu dikkate alan düzeltilmiş hata terimleri kullanılmıştır.

Değişkenler	Model(1)	Model(2)
Nakit Rezervleri	3.189***	3.556***
	(0.695)	(0.856)
Karılık	5.898***	5.741***
	(0.850)	(0.922)
Temettü Ödemesi	7.428***	10.16***
	(1.322)	(1.744)
Büyüme Potansiyeli	-0.298***	-0.316***
	(0.0681)	(0.0770)
Amortismanlar ve İtfa Payları	-6.712**	-6.113*
	(3.249)	(3.308)
Firma Büyüklüğü	-0.602***	-0.638***
	(0.0473)	(0.0526)
Firma Yaşı	-0.456***	-0.453**
	(0.169)	(0.223)
DSahiplikYoğunlaşması	0.488***	0.339**
	(0.140)	(0.142)
Ekonomik Büyüme	-0.0151	0.0305
	(0.0182)	(0.105)
Faiz Oranları	-0.0489	0.0185
	(0.0406)	(0.126)
Enflasyon	0.107**	0.0670
	(0.0499)	(0.0900)
Kredi Arzı	0.000438	0.0533
	(0.0171)	(0.0769)
Döviz Kurları	-0.000806	0.0617
	(0.00949)	(0.0779)
Constant	11.36***	8.356
	(1.471)	(6.042)
Observations	1,779	1,719
R-squared	0.227	0.257
Industry Fixed Effect	No	Yes
Year Fixed Effect	No	Yes
Log Lik	-775.3	-731.8

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Analiz sonuçları, firmaya özgü faktörlerin aksine, makroekonomik faktörlerin muhafazakar bir finansman politikasının benimsenme olasılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir.[21] Sadece zaman ve sektör-sabit etkilerin dikkate alınmadığı Model (1)'e ilişkin sonuçlarda enflasyon açısından anlamlı bir etki saptanmıştır. Bu durumun, ülkemizde uzun yıllar boyunca hakim olan yüksek enflasyonun etkisiyle, ekonomik aktörlerin enflasyona karşı aşırı duyarlı olmasından kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir. Ancak; tespit edilen katsayı göz önüne alındığında, enflasyonun etkisinin de oldukça zayıf olduğu görülmektedir.

Önceki bölümde ayrıntılı olarak açıklandığı üzere; gerek muhafazakar ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalar gerekse de sermaye yapısı tercihlerine yönelik araştırmalar, makroekonomik faktörlerin firmaların finansman tercihlerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu yönüyle elde edilen sonuçlar, hem beklentilerimizle hem de önceki çalışmaların bulgularıyla uyuşmamaktadır.

Bununla birlikte; Türk ekonomisinin kırılgan ve sürekli kriz üreten yapısı dikkate alındığında, elde edilen sonuçların olağandışı olarak değerlendirilmesi doğru olmayacaktır. Daha önce de ifade edildiği üzere; belirsizliğin hakim olduğu ekonomik ortamlarda, hem yöneticiler hem de hissedarlar iflas riskine karşı daha hassastır ve bu koşullar altında borçtan daha az riskli gördükleri sermayeyi tercih edeceklerdir. Bu eğilim, hem vekalet teorisinin hem de modifiye edilmiş finansman teorisinin öngörüleriyle uyumludur. Diğer taraftan; ekonomik krizlerin firmalar üzerindeki etkilerine yönelik çalışmalar da yüksek borç düzeyine sahip firmaların krizden daha çok etkilendiğini; kriz sonrasında da diğer firmalara nazaran daha uzun bir toparlanma sürecinden geçtiğini göstermektedir (Bezemer ve Zhang, 2019; akt. Sánchez-Vidal ve diğer., 2020). Buna karşılık; Machokoto ve diğer. (2020)'in analizleri muhafazakar finansman politikasının, ekonomik daralma dönemlerinde etkin bir risk yönetimi için iyi bir stratejik araç olduğunu; bu politikayı uygulayan firmaların kriz dönemlerinde, diğer firmalara nazaran, daha az şoka maruz kaldıklarını ve daha az değer kaybettiklerini ortaya koymaktadır.

[21] Yıllık bazda yapılan analizlerde de anlamlı sonuçlar elde edilememesi üzerine alternatif yöntemler denenmiştir. İlk olarak; makroekonomik koşullardaki değişikliklerin politika tercihine gecikmeli olarak etki edebileceği düşüncesiyle, makroekonomik değişkenler modele "lag"li olarak dahil edilmiştir. Ancak; anlamlı bir sonuç elde edilememiştir. Alternatif olarak; araştırma döneminde en çok dalgalanma gösteren değişken olan reel döviz kurlarındaki değişimden hareket edilmiş ve Türk Lirası'nın aşırı değer kaybettiği dönemler için 1, diğer dönemler için 0 değerini alan bir kukla değişken oluşturulmuştur. Bu şekilde yapılan analizlerde de makroekonomik değişkenler ile muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Tüm bunlar dikkate alındığında; her ne kadar makroekonomik koşulların doğrudan bir etkisi saptanamamış olsa da Türk ekonomisinin istikrarsız yapısı, firmaların muhafazakar bir finansman politikası benimsemelerinin ve bu politikayı sürdürmelerinin altında yatan ana nedenlerden biri olarak değerlendirilmektedir.

4.6. Polika Tercihlerindeki Değişiklikler ve Etkili Olan Faktörler

Bu kısımda, firmaların muhafazakar ve muhafazakar olmayan finansman politikasına yönelik tercihlerinde zaman içerisinde ne tür değişikliklerin meydana geldiği ve bu değişikliklerin neden kaynaklandığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Kullanılan analiz teknikleri ve ulaşılan sonuçlar aşağıda açıklanmıştır.

4.6.1. Polika tercihlerinde meydana gelen değişiklikler

Mevcut çalışmalar incelendiğinde; muhafazakar finansman politikasının devamlılığını ve politika tercihlerindeki değişikliklerin nedenlerini araştıran çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Örneğin; Minton ve Wruck (2001) Amerikan şirketlerine ilişkin analizlerinde, bu politikanın sürekli olarak uygulanan bir politika olmadığını; muhafazakar firmaların nakit rezervleri ve içsel olarak yaratılan nakit akımları göreli olarak yüksek, isteğe bağlı harcamaları düşük olduğu müddetçe bu politikayı sürdürmeye devam ettiklerini; ancak nakit akımları azaldıkça ve yatırım harcamaları arttıkça bu politikayı terk ederek borç düzeylerini yükselttiklerini tespit etmişlerdir. Yapmış oldukları analizler, sadece muhafazakar finansman politikası uygulayan firmaların değil; muhafazakar olmayan firmaların da nakit rezervlerinin düzeyi, nakit akımları ve yatırım gereksinimlerine bağlı olarak politika tercihlerinde zaman içerisinde değişikliğe gittiklerini ve muhafazakar bir finansman politikasına geçiş yaptıklarını ortaya koymaktadır. Ferrão ve diğer. (2016) de düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan Amerikan şirketlerine yönelik analizlerinde benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Yasmin ve Rashid (2019)'in Pakistan şirketlerine yönelik analizleri ise; politika tercihinin nakit akımları, karlılık düzeyi ve yatırım gereksinimlerinin yanı sıra işletme riskine ve makroekonomik koşullara bağlı olarak zaman içerisinde değişiklik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Buna karşılık; Bigelli ve diğer. (2014) İtalyan şirketlerine yönelik çalışmalarında, politika değişikliğinin firmaların nakit akımları ve yatırım gereksinimlerinin yanı sıra temettü ödemelerine de bağlı olduğunu; firmaların bir önceki döneme nazaran daha fazla temettü ödemeye karar verdiklerinde bu politikayı terk ettiklerini; ancak bir bütün olarak bakıldığında muhafazakar firmaların bu politikayı sürdürmekte oldukça ısrarcı olduklarını saptamışlardır. Benzer şekilde; DeAngelo ve Roll

(2015)'un Amerikan şirketlerinin sermaye yapısındaki değişiklikleri inceleyen ve elli yıldan fazla bir zaman dilimini kapsayan çalışmaları da düşük kaldıraçlı firmaların, kaldıraç seviyelerini uzun yıllar boyunca düşük tutmaya devam ettiklerini göstermektedir.

Sıfır veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikasına yönelik çalışmalar da politika tercihinin devamlılığı konusunda çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin; Bessler ve diğer. (2013) yirmi farklı gelişmiş ülkede faaliyet gösteren ve çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan şirketlere yönelik analizlerinde, bu politikanın sürekli bir politika olmadığını; firmaların borçlanma kapasitesine, kısıtlılık düzeyine ve yatırım ihtiyaçlarına bağlı olarak politika tercihlerinin zaman içerisinde değişkenlik gösterdiğini saptamışlardır. Buna karşılık; Strebulaev ve Yang (2013)'ın Amerikan şirketlerine yönelik analizleri, sıfır veya çok düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan firmaların bu politikayı izleyen yıllarda da sürdürme eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadır. Dang (2013)'ın Birleşik Krallık'ta faaliyet gösteren şirketlere ilişkin analizleri de benzer bir eğilime işaret etmektedir.

Muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmaların dağılımını içeren Tablo 5'te de görüldüğü üzere; muhafazakar finansman politikasını benimseyen firmaların örneklem içerisindeki oranı araştırma dönemi boyunca dalgalı bir seyir izlemektedir. İlk üç yıllık dönemde bu oran %17 dolaylarında iken, takip eden üç yıllık dönemde keskin bir artış göstererek %20'nin üzerine çıkmış; ancak sonraki dönemlerde yavaş yavaş azalmış, son üç yıllık dönemdeyse tekrar yükselmiştir. Bu durum, muhafazakar finansman politikasını benimseyen firmaların yanı sıra muhafazakar olmayan firmaların da zaman içerisinde politika tercihlerinde değişiklik yaptıklarını göstermektedir.

Politika tercihindeki değişiklikleri ve bu değişikliklerin nedenlerini belirlemek için, Minton ve Wruck (2001)'ın yöntemine benzer bir analiz yöntemi kullanılmıştır. Bu çerçevede; araştırma dönemi ilk üç yıllık panelin geçiş öncesi dönemi temsil ettiği, sonraki üç yıllık panelinse geçiş dönemi olarak kabul edildiği, birbiriyle çakışmayan altı yıllık panellere bölünmüştür. Geçiş öncesi dönemde muhafazakar finansman politikası uygulayan bir firma, geçiş döneminde muhafazakar olmayan bir finansman politikası uygulamışsa; bu durum, muhafazakar politikanın terk edilmesi olarak tanımlanmıştır. Buna karşılık; geçiş öncesi dönemde muhafazakar olmayan bir firma, geçiş döneminde muhafazakar bir finansman politikası benimsemişse; bu durum, muhafazakar politikaya geçiş olarak kabul edilmiştir. Aşağıdaki tablo, muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmaların politika tercihlerinde zaman içinde meydana gelen değişiklikleri göstermektedir.

Tablo 12. Politika Tercihindeki Değişiklikler

Tablo politika tercihinde zaman içerisinde meydana gelen değişiklikleri göstermektedir. Bir firma önceki dönemde muhafazakar olarak sınıflandırılmışken, geçiş döneminde muhafazakar finansman politikası uygulamıyorsa; bu durum, muhafazakar politikanın terk edilmesi olarak tanımlanmıştır. Aksine; bir firma önceki dönemde muhafazakar finansman politikası uygulamıyorken, geçiş döneminde bu politikayı benimsemişse; bu durum, muhafazakar finansman politikasına geçiş olarak kabul edilmiştir.

Panel A: Muhafazakar Finansman Politikasının Terk Edilmesi	
Geçiş Öncesi Dönemde Muhafazakar Finansman Politikası Uygulayan Firmaların Oranı	18.53%
Geçiş Döneminde Muhafazakar Finansman Politikasını Terk Eden Firmaların Oranı	22.73%
Geçiş Döneminde Muhafazakar Finansman Politikası Sürdüren Firmaların Oranı	77.27%
Muhafazakar Finansman Politikasını Terk Eden Firmaların Geçiş Öncesi Dönemdeki Kaldıraç Oranlarının Ortalaması/Medyanı	0.141/0.152
Muhafazakar Finansman Politikasını Terk Eden Firmaların Geçiş Dönemindeki Kaldıraç Oranlarının Ortalaması/Medyanı	0.293/0.296
Ortalama ve Medyanlardaki Fark	$0.152^{***}/0.144^{***}$
Panel B: Muhafazakar Finansman Politikasına Geçiş	
Geçiş Öncesi Dönemde Muhafazakar Olmayan Firmaların Oranı	81.47%
Geçiş Döneminde Muhafazakar Finansman Politikası Benimseyen Firmaların Oranı	5.94%
Geçiş Döneminde Muhafazakar Olmayan Finansman Politikasını Sürdüren Firmaların Oranı	94.06%
Muhafazakar Finansman Politikasını Benimseyen Firmaların Geçiş Öncesi Dönemdeki Kaldıraç Oranlarının Ortalaması/Medyanı	0.297/0.258
Muhafazakar Finansman Politikasını Benimseyen Firmaların Geçiş Dönemindeki Kaldıraç Oranlarının Ortalaması/Medyanı	0.179/0.175
Ortalama ve Medyanlardaki Fark	$-0.118^{***}/-0.083^{***}$

Panel A'da görüldüğü üzere; muhafazakar firmaların %77,27'si takip eden dönemde de muhafazakar bir finansman politikası uygulamaya devam etmişken; geri kalan firmalar bu politikayı terk etmiştir. Muhafazakar finansman politikasını terk eden firmaların geçiş öncesi dönemde ortalama kaldıraç düzeyi %14 dolaylarında iken; bu politikayı terk ettikten sonra iki kattan fazla artış göstererek %29,3'e ulaşmıştır. Ancak; araştırmaya dahil firmaların ortalama kaldıraç oranının %45,3 olduğu dikkate alındığında, muhafazakar firmaların bu politikayı terk etseler de diğer firmalara nazaran daha düşük kaldıraçlı bir finansman politikası uygulamaya devam ettikleri anlaşılmaktadır.

Panel B'de görüldüğü üzere; geçiş öncesi dönemde muhafazakar olmayan firmaların sadece %5,94'ü geçiş döneminde muhafazakar finansman politikasını benimsemiş; geçiş öncesi dönemde ortalama %29,7 olan kaldıraç düzeyleri bu politikayı benimsedikten sonra

%17,9'a kadar düşmüştür. Ancak; %45,3 olan ortalama kaldıraç oranıyla karşılaştırıldığında, sonradan muhafazakar finansman politikasına geçiş yapan bu firmaların kaldıraç oranlarının geçiş öncesi dönemde de ortalamanın altında olduğu görülmektedir.

Elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde; muhafazakar firmaların %20'den fazlası takip eden dönemlerde bu politikayı terk ederken, muhafazakar olmayan firmaların muhafazakar finansman politikasına geçiş konusunda daha az istekli oldukları anlaşılmaktadır. Bununla birlikte; muhafazakar finansman politikasını terk eden firmaların sonraki dönemlerde kaldıraç seviyeleri yükselmekle birlikte; ortalama kaldıraç oranları, sonradan bu politikayı benimseyen firmaların geçiş öncesi ortalama kaldıraç oranlarını aşmamakta, hatta aynı seviyelerde seyretmektedir.

4.6.2. Polika değişikliklerinde etkili olan faktörler

Politika değişikliklerinde hangi faktörlerin etkili olduğunu belirlemek için yine iki ayrı model oluşturulmuştur. İlk modelde, önceki dönemde muhafazakar olmayan firmaların geçiş döneminde muhafazakar bir finansman politikası benimsemeleri halinde bağımlı değişken 1, aksi takdirde 0 değerini almaktadır. İkinci modelde ise; muhafazakar finansman politikası uygulayan firmaların geçiş döneminde bu politikayı terk etmeleri halinde bağımlı değişken 1, aksi takdirde 0 değerini almaktadır. Oluşturulan paneller birbiriyle çakışmadığından; yine Minton ve Wruck (2001)'ın çalışmasında olduğu gibi, analizlerde havuzlanmış logistik regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Öte yandan; bir önceki kısımda yapılan analizler, makroekonomik faktörlerin muhafazakar finansman politikasının benimsenmesinde doğrudan bir etkiye sahip olmadığını ortaya koymaktadır. Bu nedenle, politika tercihi değişikliklerine etki eden faktörlere yönelik analizler firmaya özgü değişkenler kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Muhafazakar ve muhafazakar olmayan firmaların politika tercihlerinde değişikliğe gitmesine neden olan faktörlere ilişkin logistik regresyon sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 13. Politika Değişikliğinde Etliki Olan Faktörler

Tabloda politika değişikliğine etki eden faktörlerin belirlenmesinde kullanılan iki farklı logistik regresyon modeline ilişkin sonuçlar yer almaktadır. İlk modelde, önceki dönemde muhafazakar olmayan firmaların geçiş döneminde bu politikayı benimsemesi halinde bağımlı değişken 1, aksi halde 0 değerini almaktadır. İkinci modelde ise; muhafazakar olan firmaların geçiş döneminde bu politikayı terk etmesi halinde bağımlı değişken 1, aksi durumda 0 değerinin almaktadır. Her bir değişkenin politika değişikliği olasılığı üzerindeki etkisi de tabloda ayrıca gösterilmiştir. Sağlamlık standartlarını karşılamak için, değişen varyans ve otokorelasyona sorununu dikkate alan düzeltişmiş hata terimleri kullanılmıştır.

Değişkenler	Muhafazakar Politikaya Geçiş	Olasılıktaki Marjinal Değişim	Muhafazakar Politikanın Terk Edilmesi	Olasılıktaki Marjinal Değişim
Nakit Rezervleri	1.042	0.0217	-5.216	-0.747
	(2.571)		(4.670)	
Karlılık	18.25***	0.380	7.148*	1.024
	(5.119)		(4.282)	
Temettü Dağıtımı	-7.476	-0.155	-19.39***	-2.777
	(6.746)		(7.206)	
Büyüme Potansiyeli	-0.292	-0.00606	0.379	0.0543
	(0.450)		(0.312)	
Amortismanlar ve İtfa Payları	-33.29**	-0.692	1.740	0.249
	(15.86)		(11.83)	
Firma Büyüklüğü	-0.351*	-0.00730	-0.00969	-0.00139
	(0.192)		(0.335)	
Firma Yaşı	-0.262	-0.00546	-0.1000	-0.0143
	(0.668)		(0.825)	
DSahiplik50	1.374**	0.0260	-0.845	-0.139
	(0.643)		(0.658)	
Constant	4.073		0.0412	
	(4.632)		(5.547)	
Observations	387		88	
R-squared	0.255		0.176	
Industry Fixed Effect	Yes		Yes	
Time Fixed Effect	Yes		Yes	
Log Lik	-64.96		-38.87	

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere; karlılık düzeyi muhafazakar olmayan firmaların bu politikaya geçişinde oldukça önemli ve pozitif yönlü bir etkiye sahiptir. Nakit rezervleri açısından anlamlı bir ilişki tespit edilememiş olsa da karlılık düzeyine ilişkin sonuçlar, finansman hiyerarşisi teorisinin öngörülerinin yanı sıra Minton ve Wruck (2001),

Bigelli ve diğer. (2014), Ferrão ve diğer. (2016) ve Yasmin ve Rashid (2019)'in bulgularını desteklemektedir. Bununla birlikte; borç dışı vergi kalkanlarını temsil eden amortismanlar ve itfa paylarının oranı arttıkça firmaların muhafazakar bir finansman politikasına geçiş yapma olasılıklarının azaldığı görülmektedir. Katsayılar dikkate alındığında, borç dışı vergi kalkanlarının negatif etkisi karlılığın pozitif etkisini neredeyse ikiye katlamaktadır. Bu yönüyle elde edilen sonuçlar, bir önceki bölümde yer alan Tablo 9'da gösterilen sonuçlarla uyuşmasa da dengeleme teorisi ve vekalet teorisinin öngörüleri ile tutarlılık arzetmektedir. Daha önce de ifade edildiği üzere; amortisman düzeyinin yüksekliği aynı zamanda firmanın yüksek miktarda maddi duran varlığa sahip olduğunun göstergesidir ve maddi duran varlık düzeyi arttıkça firmaların borçlanma kapasitesi artar. Dolayısıyla; tespit edilen ters yönlü ilişki, Bessler ve diğer. (2013)'in muhafazakar finansman politikasının devamlılığında firmanın borçlanma kapasitenin de etkili olduğu yönündeki iddialarını desteklemektedir. Diğer taraftan; analiz sonuçları firma büyüklüğü ile muhafazakar politikasına geçiş arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu; ancak firma büyüklüğünün etkisinin karlılık ve borç dışı vergi kalkanlarınınki kadar güçlü olmadığını göstermektedir. Buna karşılık; sahiplik yoğunlaşmasının firmaların muhafazakar politikaya geçme eğilimlerini pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Geri kalan faktörlerinse, muhafazakar politikaya geçiş açısından anlamlı bir etkiye sahip olmadığı anlaşılmaktadır.

İkinci modele ilişkin sonuçlar; muhafazakar politikanın terk edilmesinde sadece karlılık ve temettü ödemelerinin anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Firma karlılığına ilişkin sonuçlar incelendiğinde; karlılık düzeyi arttıkça, bazı muhafazakar firmaların bu politikayı terk etme eğiliminde oldukları; ancak karlılığın muhafazakar politikanın terk edilmesi üzerindeki etkisinin, muhafazakar politikaya geçişteki etkisi kadar güçlü olmadığı görülmektedir. Buna karşılık; temettü ödemelerine ilişkin sonuçlar, kar dağıtımın muhafazakar finansman politikasının terk edilmesinde daha önemli ve daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ulaşılan sonuçlara göre; temettü ödemeleri arttıkça, firmaların muhafazakar finansman politikasından vazgeçme olasılığı önemli ölçüde azalmaktadır. Daha önce de ifade edildiği üzere; yüksek ve istikrarlı temettü ödemeleri, gelişmekte olan ülkelerde genel olarak bedava bir finansman kaynağıymış gibi kabul edilen, özsermaye finansmanına erişimi kolaylaştırmaktadır. Bu açıdan bakıldığında; temettü ödemeleri, muhafazakar politikanın sürdürülmesini garanti altına alan önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sonuçlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde; muhafazakar firmaların çoğunluğunun bu politikayı sürdürmekte oldukça ısrarcı olduğu anlaşılmaktadır. Dahası; muhafazakar finansman politikasını terk eden firmalar da politika değişikliği sonrasında düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulamaya devam etmektedirler. Bu yönüyle ulaşılan sonuçlar, Bigelli ve diğer. (2014)'in muhafazakar bir finansman politikası benimseyen İtalyan şirketlerine, DeAngelo ve Roll (2015)'un düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulayan Amerikan şirketlerine yönelik bulgularını desteklemektedir. Politika değişikliğinde etkili olan faktörler açısından bakıldığında; karlılık düzeyi ve sahiplik yoğunlaşması arttıkça, firmaların muhafazakar bir finansman politikasına geçiş yapma olasılıklarının da arttığı; ancak borç dışı vergi kalkanları ve firma büyüklüğünün bu olasılığı azalttığı görülmektedir. Buna karşılık; temettü ödemeleri azaldıkça, muhafazakar firmalar bu politikayı terk etmekte ve kaldıraç düzeylerini yükseltmektedirler.

SONUÇ

Araştırma sonuçları, muhafazakar finansman politikası uygulayan şirketlerin diğer firmalara nazaran daha fazla likit varlığa ve daha yüksek karlılığa sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte; elde edilen bulgular bu politikayı benimseyen şirketlerin, beklentilerin aksine, diğer firmalardan daha çok kar dağıtımı yaptıkları ve daha yüksek temettü ödediklerini göstermektedir.

Firmaya özgü faktörlerin etkisine yönelik bulgular, nakit rezervlerinin ve karlılık düzeyinin muhafazakar bir finansman politikasının benimsenmesinde oldukça önemli ve güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle elde edilen bulgular, dengeleme teorisi ve finansman hiyerarşisi teorilerinin öngörüleriyle uyumlu olmasının yanı sıra hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik araştırmalarda ulaşılan sonuçları da desteklemektedir. Bununla birlikte; beklenenin aksine, temettü ödemelerinin de muhafazakar finansman politikasının benimsenme olasılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Önceki çalışmalarda da temettü ödemelerinin muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Tespit edilen bu pozitif yönlü ilişki, her ne kadar dengeleme teorisinin ve finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleriyle çelişmekte ise de vekalet teorisinin ve modifiye edilmiş finansman hiyerarşisi teorisinin öngörüleriyle uyumludur. Analiz sonuçları; firma ölçeği ve büyüme potansiyeli arttıkça, Türk şirketlerinin muhafazakar bir finansman politikası benimseme olasılıklarının azaldığını göstermektedir. Bu sonuçlar, her ne kadar önceki çalışmaların, özellikle de gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere ilişkin araştırmaların bulgularıyla çelişse de finansman hiyerarşisi teorisi ve vekalet teorisin öngörüleriyle uyumludur. Borç dışı vergi kalkanlarını temsil eden amortismanlar ve itfa paylarının ise; politika tercihi üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Bu yönüyle elde edilen sonuçlar, dengeleme teorisinin öngörülerinin yanı sıra borç dışı vergi kalkanlarının muhafazakar veya çok düşük kaldıraçlı bir finansman politikasının benimsenmesinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu yönündeki yaygın çalışma bulgularıyla uyuşmamaktadır. Buna karşılık; Türk şirketlerinde oldukça yaygın olan sahiplik yoğunlaşmasının, muhafazakar bir finansman politikasının benimsenmesinde pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Tespit edilen bu pozitif yönlü etki, kurucu ortaklar veya aile üyelerinden oluşan büyük hissedarların, bağımsızlıklarını sürdürme ve şirket faaliyetleri üzerindeki kontrollerini devam ettirme konusuna oldukça önem verdiklerini göstermektedir.

Makroekonomik faktörlerin etkisini yönelik bulgularsa, şaşırtıcı sonuçlar ortaya koymaktadır. Gerek gelişmiş ekonomilerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yönelik araştırmalarda ulaşılan sonuçların aksine; bu çalışmada elde edilen bulgular, makroekonomik koşulların muhafazakar veya muhafazakar olmayan bir finansman politikasının benimsenmesine yönelik politika tercihlerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir. Ancak; Türk ekonomisinin kırılgan ve sürekli kriz üreten yapısı dikkate alındığında, bu sonuçları olağandışı olarak değerlendirmek doğru olmayacaktır. Zira yüksek düzeyde belirsizliğin hakim olduğu ekonomik ortamlarda, olumsuz ekonomik koşulların yarattığı ani şokların etkisini hafifletmesi nedeniyle, muhafazakar finansman politikası etkin bir risk yönetim aracı olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle; her ne kadar makroekonomik faktörlerin doğrudan bir etkisi saptanamamış olsa da Türk ekonomisinin istikrarsız yapısının muhafazakar bir finansman politikasının benimsemesinde etkili olan temel saiklerden biri olabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim yapılan analizler, bu politikayı benimseyen şirketlerin genel olarak izleyen yıllarda da bu politikayı sürdürme eğiliminde olduklarını; sonradan bu politikayı terk eden şirketlerin de düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulamaya devam ettiklerini ortaya koymaktadır.

Politika tercihlerindeki değişikliklere ilişkin bulgular ise; muhafazakar finansman politikası uygulayan şirketlerin büyük çoğunluğunun bu politikayı sürdürmekte ısrarcı olduğunu; başlangıçta muhafazakar bir finansman politikası benimsemişken sonraki dönemlerde bu politikayı terk eden şirketlerin politika değişikliği sonrasında da düşük kaldıraçlı finansman politikası uygulamaya devam ettiklerini ortaya koymaktadır. Politika değişikliğinde etkili olan faktörlere yönelik sonuçlarsa; karlılık düzeyi ve sahiplik yoğunlaşması arttıkça, muhafazakar bir finansman politikasına geçiş yapma olasığının da arttığını; ancak borç dışı vergi kalkanları ve firma büyüklüğünün bu olasılığı azalttığını göstermektedir. Buna karşılık; temettü ödemeleri azaldıkça, muhafazakar finansman politikası uygulayan bazı şirketler bu politikayı terk etmekte ve kaldıraç düzeylerini yükseltmektedirler. Bu politikayı terk eden firmaların politika değişikliği sonrasında kaldıraç seviyeleri yükselmesine rağmen, ortalama kaldıraç düzeyi araştırma konusu şirketlerin ortalama kaldıraç seviyesinin oldukça altında kalmaya devam etmektedir.

Bir bütün olarak değerlendirildiğinde; araştırma kapsamında yapılan analizler ve ulaşılan sonuçlar, Türk şirketlerinin muhafazakar bir finansman politikası tercih etmesinde ve bu politikayı sürdürmesinde etkili olan temel faktörleri açıkça ortaya koymaktadır. Elde edilen bulgular, başlangıçta belirtilen temel araştırma sorularına cevap vermesinin yanı sıra

Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihleriyle ilgili olarak daha önce gözden kaçırılmış olan ve üzerinde durulmayan önemli olgulara da dikkat çekmektedir. Bu yönüyle araştırma, Türk şirketlerinin sermaye yapısı tercihleriyle ilgili olarak yıllardır yapılagelen çalışmalara ve bu konudaki tartışmalara yeni bir boyut getirmektedir. Dahası; sürekli krizlerin ve yüksek düzeyde belirsizliğin hakim olduğu bir ekonomik ortamda faaliyet gösteren şirketlerin politika tercihlerine ve finansman davranışlarına ilişkin bulgular sunması nedeniyle, yapılan çalışmanın global literatüre de katkı sağlayacak potansiyele sahip olduğu düşünülmektedir.

Bununla birlikte; araştırma kapsamındaki firma sayısının diğer ülkelerde, özellikle de gelişmiş ülkelerde, yapılan çalışmalara nazaran oldukça az olması nedeniyle ulaşılan sonuçlarının dikkatle yorumlanması gerekmektedir. Bu bağlamda; ileride yapılması muhtemel çalışmalarda, borsaya kayıtlı olmayan şirketleri de içerecek şekilde araştırma kapsamının genişletilmesi daha uygun olacaktır. Muhafazakar finansman politikasının, performans üzerindeki etkilerinin ayrıca araştırılmasının daha faydalı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

Acaravcı, S. K. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues, 5*(1), 158-171. 19 Eylül 2019, https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/362981

Akcay, Ü. ve Güngen, A. R. (2019). The Making of Turkey's 2018-2019 Economic Crisis. Working Paper, No. 120/2019, Berlin Institute for International Political Economy (IPE), Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, 30 Ekim 2021, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/200182/1/1667890263.pdf

Akpınar, O. (2016). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Research Journal of Finance and Accounting, 7*(8), 99-105. 19 Eylül 2019, https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/362981

Almeida, H. ve Philippon, T. (2007). The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. *The Journal of Finance, 62*(6), 2557-2586. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01286.x

Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance, 39*(4), 1067-1089. doi:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03893.x

Altuntaş, S. T. (2017). Türk İmalat Sanayii İşletmelerinin Sermaye Yapılarındaki Değişimleri Etkileyen Mikro Ve Makro Faktörler. *Ulakbilge, 5*(11), 621-635. doi:10.7816/ulakbilge-05-11-06

Andrade, G. ve Kaplan, S. N. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *The Journal of Finance, 53*(5), 1443-1493. doi:10.1111/0022-1082.00062

Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance, 14*(4), 431-445. doi:10.1016/j.jcorpfin.2008.05.003

Avcı, E. (2016). Capital Structure And Firm Performance: An Application On Manufacturing Industry. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 38*(1), 15-30. doi:10.14780/iibd.81334

Baker, H. K., Kilincarslan, B. ve Arsal, A. H. (2018). Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal, 35*(2018), 43-57. doi:10.1016/j.gfj.2017.04.002

Baldemir, E. ve Süslü, B. (2008). Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 23*(2), 259-268. 15 Mayıs 2020, https://dergipark.org.tr/tr/pub/deuiibfd/issue/22740/242709

Bank, S. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarında Yönetsel İrrasyonalite Açılımı: Geleneksel Teorilerden Farklılaşan Davranışsal Bir Bakış Açısı. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi, 53*(617), 55-71. 27 Nisan 2022, https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/787935

Bandyopadhyay, A. ve Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performancein India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 61*(2016), 160-172. doi: 10.1016/j.qref.2016.01.004

Basti, E. ve Bayyurt, N. (2019). Factors Affecting Capital Structure Choice: New Evidence From Turkish Non-Financial Listed Companies. *Journal of Business, Economics and Finance, 8*(1), 53-70. doi:10.17261/Pressacademia.2019.1015

Bayrakdaroğlu, A., Ege, İ. ve Yazıcı N. (2013). A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: Empirical Results from Turkish Capital Market. *International Journal of Economics and Finance, 5*(4), 131-140. doi:10.5539/ijef.v5n4p131

Berger, A. N. ve Bonaccorsi di Patti, E. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance, 30*(4), 1065–1102. doi: 10.1016/j.jbankfin.2005.05.015

Berk, J. ve DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (Third Edition), Boston: Pearson.

Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R. ve Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance, 23*(2013), 196-221. doi:10.2139/ssrn.2034353

Bigelli, A., Martín-Ugedo, J. F. ve Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of Business Research, 67*(11), 2419-2427. doi:10.1016/j.jbusres.2014.02.009

Bilgin, R. (2019). Relative Importance of Country and Firm-Specific Determinants of Capital Structure: A Multilevel Approach. Prague Economic Papers, University of Economics, Prague 2019, doi:10.18267/j.pep.700

Bitler, M. P., Moskowitz, T. J. ve Vissing-Jørgensen, A. (2005). Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth. *The Journal of Finance, 60*(2), 539-576. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00739.x

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. ve Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance, 56*(1), 87-130. doi:10.1111/0022-1082.00320

Bopkin, G. A. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: Evidence from emerging market economies. *Studies in Economics and Finance, 26*(2), 129-142. doi:10.1108/10867370910963055

Bradley, M., Jarrell, G. A. Jarrell ve Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. The Journal of Financial Economics, 39(3), 857-878. doi:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x

Brennan, M. J. ve Schwartz, E. S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. *The Journal of Business, 51*(1), 103-114. doi:10.1142/9789814759595_0007

Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance* (Second Edition), Cambridge: Cambridge University Press.

Byoun, S. ve Xu, Z. (2013). Why Do Some Firms Go Debt Free?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 42*(2013), 1-38. doi:10.2139/ssrn.891346

Cansız, S. ve Sayılgan, G. (2017). Sermaye Yapısı Teorilerinin Reel Sektör Firmaları Özelinde Test Edilmesi. *Verimlilik Dergisi, 2*(2017), 135-161. 4 Eylül 2019, https://dergipark.org.tr/tr/pub/verimlilik/issue/28664/306350

Cevheroglu-Acar, M. G. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Management and Sustainability, 8*(1), 31-45. doi:10.5539/jms.v8n1p31

Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research, 57*(2004), 1341-1351. doi: 10.1016/S0148-2963(03)00070-5

Cinel, E. A. (2018). Türkiye Ekonomisinin Kırılgan Yapısı. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Soyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 10*(23), 57-66. doi:10.20875/makusobed.397302

Cronqvist, H. ve Fahlenbrach, R. (2009). Large Shareholders and Corporate Policies. *The Review of Financial Studies, 22*(10), 3941–3976. doi:10.1093/rfs/hhn093

Crutchley, C. E. ve Hansen, R. S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management, 18*(4), 36-46. doi: 10.2307/3665795

Çıtak, L. ve Ersoy, E. (2012). The Determinants of Corporate Debt Ratio: An Empirical Analysis on Turkish Corporations. *International Research Journal of Finance and Economics, 95*(2012), 151-162. 30 Temmuz 2017, https://ssrn.com/abstract=2669428

Dang, V. A. (2009). An Empirical Analysis of Zero-Leverage and Ultra-Low Leverage Firms: Some UK Evidence. Working Paper No 584, University of Manchester, Manchester Business School, Manchester. 3 Eylül 2019, http://hdl.handle.net/10419/50708

Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis, 30*(2013), 189-202. doi:10.1016/j.irfa.2013.08.007

Darrough, M. N. ve Stoughton, N. M. (1986). Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure. *The Journal of Finance, 41*(2), 501-513. doi:10.1111/j.1540-6261.1986.tb05051.x

Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance, 40*(12), 1190-1206. doi:10.1108/MF-10-2013-0275

de Jong, A., Kabir, R. ve Nguyen, T.T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance, 32*(2008), 1954-1969. doi:10.1016/j.jbankfin.2007.12.034

DeAngelo, H. ve Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Financial Economics, 8*(1), 3-29. doi: 10.1016/0304-405X(80)90019-7

DeAngelo, H. ve Roll, R. (2015). How Stable Are Corporate Capital Structures?. *The Journal of Finance, 70*(1), 373-418. doi:10.1111/jofi.12163

DeAngelo, H., DeAngelo, L. ve Stulz, R. M. (2004). Dividend Policy, Agency Costs and Earned Equity. Working Paper No:10599, National Bureau Of Economic Research, Cambridge. doi:10.3386/w10599. 17 Ağustos 2021, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10599/w10599.pdf

Delcoure, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance, 16*(3), 400-415. doi:10.1016/j.iref.2005.03.005

Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M. ve Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered?. *Journal of Corporate Finance, 18*(3), 664-682. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.03.003

Dinçergök, B. (2017). Sermaye Yapısı Kararlarında Firma Büyüklüğünün Rolü: BIST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama. *Journal of Business Research Turk, 9*(2), 89-109. doi:10.20491/isarder.2017.263

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

Dudley, E. (2007). Testing Models of Dynamic Trade Off Theory. *SSRN Electronic Journal*, Nowember 2007. doi:10.2139/ssrn.1030119

Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *Conference on Research in Business Finance*, 1952, 215-262, National Bureau of Economic Research (NBER). 27 Nisan 2022, https://www.nber.org/system/files/chapters/c4790/c4790.pdf

Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review, 74*(4), 650-659. 2 Eylül 2019, https://www.jstor.org/stable/1805130

Ebrahimi, T., Gupta, J. ve Ozkan, A. (2020). Supply-side factors, CEO overconfidence, and zero-leverage policy. *International Jurnal of Finance & Economics, 25*(4), 547-564. doi:10.1002/ijfe.1765

El Ghoul, S. , Guedhami, O., Kwok, C. ve Zheng, X. (2018). Zero-Leverage Puzzle: An International Comparison. *Review of Finance, 22*(3), 1063-1120. doi:10.1093/rof/rfw065

Fama, E. F. ve French, K. R. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies, 15*(1), 1-33. doi:10.1093/rfs/15.1.1

Fama, E. F. ve Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics, 26*(2), 301-325. doi:10.2139/ssrn.94034

Fan, J. P. H., Titman, S. ve Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial And Quantitative Analysis, 47*(1), 23-56. doi:10.1017/S0022109011000597

Faulkender, M. ve Petersen, M. A. (2006). Does the Source of Capital Affect Capital Structure?. *The Review of Financial Studies, 19*(1), 45-79. doi: 10.1093/rfs/hhj003

Ferrão, J., Curto, J. D. ve Gama, A. P. (2016). Low-leverage policy dynamics: An empirical analysis. *Review of Accounting and Finance, 15*(4), 463-483. doi:10.1108/RAF-09-2015-0135

Fischer, E. O., Heinkel, R. ve Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance, 44*(1), 19-40. doi: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x

Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics, 67*(2), 217-248. doi:10.1016/S0304-405X(02)00252-0

Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?. *Financial Management, 38*(1), 1-37. doi:10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Gaud, P. Hoesli, M. ve Bender, A. (2007). Debt-equity choice in Europe. *International Review of Financial Analysis, 16*(3), 201-222. doi:10.1016/j.irfa.2006.08.003

Gottardo, P. ve Moisello, A. M. (2016). High and Low Leverage Choices: Some Evidence from Private Firms. *Modern Economy, 7*(3), 276-289. doi:10.4236/me.2016.73030

Graham, J. R. (1996). Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics, 41*(1), 41-73. doi: 10.1016/0304-405X(95)00857-B

Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt?. *The Journal of Finance, 55*(5), 1901-1942. doi:10.1111/0022-1082.00277

Graham, J. R. ve Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics, 60*(2-3), 187-243. doi:10.1016/S0304-405X(01)00044-7

Gujarati, D. N. ve Porter, D. C. (2020). *Temel Ekonometri* (Beşinci Basımdan Çeviri) (Şenesen, Ü. ve Şenesen, G. G., Çev.), İstanbul: Literatür Yayıncılık (Orijinal çalışma basım tarihi 2009).

Gülşen, A. Z. ve Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde yer alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 8*(15), 49-59. 2 Eylül 2019, https://dergipark.org.tr/tr/pub/ijmeb/issue/54849/751071

Güner, A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. Procedia Economics and Finance 38 (2016), 84-89. doi:10.1016/S2212-5671(16)30180-0

Güveyi, N. (2017). Anglo-Sakson Hukuk Sistemi Ve Kara Avrupası Hukuk Sistemi Boyutuyla Ekonomik İdare Hukuku Üzerine Bazı Düşünceler. Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 21(1), 83-122. 19 Eylül 2021, https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/788966

Hailegebreal, D. ve Wang, M. (2018). Determinants of Capital Structure of African Firms: A Categorical Analysis. *European Journal of Business and Management, 10*(1), 1-14. 16 Ekim 2021, https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/40598

Hillier, D., Grinblatt, M. ve Titman, S. (2008). *Financial Markets and Corporate Strategy* (European Edition). Berkshire: McGraw-Hill.

Hirshleifer, J. (1966). Investment Decisions Under Uncertainty: Application of the State-Preference Approach. *The Quarterly Journal of Economics, 80*(2), 252-277. doi:10.2307/1880692

Hovakimian, A., Opler, T. ve Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 36*(1), 1-24. doi:10.2307/2676195

Huang, R ve Ritter, J. R. (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44*(2), 237-271. doi:10.1017/S0022109009090152

Huang, Z., Li, W. ve Gao, W. (2017). Why do firms choose zero-leverage policy? *Evidence from China. Applied Economics, 49*(28), 2736-2748. doi:10.1080/00036846.2016.1245845

Iona, A., Leonida, L. ve Ozkan A. (2004). Determinant of Financial Conservatism: Evidence from Low-Leverage and Cash-Rich UK firms. Discussion Paper, No. 2004/1, Department of Economics and Related Studies, University of York, 2 Ocak 2017, https://www.york.ac.uk/media/economics/documents/discussionpapers/2004/0401.pdf

Isik, O. ve Soykan, M. E. (2013). Large Shareholders and Firm Performance: Evidence from Turkey. European Scientific Journal, 9(25), 23-37. doi:10.19044/esj.2013.v9n25p%25p

Jensen, M. C. ve Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review, 76*(2), 323-329. doi:10.2139/ssrn.99580

Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review, September-October 1989* (Revised 1997), 14 Eylül 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149

Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance, 48*(3), 831-880. doi:10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x

Jermias, J. ve Yigit, F. (2019). Factors affecting leverage during a financial crisis: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review, 19*(2),171-185. doi:10.1016/j.bir.2018.07.002

Kalash, İ. (2019). Testing the pecking order model of corporate leverage: An empirical investigation of Turkish firms. *International Journal of Social Sciences and Education Research, 5*(1), 8-15. doi:10.24289/ijsser.478243

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (2005). *TMS 27 Bireysel ve Konsolide Finansal Tablolar* (17.12.2005 tarih ve 26026 sayılı Resmi Gazete).

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (2005). *TMS 28 İştirakler ve İş Ortaklıklarındaki Yatırımlar*, (27.12.2005 tarih ve 26036 sayılı Resmi Gazete).

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (2011). *TFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar* (28.10.2011 tarih ve 28098 sayılı Resmi Gazete).

Karacaer, S., Temiz, H. ve Gulec, O. F. (2016). Determinants of Capital Structure: An Application on Manufacturing Firms in Borsa Istanbul. *International Academic Journal of Accounting and Financial Management, 3*(2), 47-59. 30 Temmuz 2017, https://www.researchgate.net/publication/312069395_Determinants_of_Capital_Structure_An_Application_on_Manufacturing_Firms_in_Borsa_Istanbul

Kim, E. H. (1982). Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance, 37*(2), 301-319. doi:10.1111/J.1540-6261.1982.TB03552.X

King, M. A. (1974). Taxation and the Cost of Capital. *The Review of Economic Studies, 41*(1), 21-35. doi: 10.2307/2296396

Korajczyka, R. A. ve Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial costraints. *Journal of Financial Economics, 68*(1), 75-109. doi:10.1016/S0304-405X(02)00249-0

Korteweg, A. (2010). The Net Benefits to Leverage. *The Journal of Finance, 65*(6), 2137-2170. doi:10.1111/j.1540-6261.2010.01612.x

Kouki, M. ve Said, H. B. (2012). Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data. *International Journal of Business And Management, 7*(1), 214-229. doi:10.5539/ijbm.v7n1p214

Köksal, B., Orman, C. ve Oduncu, A. (2013). Determinants of Capital Structure: Evidence from a Dynamic Emerging Market Economy. SSRN Electronic Journal, February 2013. doi:10.2139/ssrn.2212648

Kraus, A. ve Litzenberger R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. The Journal of Finance, 28(4), 911-922. doi:10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x

Kwak, D.W., Martin, R.S., ve Woolridge, J. M. (2018). The Robustness of Conditional Logit for Binary Response Panel Data Models with Serial Correlation. Working Paper 502, The U.S. Bureau of Labor Statistics. 23 Mart 2020, https://www.bls.gov/osmr/research-papers/2018/ec180020.htm

Kühnhausen, F. ve Stieber, H. W. (2014). Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies. Discussion Paper, No. 2014-38, University of Munich, Department of Economics, Munich. doi:10.2139/ssrn.2410741. 28 Şubat 2021, http://hdl.handle.net/10419/104436

Leland, H. E. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance, 49*(4), 1213-1252. doi:10.1111/j.1540-6261.1994.tb02452.x

Leland, H. E. (1998). Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure. *The Journal of Finance, 53*(4), 1213-1243. doi:10.1111/0022-1082.00051

Machokoto, M., Areneke, G. ve Nyangara, D. (2020). Financial conservatism, firm value and international business risk: Evidence from emerging economies around the global financial crisis. *International Jurnal of Finance & Economics, 26*(3), 4590-4608. doi:10.1002/ijfe.2032

Mak, M. (2013). *The Impact Of Firm Specific Factors On Capital Structure: Empirical Evidence From Turkey (Yayınlanmamış doktora tezi).* Marmara Üniversitesi, İstanbul.

MacKie-Mason, J. K. (1990). Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?. *The Journal of Finance, 45*(5), 1471-1493. doi:10.1111/j.1540-6261.1990.tb03724.x

Mandaci, P. E. (2009). Testing capital structure models for Turkish non-financial firms: the analysis of firm-specific financial factors and agency variables. *Investment Management and Financial Innovations, 6*(1), 231-241. 19 Eylül 2019, https://www.businessperspectives.org/images/pdf/applications/publishing/templates/article/assets/2614/imfi_en_2009_01_cont_Mandaci.pdf

Margaritis, D. ve Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance, 34*(3), 621–632. doi:10.1016/j.jbankfin.2009.08.023

Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance, 37*(1), 121-144. doi:10.1111/j.1540-6261.1982.tb01099.x

Masulis, R. W. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Finance, 38*(1), 107-126. doi:10.1111/j.1540-6261.1983.tb03629.x

Megginson, W. L. (1997). *Corporate Finance Theory*. New York: Addison Wesley Longman, Inc.

Midi, H., Sarkar, S. K., ve Rana, S. (2010). Collinearity diagnostics of binary logistic regression model. *Journal of Interdisciplinary Mathematics, 13*(3), 253-267. doi:10.1080/09720502.2010.10700699

Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance, 32*(2), 261-275. doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x

Minton, B. A. ve Wruck, K. H. (2001). Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms. Working Paper No. 2001-6, Ohio State University, doi:10.2139/ssrn.269608. 29 Ocak 2017, http://www.cob.ohio-state.edu/fin/dice/papers/2001/2001-6.pdf

Modigliani, M. ve Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review, 48*(3), 261-297. 17 Aralık 2019, https://www.jstor.org/stable/1809766

Modigliani, M. ve Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, 53(3), 433-443. 17 Aralık 2019, https://www.jstor.org/stable/1809167

Moh'd, M. A., Perry, L.G. ve Rimbey, J. N. (1995). An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy. *The Financial Review, 30*(2), 367-385. doi:10.1111/j.1540-6288.1995.tb00837.x

Morais, F., Serrasqueirob, Z. ve Ramalho, J. J. S. (2020). The zero-leverage phenomenon: A bivariate probit with partial observability approach. *Research in International Business and Finance, 53*(2020), 1-16. doi:10.1016/j.ribaf.2020.101201

Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Inverstment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics, 13*(2), 187-221. doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance, 39*(3), 575-592. doi:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

Myers, S. C. (1993). Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance, 6*(1), 4-14. doi:10.1111/j.1745-6622.1993.tb00369.x

Myers, S. C. (2001). Capital Structure. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 81-102. doi:10.1257/jep.15.2.81

Orhangazi, O. (2014). Capital Flows and Credit Expansions in Turkey. *Review of Radical Political Economics, 46*(4), 509-516. doi:10.1177/0486613414537993

Orhangazi, O., ve Yeldan, E. (2020). Re-Making of the Turkish Crisis. Working Paper Series No. 504, University of Massachusetts, Political Economy Research Institute Amherst, Massachusetts. 15 Aralık 2020, https://www.peri.umass.edu/publication/item/1254-re-making-of-the-turkish-crisis

Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting, 28*(1-2), 175-198. doi:10.1111/1468-5957.00370

Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important?. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis, 50*(3), 301-323. doi:10.1017/S0022109014000660

Rajan, R. G. ve Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance, 50*(5), 1421-1460. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

Rashid, A. ve Mehmood, H. (2017). Liquidity and Capital Structure: The Case of Pakistani Non-Financial Firms. *Economic Bulletin, 37*(2), 675-685. 30 Temmuz 2017, https://ideas.repec.org/a/ebl/ecbull/eb-16-00669.html

Robichek, A. A. ve Myers, S. C. (1966). Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1*(2), 1-35. doi:10.2307/2329989

Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta And Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Researches, 5*(3), 249-259. doi:10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x

Sacristán-Navarro, M., Gómez-Ansón, S. ve Cabeza-García, L. (2011). Family Ownership and Control, the Presence of Other Large Shareholders, and Firm Performance: Further Evidence. *Family Business Review, 24*(1), 71-93. 10.1177/0894486510396705

Sadeghian, N. S, Latifi, M. M., Soroush, S. ve Aghabagher, Z. T. (2012). Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange

Companies. *International Journal of Economics and Finance; 4*(11), 217-224. doi: 10.5539/ijef.v4n11p217

Sahin, O. (2018). Firm Specific and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Fragile Five Countries. *Eurasian Journal of Business and Economics, 11*(22), 59-81. doi:10.17015/EJBE.2018.022.03

Sánchez-Vidal F. J., Hernández-Roblesa, M. ve Mínguez-Vera, A. (2020). Financial conservatism fosters job creation during economic crises. *Applied Economics, 52*(45), 4913-4926. doi:10.1080/00036846.2020.1751053

Sayılgan, G., Karabacak, H. ve Küçükkocaoğlu, G. (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations, 3*(3), 125-139. 13 Mart 2018, https://www.researchgate.net/publication/242099579_The_Firm-Specific_Determinants_of_Corporate_Capital_Structure_Evidence_from_Turkish_Panel_Data

Sayılgan G, Sayman Y (2012) İmalat Şirketlerinin Ortaklık Yapılarının Finansman Kararları Üzerindeki Etkisi: İMKB Uygulaması (1998-2009). *İMKB Dergisi 12*(48), 1-16. ISSN: 1301-1650

Scott, Jr. J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics, 7*(1), 33-54. 25 Mayıs 2020, https://www.jstor.org/stable/pdf/3003189.pdf

Scott, Jr. J. H. (1977). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance, 32*(1), 1-19. Doi: 10.2307/2326898

Sheik, N. A. ve Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance, 37*(2), 117-133. doi:10.1108/03074351111103668

Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy, 94*(3), 461-488. 13 Eylül 2021, https://www.jstor.org/stable/1833044

Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance, 52*(2), 737-783. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x

Shuetrim, G., Lowe, P. ve Morling, S. (1993). The Determinats of Corporate Leverage: A Panel Data Analysis. Research Discussion Paper, 9313, Reserve Bank of Australia, 30 Temmuz 2017, https://www.rba.gov.au/publications/rdp/1993/pdf/rdp9313.pdf

Shyam-Sunder, L. ve Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics, 51*(2), 219-244, doi:10.1016/S0304-405X(98)00051-8

Soykan M. E. ve Ulucak, R. (2016). The Determinants Of Capital Structure Choice: Empirical Evidence From Turkish Non-Financial Firms. International Journal of Economic Perspectives, 10(2), 34-42. 28 Kasım 2019, https://avesis.erciyes.edu.tr/yayin/7330d3d2-ea3c-41d5-b7b1-a5d333cbfda0/the-determinants-of-capital-structure-choice-empirical-evidence-from-turkish-non-financial-firms

Stammann, A., Heiss, F. ve McFadden, D. (2016). Estimating Fixed Effects Logit Models with Large Panel Data. Conference Paper, German Economic Association. 16 Mart 2020, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/145837/1/VfS_2016_pid_6909.pdf

Strebulaev, I. A. ve Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics, 109*(2013), 1-23. doi:10.1016/j.jfineco.2013.02.001

Taggart, R. A. (1977). A Model of Corporate Financing Decisions. *The Journal of Finance, 32*(5), 1467-1484. doi: 10.1111/j.1540-6261.1977.tb03348.x

Taggart, R. A. (1985). Secular Patterns in the Financing of U.S. Corporations. Friedman, B. M (Ed.) *Corporate Capital Structures in the United States* içinde (s. 13-80). Chicago: University of Chicago Press.

Titman, S. (1984). The Effect of Capital Structure on A Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics, 13*(1), 137-151. doi:10.1016/0304-405X(84)90035-7

Türk Sanayici ve İş İnsanları Derneği (2019). *2019 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi*. Türk Sanayici ve İş İnsanları Derneği Ekonomik Araştırmalar Bölümü, Yayın No: TÜSİAD-T/2019-02/602.

Türk Sanayici ve İş İnsanları Derneği (2021). 2021 *Türkiye Ekonomisi.* Türk Sanayici ve İş İnsanları Derneği Ekonomik Araştırmalar Bölümü, Yayın No: TÜSİAD-T/2021-03/620.

Uyar, A. ve Guzelyurt, M. K. (2015). Impact of firm characteristics on capital structure choice of Turkish SMEs. *Managerial Finance, 41*(3), 286-300. doi:10.1108/MF-01-2014-0016

Yasmin, A. ve Rashid, A. (2019). On the Mystery of Financial Conservatism: Insights from Pakistan. *Emerging Markets Finance and Trade, 55*(12), 2904–2927. doi:10.1080/1540496X.2018.1553158

Zeng, A. (2011). Financial Conservatism and Firms' Financing and Investment Behaviours during The Global Financial Crisis: Evidence from Listed Chinese Companies. *International Conference on Economics and Finance Research (IPEDR), 4*(2011), 166-170, (2011) IACSIT Press, Singapore.

Zhang, G., Han, J., Pan, Z. ve Huang, H. (2015). Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China. *Economic Systems, 39*(3), 439–457. doi:10.1016/j.ecosys.2015.06.003