TÜRKİYE CUMHURİYETİ

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DEKİ FAKTORİNG ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Asım Alpay PARLAK

Ankara-2019

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DEKİ FAKTORİNG ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Asım Alpay PARLAK

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Ankara-2019

Rahmetli Babama…

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ 1
1 FAKTORİNG ŞİRKETLERİNİN FİNANSMANI 4
1.1 İşletme Finansmanı Kavramı 4
1.2 Klasik ve Modern Finansman Yaklaşımları 4
1.3 İşletme Finansmanı Yöntemleri 5
1.4 Banka Dışı Finansal Kuruluş Olarak Faktoring Şirketleri 5
1.5 Faktoring Şirketlerinin Türkiye'deki Yeri ve Önemi 6
1.6 Faktoring Şirketlerinin Finansman Yöntemleri 8
1.6.1 Halka Arz 9
1.6.2 Sendikasyon Kredileri 17
1.6.3 Tahvil ve Bono İhracı 21
1.6.4 Refaktoring 26
1.6.5 Varlık Satışı (Sorunlu Alacakların Satışı) 27
1.6.6 Mezzanine (Ara) Finansman 30
2 SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE İLGİLİ LİTERATÜR TARAMASI 32
2.1 Sermaye Yapısı Kavramı 32
2.1.1 Faktoring Şirketlerinin Yasal Sermaye Yapısı Sınırı 33
2.2 Sermaye Yapısı Teorileri 35
2.2.1 Ödünleşme (Trade-off) Teorisi 36
2.2.2 Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Teorisi 37
2.2.3 Bilgi Asimetrisi (Sinyal) Teorisi 39
2.2.4 Temsilcilik Maliyetleri 41
2.3 Literatür Taraması 41
3 FAKTORİNG ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ 52
3.1.1 Veriler ve Araştırma Metodolojisi 52
3.1.2 Değişkenler 53
3.2 Analiz Sonuçları 60
3.3 Değerlendirme 65
4 SONUÇ 68
5 KAYNAKÇA 71
6 EKLER 83

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1:Bankadışı Finansal Kuruluşlara İlişkin Bilgiler 7
Tablo 2: Açık Artırma Yoluyla Halka Arz-Teklifler 12
Tablo 3: Açık Artırma Yoluyla Halka Arz-Tekliflerin Kümülatif Sıralanması ... 13
Tablo 4:İskontolu Faktoring İşlemi Hesaplama Tablosu 27
Tablo 5:Re-faktoring İşlemi Hesaplama Tablosu 27
Tablo 6:Ödünleşme ve Finansman Hiyerarşisi Teorilerinin Değişkenler Bazında Kıyaslanması 39
Tablo 7:Literatürde Yer Alan Değişkenler ve Kullanıldıkları Çalışmalar..... 51
Tablo 8:Değişkenler Tablosu 59
Tablo 9:Makro Değişkenler-Veri Kaynak Tablosu 60
Tablo 10:Temel İstatistik Bilgileri 61
Tablo 11: Korelasyon Matrisi 61
Tablo 12:Durumsallık İndeksi (Condition Index) Tablosu 62
Tablo 13:Hausman Testi 63
Tablo 14: Panel Veri Analizi Sonuçları 64
Tablo 15: Modelin Açıklayıcılığı 65

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1:Faktoring Sektörü Pasif Gelişimi 8

GİRİŞ

İşletmeler için optimal bir sermaye yapısının olduğunu öne süren teorik ve deneysel çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalar, -Modigliani&Miller'in 1958'deki çalışması haricinde- sermaye (kaynak) bileşimi ile sermaye unsurlarının maliyetleri ve firma değeri arasında bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. Örneğin, Modigliani&Miller (1958) ilk makalelerinde sermaye yapısının işletmenin değerini etkilemediğini öne sürmekle birlikte sonradan vergi kalkanı ve iflas maliyetleri bakımından görüşlerini değiştirmiştir. Akabinde, Kraus ve Litzenberg 1973'te borçlanmanın vergi avantajı ile iflas ve temsilcilik maliyetleri arasında dengelenmesini öngören Ödünleşme teorisini geliştirmiştir. Ödünleşme teorisine karşılık Myers ve Majluf ise 1984'te Finansman Hiyerarşisi teorisini ortaya atarak işletmelerin finansman tercihleri öncelikle iç fonları tercih ederek bir sıralama ile yaptıklarını ileri sürmüştür. Başka teoriler de bulunmaktadır[1].

Gerek yabancı gerekse yerli literatür incelendiğinde, sermaye yapısının belirleyicilerine yönelik çalışmaların halen yapılmaya devam ettiği anlaşılmaktadır. Söz konusu çalışmaların devam etmesinde ülke, endüstri, piyasa ve işletme koşullarının sürekli şekilde değişmesinin etkisi bulunmaktadır[2].

Sermaye yapısının belirleyicilerine yönelik çalışmalarda Ödünleşme ve Finansman Hiyerarşisi teorilerinin ayrıştığı değişkenleri içeren firma spesifik değişkenler sıklıkla kullanılmaktadır. Öte yandan, firma spesifik değişkenlerin yanı sıra piyasaya ilişkin ve

[1] Güler, Sevinç, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2010, C.15, S.3, s.355.

[2] Sayılgan, Güven, Cansız, Seda, "Sermaye Yapısı Teorilerinin Reel Sektör Firmaları Özelinde Test Edilmesi", **Verimlilik Dergisi**, 2017, C.2, S.2, s.135-161.

makroekonomik faktörleri içeren çalışmalar da mevcuttur. Dolayısıyla, sermaye yapısı ve belirleyicileri olan değişkenler bakımından kalıplaşmış veya sabit bir model söz konusu değildir[3].

Türkiye'de yapılmış olan çalışmalarda borsaya kote imalat sanayi firmalarına dair verilerin sıklıkla analiz edildiği gözlemlenmiştir. Çalışmanın Türkiye'de faaliyet gösteren faktoring şirketlerine yönelik olup daha önce anılan şirketlere dair sermaye yapısının belirleyicileri kapsamında herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır. Çalışmamızın esas saikini oluşturan bu husus çerçevesinde literatüre katkı sağlanacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın faktoring şirketlerinin sermaye yapılarının belirleyicilerinin tespiti amacına dayanması bakımından farklı açıklayıcı değişkenler modelde kullanılmıştır. Buradaki ana çıkış noktası şirketlerin sermaye yapısı kararlarının sadece firma spesifik olarak da adlandırılan değişkenlerden etkilenmeyeceği, bunların yanı sıra faaliyet gösterilen ülkenin piyasa ve makroekonomik göstergelerinin de sermaye yapılarını etkileyeceği düşüncesidir. Kârlılık, literatürdeki birçok çalışmada temel bir sermaye yapısı değişkeni olarak yer almakta olup aynı zamanda şirketlerin borçlanma kapasitesini artıran bir unsur olması bakımından bağımsız değişken olarak tercih edilmiştir. Büyüklük şirket alacaklılarına karşı bir nevi güvence oluşturmaktadır. Bu bakımdan büyük işletmelerin daha kolay borç temin edeceği düşüncesiyle modele büyüklük dahil edilmiştir. İncelenen dönemde faktoring şirketlerinin sektörel borçlanma oranı artış trendi içerisindedir. Buradan hareketle hem gecikmeli bağımsız değişken hem de şirket yaşının bahis konusu trendde etkili olabileceği düşüncesiyle, yaş ve gecikmeli bağımsız değişken modelde kullanılmıştır. Faiz oranları borçlanmanın maliyetini yansıtmaktadır. Dolayısıyla faiz oranlarındaki artışın borçlanmayı azaltacağı ve sermaye yapısını

[3] Sayılgan, Güven, Cansız, Seda, a.g.m., s.135-161.

etkileyeceği düşüncesi ve beklentisi ile faiz oranlarındaki değişim bir makroekonomik değişken olarak modelde kullanılmıştır. Ayrıca, faktoring şirketlerinin bilançolarının pasif kısmında önemli bir payın yabancı para alınan kredilerden oluşması dikkate alınarak döviz kuru da diğer bir piyasa değişkeni olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Gayrisafi yurtiçi hasıla esasen bir ülkenin tüm işletmelere sunduğu bir makroekonomik büyüme olanağı niteliği taşıması bakımından modele eklenmiştir. İlave olarak, Türkiye'deki faktoring şirketlerinin alınan krediler kaleminde bankalarca verilen kredilerin önemli bir ağırlığı bulunmaktadır. Dolayısıyla bankaların gelişmişlik düzeyi mahiyetindeki bankacılık sektörü aktif toplamındaki artışın şirketlerin sermaye yapılarını etkileyeceği noktasından hareketle bankaların gelişmişlik düzeyi de diğer bir makroekonomik değişken olarak modele dahil edilmiştir. Çalışma kapsamında aşağıda önce faktoring şirketlerinin özellikli görülen finansman yöntemleri ele alınmış, sonrasında ise burada ana hatlarıyla anlatılan değişkenlerin detayları verilmek suretiyle panel analizi sonucunda değişkenlerin faktoring şirketlerinin sermaye yapısına etkileri sunularak söz konusu etkiler değerlendirilmiştir.

1 FAKTORİNG ŞİRKETLERİNİN FİNANSMANI

1.1 İşletme Finansmanı Kavramı

Çoğunlukla aynı anlamda kullanılan finans, finansman ve finansal yönetim kavramlarından finans, şahısların istifade edebileceği para, fon ya da sermaye olarak tanımlanabilir. Finansman bunların temin edilmesiyle ilgilidir. Finansal yönetim kavramı ise bahse konu fonların sağlanmasının yanı sıra bunların nerelere tahsis edileceği, ne şekilde yönetileceği anlamına gelmektedir[4].

Finans yöneticisi, bir işletmenin nakit açığı mevcut kaynaklarla karşılanamadığı zaman, gerekli fonu zamanında bulmak zorundadır. Bu minvalde, işletmenin ihtiyacına en uygun olan ve faaliyet amacına en iyi hizmet edecek bir kaynak yapısı oluşturulmalıdır. Diğer bir deyişle optimal sermaye yapısının tespiti finans yöneticisinin önemli görevleri arasında yer almaktadır[5]. Yanlış bir sermaye yapısı kararı, işletmeyi iflasa kadar götürebilecektir.

1.2 Klasik ve Modern Finansman Yaklaşımları

Klasik finansman yaklaşımında bir şirketin ihtiyaç duyduğu kaynak esasen bilançosunun pasif kısmı ile sağlanmaktadır. Bahse konu kaynaklar, özetle özkaynaklar ve borçlardan oluşmaktadır. Modern yaklaşımda ise, bilançonun aktif kısmındaki

[4] Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet, Coşkun, Metin, **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Ankara, Detay Yayıncılık, 2015, s.1.
[5] Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, 9. Baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, s.11.

varlıklar da kaynak sağlamak için birer araç olarak kullanılmaktadır (Örneğin; alacak finansmanı, maddi duran varlıkların satılması veya kiralanması gibi)[6].

Modern yaklaşımın güncel uygulamaları olarak; alacakların devrini içeren faktoring ve forfaiting, kiralamaya dayanan finansal kiralama, varlığa dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetler (Ör. İpoteğe dayalı menkul kıymetler) ile kira sertifikaları (sukuk) gibi enstrümanlar sayılabilir[7].

1.3 İşletme Finansmanı Yöntemleri

Şirketlerin finansman sorunlarının tespiti ve fon sağlamada karşılaştıkları engellerin ortaya konması, hem genel ekonomiye hem de bu sorunların çözümüne yönelik adımlar bakımından yol gösterici bir nitelik taşımaktadır. Türkiye'deki işletmelerin kullandıkları finansman kaynakları olarak, ticari banka kredileri, özkaynaklar, Eximbank kredileri, finansal kiralama, faktoring, yatırım ve kalkınma bankalarından sağlanan krediler, yurtdışı finansal kuruluşlardan temin edilen fonlar, sermaye piyasası araçları ve yatırım fonları sayılabilir[8].

1.4 Banka Dışı Finansal Kuruluş Olarak Faktoring Şirketleri

Banka dışı finansal kuruluşlar, hukuki olarak 13.12.2012 tarih ve 28496 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu (Kanun)'nda düzenlenmiştir. Kanun'un "Tanımlar" başlıklı 3'üncü maddesinde

[6] Sayılgan, Güven, **İşletme Finansmanı**, 6 Baskı, Ankara, Turhan Kitabevi, 2013, s.6.
[7] Sayılgan, Güven, a.g.e., s.6,7.
[8] İSO 2013/1 Ekonomik Durum Tespit Anketi, s.57

"Şirket" olarak Türkiye'de faaliyet gösteren "finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri" sayılmıştır.

Kanun'da, faktoring ve finansman şirketlerinin kendileri doğrudan tanımlanmamakla birlikte, faktoring ve finansman şirketlerinin ana faaliyet konuları çerçevesinde taraf oldukları faktoring ve finansman sözleşmeleri açıklayıcı şekilde tanımlanmıştır. Benzer şekilde, Kanun'da finansal kiralama şirketinin de ayrı bir tanımı yapılmamış olup finansal kiralama kavramı tanımlanmıştır. Söz konusu kavramlardan finansman sözleşmesi esasen bir bireysel kredi mahiyetindedir. Bu çerçevede, Türkiye'de banka dışı finansal kuruluş tabiri finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketleri için kullanılmaktadır.

1.5 Faktoring Şirketlerinin Türkiye'deki Yeri ve Önemi

Finansal kuruluşlar deyince konvansiyonel olarak mevduat toplayıp kredi veren bankalar ilk akla gelen işletmelerdir. Türkiye'de de bankalar bilanço aktif büyüklüğü bakımından finansal sektörün büyük kısmını oluşturmaktadır. 31.12.2017 tarihi itibarıyla 34'ü mevduat toplama iznine sahip olmak üzere toplam 51 adet banka faaliyet göstermektedir[9]. Aralık 2017 dönemi itibarıyla Türk bankacılık sektörünün aktif toplamı 3.258 milyar TL[10] tutarındadır[11].

[9] Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri Aralık 2016, www.bddk.org.tr.
[10] Aralık 2016 dönemi itibarıyla Türk bankacılık sektörünün aktif toplamı 2.731 milyar TL tutarındadır. Söz konusu tutar TÜİK verilerine göre cari fiyatlarla 2016 yılsonu gayrisafi yurtiçi hasıla (GSYİH) tutarı olan 2.591 milyar TL'nin üzerinde olup bankaların aktif büyüklüğü GSYİH'nin %105'ine tekabül etmektedir.
[11] http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis# (13.03.2018).

Türkiye'deki finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin 2017 yılsonu[12] itibarıyla aktif büyüklükleri toplamı 141 milyar TL tutarındadır[13]. Söz konusu şirketlere ilişkin 31.12.2017 tarihli bilanço verileri ile işlem hacmi, şube sayısı gibi diğer muhtelif bilgileri içeren Tablo 1'de[14] sunulmuştur.

Tablo 1:Bankadışı Finansal Kuruluşlara İlişkin Bilgiler

Milyon TL	**Finansal Kiralama Şirketleri**	**Faktoring Şirketleri**	**Finansman Şirketleri**
Şirket Sayısı	25	61	14
Aktif Büyüklüğü	58.124	43.712	39.113
Alacaklar	48.693	41.599	34.296
Takipteki Alacaklar	3.054	1.500	954
Özel Karşılıklar (-)	1.826	1.318	513
Özkaynaklar	8.604	5.781	4.277
Alınan Krediler	37.778	31.816	30.490
İhraç Edilen M.K.	7.276	4.379	2.422
Net Kâr	952	929	621
Oranlar			
Özkaynak Getirisi	11,07%	16,07%	14,52%
Aktif Getirisi	1,64%	2,13%	1,59%
Takibe Dönüşüm Oranı	5,90%	3,48%	2,71%
Muhtelif Bilgiler[15]			
İşlem Hacmi	18.620	122.761	22.186
Şube Sayısı	141	360	0
Personel Sayısı	1.519	4.716	869
Müşteri Sayısı	58.373	98.908	2.439.186

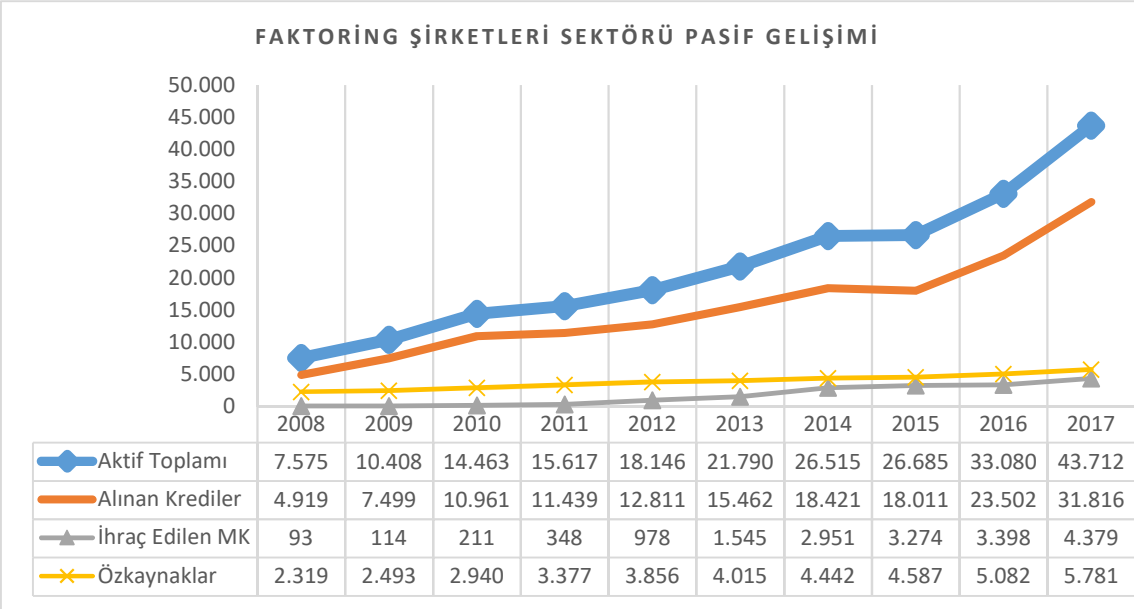
Banka dışı finansal kuruluşlar arasında yer alan faktoring şirketleri, Türkiye ekonomisinin önemli aktörleri olan küçük ve orta ölçekli işletmelere (KOBİ) önemli finansman kaynağı sunmaktadır. Zira KOBİ'ler özellikle özkaynak yetersizliği ve krediye ulaşımda güçlük yaşamaktadır.

[12] 2016 yılsonu verileri dikkate alındığında Banka dışı finansal kuruluşların aktif büyüklüğü bakımından bankaların aktif büyüklüğü ve GSYİH'ya oranları %4 civarında olup küçümsenmeyecek bir ölçekte oldukları düşünülmektedir.
[13] www.bddk.org.tr
[14] http://ebulten.bddk.org.tr/AbBdmk# (13.03.2018).
[15] Finansal Kurumlar Birliği Faaliyet Raporu 2016, www.fkb.org.tr.

1.6 Faktoring Şirketlerinin Finansman Yöntemleri

Faktoring şirketlerinin yıllar itibarıyla sektörel bazda kaynak yapılarının (pasif) gelişimini gösteren grafik Şekil 1'de sunulmuştur (Milyon TL).

Şekil 1:Faktoring Sektörü Pasif Gelişimi



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktif Toplamı	7.575	10.408	14.463	15.617	18.146	21.790	26.515	26.685	33.080	43.712
Alınan Krediler	4.919	7.499	10.961	11.439	12.811	15.462	18.421	18.011	23.502	31.816
İhraç Edilen MK	93	114	211	348	978	1.545	2.951	3.274	3.398	4.379
Özkaynaklar	2.319	2.493	2.940	3.377	3.856	4.015	4.442	4.587	5.082	5.781

Şekil 1'deki grafikten görüleceği üzere, faktoring şirketlerinin alınan krediler, ihraç edilen menkul kıymetler ve özkaynaklar kalemleri artış trendi içerisinde olup söz konusu pasif kalemler varlıkların fonlandığı esas kaynakları teşkil etmektedir. Özellikle toplam aktiflerdeki büyümenin alınan kredilerdeki artıştan önemli ölçüde etkilendiği anlaşılmaktadır. Alınan krediler kalemi pasifteki en büyük kalemi teşkil etmektedir. Zaman içerisinde faktoring şirketlerinin borçlanma oranlarının yükseldiği; diğer bir deyişle "borç/özkaynak" şeklinde ifade edilebilecek kaldıraç oranlarının arttığı açık şekilde müşahede edilmektedir.

Alınan krediler kalemleri içerisinde klasik banka kredileri önemli yer tutmaktadır. Diğer yandan, özellikle borç veren taraf sayısı ve işleyişi bakımından klasik banka

kredilerinden farklılıkları olan **sendikasyon** kredileri ise Türkiye uygulamasında bu tür kredilerin daha çok banka dışı finansal kuruluşlar ile diğer finansal kurumlarca temin edilmesi dolayısıyla, ayrı bir başlık altında anlatılmıştır.

Banka dışı finansal kuruluşlar son yıllarda borçlanma aracı olarak **tahvil ve bono** ihraçlarına sıklıkla başvurmaktadır. Ayrıca bahse konu şirketlerin tamamı için **asgari 20.000.000 TL**[16] **ödenmiş sermaye** zorunluluğu bulunmaktadır. Her ne kadar halka açık faktoring şirketi sayısı çok fazla olmamakla birlikte **hisse senetlerinin halka arzı** da bir özkaynak yoluyla finansman türü olarak dikkat çekici niteliktedir. Halka arz da klasik bir özkaynak finansmanına göre farklı bir süreç içermesi bakımından ayrı bir başlıkta anlatılmaktadır. Ayrıca, aktifin pasifle finansmanına alternatif olarak faktoring şirketlerince uygulanan **re-faktoring** ve **varlık satışı** (sorunlu alacakların satışı) işlemleri de pratikte uygulama bulan fon kaynakları olmaları sebebiyle aşağıda ele alınacaktır. Son olarak, faktoring şirketlerine ilişkin mevzuatta şartları belirlenmiş olan ve yasal kaldıraç sınırını etkileyen sermaye benzeri borç kavramı da literatürde melez olarak nitelendirilen **mezzanine (ara) finansman** yöntemi olarak özellikli bir nitelik taşımaktadır.

1.6.1 Halka Arz

Halka açılma, hisse senetlerinin yatırımcılara satılması amacıyla her çeşit yöntemle çağrıda bulunulması ve bu çağrı sonucunda yapılan satış sürecine verilen isimdir. Yeni kurulmuş veya sermaye artırımı yapan şirketler hisse senetlerini halka arz etmektedir. Özellikle sermaye birikiminin kısıtlı, piyasa derinliği yeterli olmayan gelişmekte olan

[16] 2018 yılının Aralık ayı içerisinde yapılan BDDK düzenlemesi uyarınca, 2019 yılı içerisinde şirketlerin asgari ödenmiş sermaye tutarlarını 20.000.000 TL'den 30.000.000 TL'ye artırmaları gerekmektedir.

ülkelerde, işletmeler açısından halka arzlar önemli birer finansman kaynağı olarak dikkat çekmektedir[17].

İlk ve İkincil Halka Arz: Halka arz yöntemine başvurulması halinde, şirket yönetimi süreci yönetmesi ve halka arzın yapısını dizayn etmesi için bir yüklenici (underwriter) yatırım şirketi ile anlaşır. Halka arzda satışa sunulacak paylar ya ilk defa sermaye artırımı için halka sunulacak hisselerden oluşmakta ya da eski ortakların bir çıkış stratejisi gereği mevcut payların satışı söz konusu olmaktadır. İlk satış türüne "İlk Halka Arz (Primary)" ikincisine ise "İkincil Halka Arz (Secondary)" denilmektedir[18].

En İyi Çaba, Taahhütlü ve Açık Artırmalı Halka Arz: Küçük boyutlu halka arzlarda genellikle yüklenici yatırım şirketi "**En iyi çaba**" halka arzı yöntemini tercih etmektedir. Bu tür halka arzlarda, yüklenici hisse senetlerinin tamamının satışını garanti etmez. Bunun yerine, hisseleri en iyi muhtemel fiyat üzerinden satmaya çalışır. Çoğunlukla, bu tür anlaşmalar "Ya hep ya hiç" prensibine dayanmaktadır: Ya tüm hisse senetleri halka arzda satılır ya da şirket ile yüklenici yatırım şirketi anlaşması iptal edilir[19].

Çoğu zaman, bir ihraççı şirket ile yüklenici arasında, yüklenici tarafından teklif edilen satış fiyatından tüm hisselerin satılması taahhüdünü içeren yüklenici **taahhütlü halka arz** anlaşması yapılmaktadır. Bu tür halka arzda, yüklenici tüm ihraca konu hisseleri halka arz fiyatının küçük bir miktar altında bir fiyatla satın almakta olup kendisi tekrar ihraç fiyatından hisseleri satmaktadır. Hisse senetlerinin tamamen satılamaması halinde, satılamamış paylar daha düşük bir fiyattan satılmaktadır. Bu durumda, yüklenici belli bir zarara katlanmak zorunda kalmaktadır.

[17] Güleç, Murat, **Önde Gelen Şirket Değerleme Yöntemleri Kapsamında Banka Değerlemesi:Tekstilbank Örneği**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2015, s.1.
[18] Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, **Corporate Finance**, 4. Baskı, Pearson Education Limited, 2017, s.873.
[19] Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, a.g.e., s.873.

Günümüze kadarki en çarpıcı taahhütlü halka arz zararı British Petroleum (BP)'un İngiliz hükümeti tarafından özelleştirilmesi sırasında gerçekleşmiştir. İngiliz hükümeti, BP'nin en son parça hisselerinin satışını tam da 1987 yılındaki hisse senedi piyasanın çöküşü (stock market crash) sırasında yapmıştır. İhraç fiyatı piyasa çöküşünün hemen öncesinde belirlenmesine karşın halka arz işlemi çöküşten sonra gerçekleştirilmiştir. İlk satış gününün sonunda, yükleniciler 1,29 milyar dolar zarar etmiştir. Hisse fiyatı sonrasında daha da düşmüştür. Söz konusu fiyat düşüşü Kuveyt Yatırım Örgütü'nün (Kuwaiti Investment Office) firmanın büyük bir parça hissesini almasına kadar devam etmiştir[20].

Halka arzın en büyük avantajı aynı zamanda en büyük sakıncasını oluşturmaktadır. Şöyle ki, yeni yatırımcılar ya da yeni ortaklar şirkete likidite kazandırmakla birlikte, şirkete halka arz yoluyla paydaş olduklarında, ortakların yönetimin izlenmesi ve kontrol edilmesi bakımından güç konsantrasyonunu azaltmaktadır. İlaveten, örneğin Amerika Birleşik Devlerleri'nde 21. Yüzyılın başında gerçekleşen muhtelif sayıdaki firma skandalı sıkı regülasyonları beraberinde getirmiştir. Sermaye piyasası otoritesi (SEC), borsalar (New York borsası ve NASDAQ) ve Kongre tarafından, Sarbanes-Oxley yasası, mali hesap verebilirlik, şeffaflık, kapsamlı muhasebeleştirme şeklinde mevzuat düzenlemeleri ve standartlar çıkarılmış ve uygulamaya konmuştur. Bahse konu standartlar, her ne kadar yatırımcıları koruma güdüsüne hizmet etmek amacıyla dizayn edilmiş olsalar da, bunlara uyum maliyetli ve zaman harcayıcı etkiye sahiptir[21].

[20] Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, a.g.e., s.874.
[21] Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, a.g.e., s.872.

1990'ların sonunda, bir yatırım bankası olan "WR Hambrecht and Company" o zamana kadarki halka arz sürecini, hisselerin doğrudan yatırımcıya internet üzerinden **açık artırmalı halka arz** şekilde satılması biçiminde değiştirmiştir. Bu yöntemde hisselerin belirlenmiş bir fiyattan klasik şekilde satılması yerine piyasa yatırımcılarının hisse fiyatını kendilerinin belirlemesine imkân tanınmıştır. Yatırımcılar belirli bir süre içerisinde fiyat tekliflerini sunmaktadır. Açık artırma sonucunda, en yüksek hisse fiyatına göre verilen teklifler sıralandığında, teklif sayısını ihraç edilen hisse sayısına eşitleyen en yüksek fiyat ihraç fiyatı olarak belirlenmektedir. Artırmayı kazanan tüm teklifçi yatırımcılar açık arttırma sonucu kazanan fiyatın üzerinde bir teklifte bulunmuş olsalar dahi, kazanan fiyattan alma hakkını kazanmaktadır. Açık arttırma şeklinde yapılmış ilk halka arz 1999 yılında yapılan Ravenswood Winery'nin 11,55 milyon dolarlık ihracıyla gerçekleştirilmiştir[22].

Örnek: XYZ Ticaret A.Ş., 1.000.000 adet hissesini açık artırma yoluyla halka arz etmektedir. Teklif verme süresi sonunda, firmanın yatırım şirketinin aldığı teklifler en yüksek fiyattan en düşüğe doğru Tablo 2'de sunulmuştur:

Tablo 2: Açık Artırma Yoluyla Halka Arz-Teklifler

Teklif Edilen Fiyat (TL)	Teklif Edilen Hisse Sayısı
12,50	50.000
12,00	200.000
11,75	150.000
11,00	300.000
10,00	300.000
9,75	550.000
9,50	250.000

İhraç fiyatı için tekliflerin kümülatif sıralaması Tablo 3'te verilmiştir:

[22] Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, a.g.e., s.874.

Tablo 3: Açık Artırma Yoluyla Halka Arz-Tekliflerin Kümülatif Sıralanması

Teklif Edilen Fiyat (TL)	Teklif Edilen Hisse Sayısı (Kümülatif)
12,50	50.000
12,00	250.000
11,75	400.000
11,00	700.000
10,00	1.000.000
9,75	1.550.000
9,50	1.800.000

Sonuç: Şirket 1.000.000 adet hissesini halka arz etmek istemiştir. Açık artırma usulüne göre kazanan fiyat hisse başına 10 TL'dir. Çünkü, kümülatif şekilde hisse teklif fiyatları en yüksekten düşüğe doğru sıralandığında 1.000.000 adet hisseye 10 TL'lik fiyat teklifinde ulaşılmaktadır.

Teklifi kazanan fiyat 10 TL olduğu için, bu fiyatın üzerinde teklif verenlerin hisse teklif ettikleri hisse sayısının tamamı kadar payı elde ederler. Öte yandan, 10 TL teklifi sunan yatırımcılar ise ihraç edilen toplam hisse sayısı ile daha yüksek teklif verenlerin aldıkları payların farkı kadar hisseyi orantısal olarak elde etmektedir. Örneğimizde, kazanan fiyat olan 10 TL'nin üzerinde teklif verenlerin aldıkları hisse sayısı toplam 700.000 adet olmaktadır. Geriye kalan 300.000 adet hisse ise 0,43 (=300.000/700.000) oranında 10 TL teklif eden yatırımcılara dağıtılacaktır. Bu şekilde gerçekleştirilen dağıtıma, nispet oranında dağıtım anlamına gelen "Pro-Rata" da denmektedir.

Halka arz süreci Türkiye'de özetle, ihraca konu payların Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınması, İzahname'nin Ticaret Siciline tescil ve ilan edilmesi, Rüçhan (yeni pay alma hakkının kullandırımı) hakkının kullandırılması, hisse senetlerinin satılması, hisse senetlerini alanlara teslimi, satış sonrası işlemler şeklinde işlemektedir[23].

[23] Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet, Coşkun, Metin, **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Ankara, Detay Yayıncılık, 2015, s.266,267.

Türkiye'de pay senetlerinin halka arzında "satış yöntemleri" olarak; talep toplama ve borsada satış yöntemleri uygulanmaktadır. Talep toplama yöntemleri de "sabit fiyat" ve "fiyat aralığı" şeklinde yapılmaktadır. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde, yatırımcılar halka arz edilecek pay senetlerinin satış fiyatını önceden bilmektedir. Yatırımcılar, aracı kuruma teklif verip belirli bir depozito yatırmaktadır. Teklif süresinin sonunda, hisse dağıtımı, pay senetlerinin tamamı halka arz edilen pay toplamının yatırımcı sayısına bölünmesi suretiyle gerçekleştirilir[24].

"Fiyat aralığı" yönteminde, yatırımcı ihraç fiyatını önceden bilmemektedir. Sadece, hisse senedinin bir alt limiti vardır ve bu alt limitin üzerindeki teklifler geçerlidir. Teklif süresi sonunda, en yüksek sunulan fiyattan başlamak üzere en yüksekten en düşük teklife doğru, her fiyat düzeyinde birikimli teklif miktarı gösterecek biçimde bir tabloya dönüştürülür[25]. Kümülatif bazda en fazla hisse senedinin satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak saptanır[26].

Borsada satış yönteminde, pay senedinin halka arzı, SPK'nın onayı üzerine Borsa İstanbul mevzuatı çerçevesinde yapılmaktadır. Pay senedinin satış işlemi sürecinde, devreye bir aracı kurum girmekte olup bu kurum eliyle satış birincil piyasada gerçekleştirilmektedir[27].

[24] Küçükkocaoğlu, Güray, Alagöz, Ayşegül, "İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2009, C.24, S.2, s.73.
[25] Küçükkocaoğlu, Güray, Alagöz, Ayşegül, a.g.e., s.73.
[26] Aydın, Nurhan, vd., a.g.e., s.270.
[27] Küçükkocaoğlu, Güray, Alagöz, Ayşegül, a.g.e., s.73.

Halka arz sürecindeki en zor aşama, buna karar verilmesidir. Bu karardan sonraki aşamalar nispeten daha kolaydır. İşletmeler açısından halka arz saikleri olarak şunlar sayılabilir[28]:

• İşletmenin, büyümesini halka arz yoluyla finanse etmek,

• İşletme rakiplerinin halka açık şirketlerden oluşması halinde, bu tür işletmelerin mali durumlarının daha iyi algılanmasını sağlayabilmesi, aksi durumdaki bir işletme bakımından borsaya kote olmamanın dezavantajlı bir durum oluşturabilmesi,

• Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yatırım yaparak büyüttükleri ve önemli bir aşama kaydettirdikleri şirketlerin borsaya kotasyonu sayesinde kazançlarını fiilen gerçekleştirme isteği,

• İşletmelerin, personelini işe karşı pozitif olarak güdüleme ve özendirme maksadıyla hisseye dayalı hedef-gerçekleşme politikası izlemek istemesi,

• İşletmenin, borsaya kotasyonunun akabinde muhtelif türdeki iletişim ortamlarında kendisi hakkındaki haberlerde artış olması, bu vesile ile yatırımcılar ve finansal kurumlar nezdinde kredibilitenin artırılmak istenmesi.

Fonlama kaynağının "halka açılma" olarak belirlenmesi halinde, firmalar hisselerini nominal değerlerinin üzerinde satışa sunmak suretiyle, diğer fon kaynaklarına nazaran daha uygun ve özkaynak mahiyetinde süresiz bir finansman sağlamaktadır. İlave

[28] Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Kılavuzu, s.1, http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf (05.03.2018).

olarak, işletmelerin paylarının işlem görmesinden itibaren hisse senetlerinin maddi güvence niteliği itibarıyla hem bankalardan fon temini hem de menkul kıymet ihracı şeklinde daha kolay borçlanabilmektedirler[29].

Değişik şartlar uyarınca halka açılma biçimi farklılaşabilmektedir. Bunlar;

- Var olan payların bir kısmının elden çıkarılması (satılması) biçiminde,
- Paydaşların önalım hakkını sınırlamak yoluyla sermaye artırımı şeklinde veya,
- Bu metotların bileşimi vasıtasıyla

gerçekleştirilebilmektedir[30].

Hisse senetlerinin halka arz edilmesi zahmetli ve maliyetli bir süreçtir. Hisse senedi piyasasına dahil olmanın getirdiği (Örneğin, halka arz mevzuatına uyum gibi.) zorlukların ötesinde, hisse fiyatının belirlenmesi veya tespit edilmesi başlı başına bir hadisedir. Doğru satış fiyatının tespiti hiç de kolay bir iş değildir. Eğer, hisse fiyatı olması gerekenden yüksek belirlenirse, yatırımcılar açısından hissenin cazibesi azalacak ve yatırımı terk etme, hisseleri satma eğilimi baş gösterecektir. Diğer taraftan, hisse fiyatının olması gereken fiyatın altında tespit edilmesi halinde, mevcut hisse sahipleri gerçek piyasa fiyatı ile satış fiyatı arasındaki farka katlanmaktadır. Ampirik çalışmalar, çoğu halka arzın önemli ölçüde düşük fiyatlandığını göstermektedir[31].

[29] Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Kılavuzu, s.2,
[30] Halka Arz ve Borsa İstanbul'da İşlem Görme Kılavuzu, s.2,
[31] Hawawini, Gabriel, Vialet, Claude, **Finance For Executives-Managing For Value Creation**, 3. Baskı, South Western Cengage Learning, A.B.D., 2007, s.306.

1.6.2 Sendikasyon Kredileri

Belirli bir amaç uğruna bir araya gelen kişi ya da kuruluş topluluğunu ifade eden Latince kökenli sendikasyon, kredi ilişkisi olarak en az iki kreditörün (borç veren) toplanarak benzer koşullarda, ortak belgeleme ile müşterek bir ajanın yönetimiyle kredi almak isteyen kuruluşa sağladığı dış kaynak olarak tanımlanabilir[32].

Sendikasyon kredisinde taraf sayısı birden fazladır. Bu çerçevede, örneğin kredinin farklı kreditörler tarafından farklı vadelerdeki dilimlerde fonlanması söz konusu ise kredinin koşulları her kredi veren için farklılık içerebilir[33]. Öte yandan, ortak dokümantasyon ve ortak kredi kullandırımı sendikasyon kredisinde kritik önemdedir[34].

Sendikasyon kredisinde fiyatlama, değişken faiz oranına önceden belirlenmiş bir marjın (spread) eklenmesiyle yapılmaktadır. Genel olarak fiyat, LİBOR, EURİBOR vb. değişken nitelikli faiz oranları ile bunlara ilave edilen faiz marjından oluşmaktadır[35]. Sendikasyon kredisinde katılımcı kreditörlerin, işlemin tipine ve kredideki pozisyonlarına göre değişen şekilde; "katılım", "taahhüt", "düzenleme" komisyonu ile "işlem (transaction)" komisyonu gibi gelirleri söz konusu olabilmektedir. Ayrıca masraf olarak avukatlık masrafı vb. harcamalar da bulunabilmektedir[36].

Sendikasyon kredisinde genel olarak üç taraf bulunmaktadır:

---

[32] Duran, Seda, **Sendikasyon ve Seküritizasyon Kredilerinin Borçlananların Hisse Fiyatlarına Etkisi**, Yüksek Lisans Tezi, Bolu, 2007, s.23.
[33] Duran, Seda, a.g.e., s.23.
[34] Çetintaş, Umut, **Alternatif Fonlama Kaynağı Olarak Sendikasyon Kredileri ve Türk Bankacılık Sistemine Yönelik Bir Uygulama**, Doktora Tezi, İstanbul, 2008, s.4.
[35] Çetintaş, Umut, a.g.e., s.5.
[36] Sarıgül, Haşmet, "Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 2015, C.7, S.12, s.118.

1-Lider Banka,

2-Katılımcı Bankalar,

3-Borçlu.

Lider banka, aracı rolü üstlenerek kredi dokümantasyonu ve mukavelesinin oluşturulması sürecini idare eder. Katılımcı bankalar, lider bankanın kredi davetine icabet eder[37].

Sendikasyon temin eden borçlunun, kredinin alındığı ülkede ikamet etmek gibi bir zorunluluğu bulunmamaktadır. Böylece o ülkedeki sermaye sınırlamasına ilişkin düzenlemelere takılmadan farklı ülkelerdeki bankalarla ilişki kurabilme olanağına sahip olurlar[38].

Borçlu, herhangi bir iştirakini "borçlu" sıfatıyla sendikasyon kredisine taraf olarak belirleyebilmektedir. Benzer şekilde, kredinin fonlanması ve geri ödemesinin tek elden yürütülmesi için kurulan özel amaçlı kurum da borçlu tarafından değiştirilebilmektedir[39].

Sendikasyon kredilerinin esneklikleri bir avantajdır. Şöyle ki, farklı amaçlara uygun olarak her biçimde şekillendirilebilmektedir. Örnek olarak, borçlu ve katılımcılar anlaşarak kredinin kısa, orta, uzun vadeli olmasına veya geri ödemelerin 3, 6, 12 ayda bir anapara+faiz veya sadece faiz ve vade sonunda anapara ödemesi şeklinde yapılmasına karar verebilirler[40].

[37] Çetintaş, Umut, a.g.e., s.6.
[38] Çetintaş, Umut, a.g.e., s.7.
[39] Çetintaş, Umut, a.g.e., s.8.
[40] Çetintaş, Umut, a.g.e., s.8.

Borçlu, kredide tek bir bankadan (lider banka) krediyi temin ederek, muhasebe işlemlerini minimum seviyeye indirmektedir. Kredi tarafları arasında tek sözleşme imzalanır ve şartlar taraflar için bağlayıcı niteliktedir[41].

Orta büyüklükteki ortalama bir işletmenin bazı fonlama yöntemlerinden faydalanması güçtür. Örneğin;

- Finansman bonosu piyasasında yeterli büyüklükte olmamaları veya yeterli kredibilitelerinin bulunmaması,
- Uluslararası tahvil piyasasına girmeleri için gerekli olan kredi ratingine sahip olmamaları,
- Seküritizasyonun mümkün olmaması,
- Dönüştürülebilir tahvillerin fazla maliyetli olması

hallerinde olduğu gibi. Söz konusu durumlarda dahi sendikasyon piyasası bir fonlama seçeneği olarak her daim kullanılabilecektir. Benzer şekilde, borçlanma piyasalarındaki değişken risk iştahının söz konusu olduğu türbülans zamanlarında bile, volatilitenin daha düşük olması, daha esnek olması, çoğu zaman daha ucuz olması ve diğer yöntemlerden daha yalın özellik taşıması sebepleriyle sendikasyon piyasası bir fonlama seçeneği olacaktır. Tahvil ihracından farklı olarak, sendikasyon kredilerinde borç alan gerekli

[41] Çetintaş, Umut, a.g.e., s.8.

durumlarda, sendikasyon katılımcılarıyla kolayca irtibat kurabilmekte ve dokümantasyonu kendine göre ayarlayabilmektedir[42].

Sendikasyon Süreci: tekliflerin alınmasıyla başlayıp kredi anlaşmasının katılımcılar ve kredi alan tarafından imzalanması ile sonuçlanan bir prosestir. İlk aşamasında kredi talep eden kuruluş teklifleri toplamaktadır. Kreditörler, finansman ihtiyacını tespit ettikleri müşterilerine bu tür bir kredi önerebileceği gibi, sürmekte olan veya itfa tarihi yaklaşmış olan bir sendikasyonun tekrar verilmesi veya temdit edilmesi maksadıyla da teklifte bulunabilir. Diğer yandan, sendikasyon süreci, çoğu zaman, bir ya da birkaç farklı kreditörden en cazip olan teklifi gözden geçirmek üzere borçlanıcı tarafından kredi talep edilmek suretiyle başlamaktadır.

Borçlanıcıya iki çeşit teklif söz konusu olmaktadır[43]:

Yüklenim önerisi (Offer): Öneriyi sunan banka, sendikasyonu muayyen şartlarda sağlamak üzere başka katılımcılar arayacağını ve yeterli iştirak olmaması halinde bile krediyi aynı hüküm ve aynı koşullarda talep edene sağlayacağı taahhüdünde bulunmaktadır. Genel olarak borçlunun kısa zamanda finansman ihtiyacının bulunduğu hallerde tercih ettiği teklif türüdür.

En iyi çaba (Best effort) önerisi: Bu teklif türünde krediye iştirakin belirlenmiş koşullar altında sağlanması kesinlik taşımaz. Düzenleyici lider banka, kredi tutarını temin etmek için piyasada en iyi çabayı sarf edecek, öte yandan piyasada yeterli iştirakin söz konusu olmaması halinde kredi verilmesi söz konusu olmayacaktır. Fon talep edenin bilinilirliği

[42] Campbell, Mark, Weaver, Christoph, **Syndicated Lending**, 6. Baskı, Londra, Euromoney Institutional Investor PLC, 2013, s.82,83.
[43] Sarıgül, Haşmet, a.g.m., s.118.

ile borcunu zamanında ödeyeceğine ilişkin güvenilirliğinin yeterli seviyede olması durumunda, kredi pazarının krediye ilgisinin olacağı öngörüsü altında diğer öneri tipine kıyasla bu tip teklif yeğlenebilmektedir. Barındırdığı belirsizliğe karşın bu teklif türünün diğer bir tercih sebebi de maliyetinin daha az olmasıdır.

Süreçte, kredi önerilerinin tamamının toplanmasının akabinde, borçlanıcı, kredi maliyetlerini ve teklifçi kreditörün özelliklerini değerlendirmektedir. Sendikasyon lideri olarak belirlenecek kredi kuruluşunun, bu tür krediler konusunda tecrübe ve saygınlığa sahip bir finansal kurum olması seçim sebebidir. Anılan seçim safhasında, borçlanıcı ile muhtemel lider kreditör arasında fiyatlamaya ilişkin ihtilaf (conflict of interest) söz konusudur.

1.6.3 Tahvil ve Bono İhracı

1.6.3.1 Finansman Bonosu

Şirketler, kısa vadeli fonlama ihtiyacını finansman bonosu (Commercial paper) ihraç ederek giderebilmektedir. Bonolar kısa vadeli bir borçlanma aracı ve fon kaynağıdır. Büyük sanayi firmaları, kamu hizmeti gören kuruluşlar ve orta büyüklükteki işletmeler genellikle komisyon alan aracılar marifetiyle bono satışı gerçekleştirmektedir[44].

[44] Emery, R. Dougles, Finnerty, D. John, Stowe, D. John, **Corporate Financial Management**, 2. Basım, Prentice Hall, 2004, s.700.

Birçok sanayi işletmesinin aksine, büyük finansal şirketler, banka kredisine nazaran daha düşük maliyeti olması bakımından finansman bonosu piyasasını sürekli bir fon kaynağı olarak kullanmaktadır[45].

Finansman bonoları ihraççı tarafından belirlenmiş vadeye göre iskonto edilmek suretiyle satılmakta olup vadeleri 30-364 gün arasında olabilmektedir. Kuponlu şekilde ödeme içermeleri de mümkündür. Finansman bonosunun nominal bedeli anapara ve faizden oluşmaktadır[46].

Finansman bonolarının halka arz edilerek satışının aracı kuruluş vasıtasıyla yapılması zorunluluk arz etmektedir. Halka arz edilmeden satışının yapılabilmesi için bonoların emre muharrer olarak çıkarılması gerekmektedir[47].

Finansman bonolarının avantajları olarak şunlar sayılabilir[48]:

- Bono çıkaran işletme alternatif yöntemlere nazaran daha uygun fon temin edebilmektedir. Zira kredi faizlerine ilave istenen komisyonlar ile kredinin belirli oranı kadar mevduat tutma ve faiz dönemlerinin 3 ayda bir olması gibi sebepler kredi maliyetini yükseltebilmektedir.
- Kısa süre içinde fon temini sağlamaktadır.
- Bono ihracı, bonoyu ihraç eden şirkete saygınlık kazandırmaktadır.

Bono ihracının dezavantajları[49]:

[45] Emery, R. Dougles, Finnerty, D. John, Stowe, D. John, a.g.e., s.700.
[46] Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet, Coşkun, Metin, a.g.e., s.232.
[47] Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet, Coşkun, Metin, a.g.e., s.232.
[48] Akgüç Öztin, a.g.e., s.545.
[49] Akgüç Öztin, a.g.e., s.546.

- Finansman bonolarından, daha çok tanınmış ve muteber şirketler faydalanmaktadır. Böyle nitelikte olmayan küçük işletmelerin bono çıkararak fon temini daha güçtür.
- Kısa vadeli olan finansman bonolarının alıcıları sınırlı sayıda olup piyasası dardır.
- Finansman bonosunu ihraç eden ile bonoyu satın alanlar arasındaki ilişki, kişisel bir nitelik taşımamaktadır. Dolayısıyla, bir kredi ilişkisinde bile vadenin ötelenmesi mümkün olabilmekte iken bonoların vadesinde ödenmesi zorunluluk arz etmektedir.

1.6.3.2 Tahvil

Tahvil, uzun vadeli bir borçlanma aracıdır. İhraç eden, tahvili elinde bulunduranlara belirli tarihlerde faiz ve vade sonunda ise anapara ödemesi yapmaktadır. Hem şirketler hem de kamu kurumları tarafından ihraç edilebilir[50].

Halka açık şirketlerin tahvil ihraç limiti, özkaynaklarının beş katı ile sınırlıdır. Ana ortaklığın konsolide mali tablo hazırlaması halinde, ana ortaklığın özkaynak tutarı esas alınmaktadır. Halka açık olmayan şirketlerde tahvil ihraç limiti, özkaynak tutarının üç katı ile sınırlıdır[51].

Tahvillerin bazı özellikleri şöyle sıralanabilir[52]:

- Nominal değer (Par value); genellikle ihraç edenin borçlandığı ve vadede ödemeyi üstlendiği tutardır.

[50] Brigham, F. Eugene, Houston, F. Joel, **Fundamentals Of Financial Management Concise Edition**, Cengage Learning, Kanada, 2015, s.224.
[51] Aydın, Nurhan, vd., a.g.e., s.233.
[52] Brigham, F. Eugene, Houston, F. Joel, a.g.e, s.226,227.

- Kupon faiz oranı (Coupon rate); tahvilin üzerindeki yıllık faiz oranı olup kupon ödemesinin tutarını belirlemektedir. Kupon faiz oranı sabit (fixed-rate bonds) veya değişken (floating-rate bonds) olabilmektedir. Bazı tahviller, kupon oranı içermez (zero-coupon bonds). Sıfır kuponlu tahvil olarak da isimlendirilen bu tür tahviller iskontolu şekilde satılmaktadır.

- Vade tarihi (Maturity date); tahvilin nominal bedelinin ödenmesi gereken belirli tarihtir. Çoğu tahvilin orijin olarak ihraç tarihinden itibaren geçerli bir vadesi bulunmaktadır (Ör. 10-40 yıl vadeli tahvil).

- Çağrı şartı (Call provision); çoğu tahvilde, ihraççının tahvilin bedelini önceden ödeme çağrısı yapma hakkı mevcuttur. Erken ödemede, genellikle tahvil çıkaran nominal değerden daha fazla bir ödeme yapmaktadır. Çağrı primi (Call Premium) olarak adlandırılan bahse konu ilave ödeme bir yıllık faiz oranına eşit olmaktadır.

- Tahvil itfa fonu (Sinking fund); bazı tahviller, tahvil çıkarana her yıl tahvilin belirli bir kısmını geri alma koşulunu içermektedir. Bu koşulu içeren tahvillerde bahse konu geri alma bir zorunluluk arz etmekte olup geri alım yapılamaması ihraç edeni iflasa kadar götürebilir. Örneğin, 100 milyon USD nominal bedelli 20 yıl vadeli bir tahvilin her yıl %5 ya da 5 milyon USD'lik kısmının tahvil itfa koşulunu içermesi gibi. Netice olarak tahvil itfa koşulu, tahvile yatırım yapanları koruyan bir husustur. Öte yandan, piyasa faiz oranlarının tahvilin içerdiği faiz oranından düşük olması hallerinde, tahvili nominal değerinden itfa edilen yatırımcı, yeniden yatırım yaptığında itfa edilen daha yüksek kupon oranından (%10) mahrum kalmakta ve daha düşük bir kupon oranı (Ör.%7,5) elde etmektedir.

Tahvil ve bono ihracıyla ilgili olarak ana düzenleme 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)'dur. TTK'nın Anonim Şirketler kısmındaki 504'üncü maddesi uyarınca; her çeşidi ile **finansman bonoları**, **tahviller**, varlığa dayalı menkul kıymet, iskontolu olanları da içeren diğer borçlanma senetleri, satın alma ve hisse senedi ile değiştirme hakkını barındıran senetler ile her çeşit menkul kıymetler, yasalarda aksine hüküm bulunmadıkça, sadece **genel kurul kararıyla** çıkarılabilmektedir.

TTK'nın 504'üncü maddesi uyarınca, tahvil ve bono ihracına ilişkin genel kurul kararında;

- Menkul değerin cinsi (örneğin, tahvil veya bono olması),
- Tutarı,
- Sağladığı haklar,
- Bunların tabi olduğu şartlar,
- İtfa hükümleri gibi

ihraca ilişkin tüm hüküm ve şartları içermelidir. TTK'nın 504'üncü maddesi gereği, tahvil, bono ve diğer borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olması ve teslim anında tamemen ödenmeleri şarttır.

TTK'nın 505'inci maddesinde, genel kurulun herhangi bir borçlanma aracının çıkarılması ile hüküm ve şartlarının belirlenmesi yetkisini en çok onbeş (15) aylık süre ile yönetim kuruluna bırakabileceği düzenlenmiştir.

Anonim şirketler, sınırsız bir tutarda tahvil ve bono ihraç edemezler. Bu konuda TTK, genel bir borçlanma sınırı öngörmektedir. TTK'nın 506'ncı maddesi uyarınca,

anonim şirketin borçlanma senetlerinin toplam tutarının, sermaye ile bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamayacaktır. Yine TTK'nın söz konusu maddesi çerçevesinde, kanunların bilançoya konulmasına izin verdiği yeniden değerleme fonları da, borçlanma senedi ihraç sınırının hesabında toplama katılabilecektir.

İhraç Limiti = Sermaye + Yedek Akçe Toplamı + Yeniden Değerleme Fonları (TTK)

1.6.4 Refaktoring

Bir faktoring şirketi daha önceden gerçekleştirmiş olduğu bir faktoring işleminden doğan alacağını, başka bir faktoring işlemi ile diğer bir faktoring şirketine devredebilmektedir. Bu tür işlemlere re-faktoring denmektedir. Genel olarak, faktoring şirketlerinin başka yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek amacıyla re-faktoring işlemlerini tercih ettiğini söylemek mümkündür.

Örnek:[53] X-Faktoring A.Ş., 09.07.2017 tarihinde gerçekleştirdiği ön ödemeli (iskontolu) bir faktoring işleminde ABC Turizm Sanayi Ltd. Şti.'nin 50.000 TL tutarında alacağının tamamını temlik almıştır. İşlem karşılığında teminat olarak 50.000 TL tutarında 09.09.2017 tarihli bir çek alınmıştır. İşleme ilişkin hesaplamalar Tablo 4'te yer almaktadır:

[53] Yılmaz, Önder, **Faktoring İşlemlerinin Muhasebesi**, İstanbul, Yalın Yayıncılık, 2012, s.62,67.

Tablo 4:İskontolu Faktoring İşlemi Hesaplama Tablosu

Açıklama	Tutar (TL)	
Temlik Alınan Tutar	50.000	
Faiz Oranı (%30)	50.000x0,30x63/360	2.625,00
Komisyon Oranı (%0,05)	50.000x0,005	250,00
Diğer Masraflar		50,00
BSMV (%5)		146,25
Kesintiler Toplamı		3.071,25
Müşteriye Ödenecek Tutar		46.928,75

Re-faktoring İşlemi: 15.07.2017 tarihinde, X-Faktoring A.Ş., 50.000 TL tutarlı faktoring işleminden kaynaklı alacağını, Y-Faktoring A.Ş.'ye iskontolu faktoring işlemi ile devretmiştir. Re-faktoring işlemine ilişkin hesaplama tablosu şöyledir:

Tablo 5:Re-faktoring İşlemi Hesaplama Tablosu

Açıklama	Tutar (TL)	
Temlik Alınan Tutar	50.000	
Faiz Oranı (%25)	50.000x0,25x57/360	2.187,50
Komisyon Oranı (%0,04)	50.000x0,004	200,00
Diğer Masraflar		75,00
BSMV (%5)		123,13
Kesintiler Toplamı		2.585,63
Müşteriye Ödenecek Tutar		47.414,38

Sonuç olarak, X-Faktoring A.Ş. refaktoring işlemi dolayısıyla erkenden nakde kavuşmuştur; diğer bir deyişle alacak devri suretiyle finansman temin etmiştir. Ayrıca işlemden 485,63 TL (=47.414,38-46.928,75) kâr elde etmiştir.

1.6.5 Varlık Satışı (Sorunlu Alacakların Satışı)

Finans sektöründe yaşanan krizlerde aktif kalitesinin bozulması önemli bir göstergedir. Bahse konu bozulmadan kasıt, finansal kuruluşun aktifinde yer alan kalemlerin değerlerinde meydana gelen düşüş sonucunda, bu aktiflerin yükümlülüklerini

karşılamak için nakde tahvilinin mümkün olmamasıdır. Genel olarak, finansal kuruluşların varlıklarında değer düşüklüğüne maruz kalmaya yatkın olan en temel kalemler krediler ve menkul kıymetlerdir. Bunlar haricinde, bahse konu kuruluşların taşınır ve taşınmaz varlıkları da benzer durumla karşılaşabilmektedir[54].

Finansal kuruluşların sermayelerinin erozyona uğrayarak, karlılıklarının azalmasına sebep olan sorunlu aktiflerin azaltılması hususu, finansal krizlerin aşılmasında başta gelen yöntemlerdendir. 1980'li yıllardan itibaren önce ABD'de, ardından da birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede finans sektöründeki sorunlu varlıkların azaltılması adına birtakım organizasyonlar oluşturulmuştur[55].

Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde, sorunlu varlıklar konusunda deneyim kazanmış özel sektör kuruluşları olağan şartlar altında ve kriz zamanlarında sorunlu aktiflerin satın alınması, idare edilmesi ve satılması işlemlerini piyasa koşulları içinde yapmaktadır. Elden çıkarma yöntemi; tahsilat veya alacağın haczi gibi tasfiye şeklinde olabileceği gibi direkt olarak ya da menkul kıymet havuzu biçiminde piyasada satış suretiyle de uygulanabilmektedir. Yeterince mali derinliğe sahip olmayan az gelişmiş ülkelerde ise sorunlu aktiflerin piyasa şartları altında özel sektör firmaları tarafından çözümlenmesi istenen boyutta gerçekleşmeyebilmektedir. Bu sebeple, kamu otoriteleri tarafından varlık yönetim şirketleri kurulabilmektedir[56].

Sorunlu aktiflerin varlık yönetim şirketlerine satılmasının faydaları olarak şunlar sayılabilir[57]:

---

[54] Mesutoğlu, Berk, "Sorunlu Aktiflerin Varlık Yönetim Şirketlerince Tasfiyesi-Ülke Örnekleri", **Mali Sektör Çalışma Dairesi Politika Raporları**, 2001/3, s.1. https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/raporlar/Calisma_Raporlari/12652001-3.pdf (05.03.2018).
[55] Mesutoğlu, Berk, a.g.m., s.1.
[56] Mesutoğlu, Berk, a.g.m., s.3.
[57] Mesutoğlu, Berk, a.g.m., s.3.

- Her finansal kuruluşun sorunlu aktiflerini kendi kendine çözümlemeye çalışmak yerine bir varlık yönetim şirketine satması ölçek ekonomisi sağlamak suretiyle ekonomik etkinliğe katkı sağlamaktadır. Birbirine benzeyen aktiflerin birlikte takibi sabit maliyetleri azaltmakta olup oluşturulan kurumsal yapı iş görme maliyetlerini de düşürmektedir. Bilhassa icra ve iflas gibi hukuki süreçlere ilişkin işlemler bakımından ölçek ekonomisi önemli bir kazanç oluşturmaktadır.

- Varlık yönetim şirketlerinin bu konudaki tecrübesi ve uzmanlığı, sorunlu varlıkların daha uygun bir fiyata satılmasına olanak sağlayarak, acele şekilde "yok pahasına (fire sale)" devredilmelerini önlemektedir. Bu vesile ile yeniden yapılandırma maliyetleri de azaltılmış olmaktadır.

- Takibe dönüşüm oranının (NPL) görüntü itibarıyla iyileşmesini sağlamaktadır.

Sorunlu aktiflerin varlık yönetim şirketlerine devri bakımından bazı dezavantajlar da söz konusu olabilmektedir. Bunlar şöyledir[58]:

- Sorunlu aktiflerin bir varlık yönetim şirketine devri halinde, orijinal alacaklı olan finansal kuruluşun borçluya ve borca dair sahip olduğu kurumsal bilgilerin kullanılma imkânı azalmaktadır.

- Sorunlu aktiflerin bir varlık yönetim şirketine iyi şartlarda satılması, finansal kuruluşları kredi verirken ve kredilerini izlerken daha özensiz ve dikkatsiz olmaya itebilmektedir.

[58] Mesutoğlu, Berk, a.g.m., s.4.

1.6.6 Mezzanine (Ara) Finansman

Mezzanine (Ara) Finansman, hem borç hem de özkaynak özellikleri taşıyan bir finansman biçimidir. Bir yatırımcı açısından, tipik bir ara finansman, geleneksel borçlanma enstrümanlarından daha fazla risk taşırken, geleneksel özkaynak yatırımlarından ise daha düşük risk barındırır. Bu sebeple, ara finansman yatırımcısı, geleneksel bir borçlanma aracını elinde bulunduranlardan daha fazla getiri talep etmektedir; diğer yandan hisse senedi yatırımcılarından ise daha düşük bir getiriye razı olmaktadır. Ara finansman enstrümanları, sadece sınırlı bir dönem için yatırım yapılması ve iflas halinde hisse senetlerinden daha önce gelmeleri bakımından geleneksel borçlanma araçlarına benzeme eğilimindedir[59].

Ara finansman, çoğunlukla kredi kuruluşları ve ara finansman konusunda uzmanlaşmış kurumlar tarafından sağlanmaktadır. Söz konusu finansman yöntemi, tipik şekilde, bir firmanın büyümesinde, büyük ölçekli yatırımların finansmanında, birleşme ve satın alma şeklindeki sahipliğin el değiştirdiği benzer yatırımlar için kullanılmaktadır[60].

Ara finansman enstrümanları, halka arz edilen ürünlerden (katılım sertifikaları, dönüştürülebilir tahviller, opsiyonlu tahviller), özel plasmana dayalı ürünlere (ikinci dereceden teminatlı kredi[61], sessiz katılım[62]) kadar yayılmaktadır[63].

[59] Mäntysaari, Petri, **The Law of Corporate Finance General Principles and EU Law Volume III:Funding, Exit, Takeovers**, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010, s.283.
[60] Mäntysaari, Petri, a.g.e., s.283.
[61] Subordinated Loans.
[62] Silent participation.
[63] Mäntysaari, Petri, a.g.e., s.283.

Türkiye'de, "**sermaye benzeri borçlar**" adı altında ya da "**katkı sermaye**"ye ilave edilebilen bir borçlanma aracı şeklinde, gerek bankalar için gerekse faktoring şirketleri için mezzanine finansman özelliği taşıyan borçlanmalar mevzuatla düzenlenmiş olup bunların nitelikleri belirlenmiştir. Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik''in "Sermaye benzeri borçlar" başlıklı 11'nci maddesinde;

- Asgari 5 yıl başlangıç vadesinin olması ve vadesinden evvel geri ödeme seçeneğinin olmaması,

- Tasfiye durumunda, pay senetlerinden bir önce, diğer borçlardan sonra ödenmesinin borç verenlerce kabul edilmiş olması,

- Tasfiye halinde ödeme sırası şartını bozacak mahiyette hiçbir türev işlem ve sözleşmeyle ilişkilendirilmemiş olması ya da hiçbir surette, direkt ya da endirekt olarak güvenceye bağlanmamış ve başka şahıslara devredilemeyeceğinin yazılı şekilde düzenlenmiş olması

gibi karakteristik özellikler düzenlenmiştir. Söz konusu sermaye benzeri borçlar, mevzuatta katkı sermaye olarak ana sermayeye eklenerek, sonraki bölümlerde detayı verilen faktoring şirketlerinin yasal sermaye yapısı sınırını artıran nitelik taşımaktadır.

2 SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE İLGİLİ LİTERATÜR TARAMASI

2.1 Sermaye Yapısı Kavramı

Sermaye kavramı, borç, hisse senedi, dağıtılmayan kârlar gibi **bir yatırımcı tarafından bir işletmeye özgülenen fonu** ifade etmektedir. Sermaye kavramı olarak sıklıkla sadece 1 yıldan uzun vadeli kaynaklar kullanılmakla birlikte, birçok işletmenin kısa vadeli banka kredilerini sürekli bir kaynak olarak kullanabilmesi dikkate alındığında, kısa vadeli borçlar da "sermaye" kavramının içine dahil edilebilmektedir[64].

Sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarını, faaliyetlerini, büyümelerini finanse etmek amacıyla özkaynak ve borcun bileşiminden oluşan finansman yapısı olarak tanımlanabilir[65]. Optimal sermaye yapısı, bir işletme hissesinin gerçek değerini maksimize eden borç-özkaynak karışımıdır. Firmanın değerini maksimize eden sermaye yapısı aynı zamanda o işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) de minimize etmektedir[66]. İzah etmek gerekirse, bir işletmenin değeri, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerine eşit olduğundan, iskonto faktörü olan AOSM minimize edildiğinde firma değeri de maksimum düzeyde gerçekleşmiş olacaktır. Firma değeri ile AOSM arasındaki bahse konu ilişki aşağıdaki formülde görülmektedir [67].

$$V = \frac{EBIT \times (1 - T)}{r_a} = \frac{NOPAT}{r_a}$$

Formülde yer alan;

[64] Brigham, F. Eugene, Houston, F. Joel, a.g.e., s.453.
[65] Yılmaz, Hülya, **Firmalarda Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Performansı Üzerindeki Etkisi**, Doktora Tezi, Sivas, 2015, s.5.
[66] Brigham, F. Eugene, Houston, F. Joel, a.g.e., s.454.
[67] Gitman, J. Lawrence, Zutter, J. Chad, **Principles Of Managerial Finance-Brief**, 7. Baskı, Pearson, 2014, s.491.

V, firma değerini,

EBIT, faiz ve vergi öncesi kârı,

T, vergi oranını,

NOPAT, vergi sonrası net faaliyet kârı,

r_a, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM)

ifade etmektedir. Faiz ve vergi öncesi kârın (FVÖK) sabit olduğu varsayımı altında, AOSM'nin minimize edilmesi firma değerini (V) maksimuma ulaştıracaktır[68].

2.1.1 Faktoring Şirketlerinin Yasal Sermaye Yapısı Sınırı

BDDK tarafından 6361 sayılı Kanun'a dayanılarak çıkarılan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik'te faktoring şirketleri için **özkaynakların toplam aktife oranı** şeklinde bir standart oran belirlenmiştir. Bahse konu oranın esasen bir kaldıraç oranı niteliğinde olduğu anlaşılmaktadır[69].

Bu çerçevede standart oran;

$$\frac{\text{Özkaynaklar}}{Toplam\ Aktifler} \geq \%3$$

[68] Gitman, J. Lawrence, Zutter, J. Chad, a.g.e., s.492.

[69] Mülga Yönetmelikte, finansal kiralama şirketlerinin net finansal kiralama alacakları ve kiracılardan diğer alacakları toplamı tutarının, faktoring şirketlerinin fon kullandırımından kaynaklanan alacaklarının toplam tutarının ve finansman şirketlerinin kullandırdıkları kredilerin toplam tutarının **özkaynaklarının otuz katını geçemeyeceği** şeklinde işlem sınırı mevcut idi. 24.04.2013 tarih ve 28627 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Yeni Yönetmelik'te ise; *"Şirketin özkaynağının, toplam aktiflerine oranının asgari yüzde üç olarak tutturulması ve idame ettirilmesi zorunludur* (Md.12-(1))" şeklinde yeni bir sınır düzenlenmiştir.

şeklinde formülleştirilecektir.

Yönetmelik'te özkaynaklar; "ödenmiş sermaye, sermaye yedekleri, kâr yedekleri, dönem net kârı, geçmiş yıllar kârı, genel karşılıkların kullandırılan krediler toplamının onbinde yüzyirmibeşine kadar olan kısmı ve Kurulca belirlenecek diğer kalemler toplamından varsa dönem net zararı, geçmiş yıllar zararı ve Kurulca belirlenecek diğer kalemlerin düşülmesi suretiyle elde edilen bakiye ile nitelikleri Kurul tarafından belirlenecek sermaye benzeri borçları" olarak tanımlanmıştır.

6361 sayılı Kanun'a göre bir faktoring şirketinin kurulabilmesi için asgari olarak 20.000.000 TL tutarında ödenmiş sermaye gereklidir. Buradan hareketle; basitleştirici bir varsayım altında diğer özkaynak kalemleri dışlandığında (örneğin sermaye benzeri kredinin bulunmaması gibi) sadece ödenmiş sermaye dikkate alındığında, bir faktoring şirketinin azami aktif toplamı en fazla;

$$\frac{20.000.000}{Toplam\ Aktifler} \geq \%3$$

formülünden 666.666.667 TL tutarına kadar olabilecektir. Buradan Toplam "Aktifler Toplamı=Özkaynaklar+Yabancı Kaynaklar" bilanço eşitliğinden borçlanma sınırı da türetilebilecektir. Borçlanma sınırı ise;

$$\frac{20.000.000}{20.000.000 + Yabancı\ Kaynaklar} \geq \%3$$

formülünden 646.666.667 TL olarak hesaplanmaktadır. Diğer bir deyişle, basitleştirici varsayım altında **aktifin en fazla %97'si kadar borçlanılabileceği** söylenebilecektir.

2.2 Sermaye Yapısı Teorileri

Franco Modigliani ve Merton Miller, sermaye yapısına ilişkin modern yaklaşımların başlangıcı olarak görülen[70] 1958 tarihli çalışmalarında ele aldıkları ve "İlgisizlik" adı verilen teorilerine göre; sermaye yapısı şirket değerini etkilememektedir. Bu teorinin arkasında yatan temel varsayım ise, tam rekabetçi bir piyasada, bir işletmenin borçlanma araçlarından dolayı ödeyeceği nakit akışlarının toplam değeri ile varlıklarından elde edeceği nakit akımlarının piyasa değerinin birbirine eşit olması ve bu hususun sermaye bileşimi kararlarından etkilenmemesidir[71].

MM yaklaşımının dayandığı söz konusu varsayım "tek fiyat kanunu" olarak da isimlendirilen arbitraja dayanmaktadır. Buna göre, piyasalar arasındaki fiyat farklılıkları arbitraj vasıtasıyla ortadan kalkmaktadır. Diğer varsayımlar ise sermaye piyasalarının mükemmel işlediği, sermaye kazançları üzerinde verginin söz konusu olmadığı, tüm şirketlerin aynı risk grubunda yer aldığı, iflas maliyetlerinin, asimetrik bilginin ve temsil maliyetlerinin olmadığı şeklinde özetlenebilir[72].

MM Yaklaşımında etkin (kusursuz) piyasa varsayımının, bu yaklaşımın pratikte işletmelerin sermaye yapısı tercihlerini ve bu tercihlerin işletme değerine etkisini tam açıklayamaması üzerine; Modigliani ve Miller'in (1963) kendi geliştirdikleri ilgisizlik önermelerini sorgulamaları sonucunda **vergi kalkanı** olarak da isimlendirilen vergi tasarrufunun sermaye yapısında borç lehine bir avantaj oluşturduğunu kabul etmişlerdir[73].

[70] Terim, Burak, Kayalı, Cevdet, Alptekin, "Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye'de İmalat Sanayi Örneği", **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2009, C.7, S.1, s.126.
[71] Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, a.g.e., s.525.
[72] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.22.
[73] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.37.

İşletmenin sermaye yapısını ifade eden "borç/özkaynak" şeklinde kaldıraç oranının artması, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmekle birlikte, işletmenin **finansal riskini** ve **iflas maliyetlerini** yükseltmektedir. Bu çerçevede, sermaye yapısı belirlenirken, sadece sermaye maliyetinin düşürülmesi değil, işletmenin finansal riskinin de dikkate alınmak suretiyle uygun bir kaldıraç oranı (borç/özkaynak) tespit edilmeye çalışılmaktadır. Finansal sıkıntı (financial distress) maliyetleri de denen iflas maliyetleri, sermaye maliyetini artırıcı etkisi nedeniyle şirket değerini de azaltıcı bir etkendir.

Modigliani ve Miller'in (1958) çalışmasının akabinde sermaye yapısıyla ilgili olarak, "Ödünleşme", "Finansman Hiyerarşisi", "Asimetrik Bilgi" ve "Temsil Maliyetleri" teorileri öne sürülmüştür. Modern teoriler olarak da adlandırılan söz konusu teoriler, sermaye yapısı karar ve tercihlerinin belirleyicilerini tespit etmeye çalışmaktadır[74].

2.2.1 Ödünleşme (Trade-off) Teorisi

Kraus ve Litzenberg (1973) tarafından geliştirilen Ödünleşme teorisi, borçlanmanın hem avantajı hem de dezavantajı olması[75], diğer bir deyişle borçla finansman arttıkça vergi kalkanı avantajının bulunmasına karşın artan borçlanmanın iflas maliyetlerini de artırması şeklinde ifade edilebilir[76]. Bahis konusu teori, hedef kaldıraç oranının firmadan firmaya değiştiğini öne sürmektedir. Anılan teoriye göre daha güvenli, maddi duran varlığa sahip ve vergilendirilebilir geliri yüksek işletmeler, daha yüksek kaldıraç oranına

[74] Öztürk, M. Başaran, Şahin, Eyyüp Ensari, "İMKB'de İşlem Gören Spor Firmalarının Sermaye Yapılarının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz", **Verimlilik Dergisi**, 2017, C.2013, S.1, s.12.
[75] Myers, Stewart C., The Capital Structure Puzzle, **The Journal of Finance**, 1984, C.39, S.3, s.577.
[76] Brigham, F. Eugene, Houston, F. Joel, a.g.e., s.476.

sahip olmalıdır. Kârlılığı düşük, maddi duran varlığı yetersiz olan riskli şirketler ise esasen özkaynak yoluyla finansmanı tercih etmelidir[77].

Bu yaklaşıma göre, sermaye yapısının ayarlanmasının hiçbir maliyeti söz konusu olmasaydı her firma kendi hedef kaldıraç oranında sabit kalabileceği, diğer yandan optimal sermaye yapısının oluşturulmasında hem maliyetlerin hem de engellerin mevcut olduğu, dolayısıyla şirketlerin, kendilerini hedef sermaye yapısından uzaklaştıran rassal faktörleri hemen bertaraf edemeyecekleri için, işletmeler arasında aynı hedef sermaye yapısına sahip olanlarda bile fiili sermaye bileşimlerinde rassal farklılıklar görüleceği varsayılmaktadır[78].

Literatürde ödünleşme teorisi, statik ve dinamik ödünleşme şeklinde iki farklı şekilde yer almaktadır[79]. Statik ödünleşme modeli, işletmelerin mevcut sermaye yapılarının optimal düzeyde olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu durum, teorinin tek zamanlı olarak kurgulanmasıyla ilgilidir. Dinamik ödünleşme teorisi ise zaman faktörünü dikkate almaktadır.

2.2.2 Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Teorisi

Donaldson'ın 1961 yılındaki "Gagalama"[80] diye de isimlendirilen çalışmasından esinlenilerek Myer ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen "Finansman Hiyerarşisi"

[77] Brealey, A. Richard, Myers, C. Stewart, Allen, Franklin, **Principles of Corporate Finance**, 11. Baskı, McGraw-Hill, 2014, s.465,466.
[78] Brealey, A. Richard, Myers, C. Stewart, Allen, Franklin, a.g.e., s.466.
[79] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.38.
[80] İskenderoğlu, Ömer, Karadeniz, Erdinç, Ayyıldız, Nazif, "Türkiye Enerji Sektöründe Sermaye Yapısını Belirleyen Değişkenlerin Analizi: Türiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Üzerinde Bir Araştırma", **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, 2016, C.17, S.51, s.77.

teorisinin arkasında asimetrik bilgi yatmaktadır[81]. Finansman Hiyerarşisinin[82] öngörüleri aşağıda sıralanmıştır:

- İşletmelerin tercihleri iç fonlardan yanadır.
- Temettü ödemelerinin kolay değişmeyen bir yapısı olmasına ve temettü ödeme oranlarının sadece değerli yatırım fırsatları çerçevesinde aşamalı bir şekilde değiştirilmesine karşın, işletmeler hedef temettü dağıtımı oranlarını kendi yatırım imkânlarına uyarlarlar. Bu durumda yatırım yapılması halinde temettü oranı düşecektir[83].
- İşletmenin iç fon miktarı yatırım giderlerinden küçük ise dönen değer niteliğindeki menkul değerler de yatırımlar için sarf edilebilecektir.
- Dış kaynak kullanmak zarureti doğarsa işletmeler, öncelikle iç fonlardan faydalanma, sonrasında ise sırasıyla borçlanma, hisse senedine dönüştürülebilir borçlanma senetleri ve en son hisse senedi ihracı şeklinde bir finansman sırası izleyecektir[84].

Literatürde yer alan sermaye yapısının belirleyicilerine yönelik çalışmaların yoğunlukla "Ödünleşme" ve "Finansman Hiyerarşisini" test etmek amaçlı yapıldığı ve belirleyici olarak test edilen değişkenlerin bu minvalde tercih edildiği görülmüştür. Bu çerçevede, söz konusu iki teorinin ayrıldıkları ana değişkenler, kârlılık, firma büyüklüğü,

[81] Terim, Burak, Kayalı, Cevdet Alptekin, a.g.m., s.120.
[82] Myers, Stewart C., a.g.m., s.581.
[83] Okuyan, Aydın H., Taşçı, Mehmet H., "Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama", **Ekonomik Yaklaşım**, 2010, C.21, S.76, s.58.
[84] Gülşen, Ahmet Zafer, Ülkütaş, Özge, "Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerinde Bir Uygulama", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2012, C.8, S.15, s.50.

varlık yapısı, büyüme oranı ve büyüme olanaklarıdır. Söz konusu değişkenlerin sermaye yapısıyla ilişkileri Tablo 6'da sunulmuştur[85].

Tablo 6:Ödünleşme ve Finansman Hiyerarşisi Teorilerinin Değişkenler Bazında Kıyaslanması

Değişkenler	Sermaye Yapısı (Kaldıraç) İle İlişkinin Yönü	
	Ödünleşme	Finansman Hiyerarşisi
Kârlılık	+	-
Firma Büyüklüğü	+	-
Varlık Yapısı	+	-
Büyüme Oranı	-	+
Büyüme Olanakları	-	+

2.2.3 Bilgi Asimetrisi (Sinyal) Teorisi

Asimetrik bilgi, işletme yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki bilgi farklılığı olarak ifade edilebilir. Yönetici ve yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin işletmeye bir maliyeti söz konusudur[86].

Asimetrik bilgiden kaynaklı maliyetler firmanın borçlanmayı tercih etmeyerek bugünkü değeri pozitif olan bir yatırımdan vazgeçtiği durumlarda söz konusu olmaktadır. İşletme yöneticileri dış yatırımcılara göre işletmeye ilişkin daha fazla bilgiye sahiptir. Bu husus yöneticileri fırsatçı davranmaya itebilir. Şöyle ki, şirket hisse fiyatları piyasada şirket değerinin oldukça üstünde ise, yöneticiler derhal hisse senedi ihracına yönelir. Bu durumda, hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile gerçek fiyatı arasında fark büyüyecektir; zira yatırımcılar şirket yöneticilerine nazaran şirket varlıklarının gerçek değerini iyi

[85] Burucu, Hümeyra, Öndeş, Turan, "Türk İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi", **Çankırı Karatekin Üniversitesi Dergisi**, 2016, C.6, S.1, s.206.
[86] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.52.

bilmedikleri için piyasa fiyatının gerçeği yansıtıp yansıtmadığını anlamakta zorlanacaktır[87].

Uyanık yatırımcılar, işletmenin daha fazla hisse ihracının arkasında piyasanın hisse senedini değerinden fazla (over value) fiyatladığının farkındadır. Bu nedenle, şirkete yeni yatırım yapacak olan bu yatırımcılar piyasa fiyatının altında fiyat teklif ederek hissenin fiyatını düşürmek isterler. İşletme hisse senedi ihracını yatırımlarını fonlamak adına yapıyorsa, hisselerin piyasa fiyatının altında satılması, eski yatırımcılara nazaran yeni yatırımcıları daha kârlı kılacaktır. Bu tür bir durumu önlemek adına, yeni yatırım feasable (yapılabilir) olsa bile yatırımdan vazgeçmek durumunda kalabilecektir. Bu sebeplerle, yeni yatırımın hisse senedi ihracı yerine farklı bir menkul kıymet ihracı ile fonlanması bahse konu asimetrik bilgi maliyetini ortadan kaldıracaktır[88].

Asimetrik bilgi teorisinin literatürde "**Sinyal**" teorisi olarak isimlendirildiği de görülmektedir. Örneğin, bir işletmeye ilişkin yöneticilerin gelecek beklentisi kötü ise öngörülen zararın paylaşılabileceği yeni ortaklar temin etmek için hisse senedi ihracı yöntemine gidilmektedir. Bu tür bir durumda, akıllı bir yatırımcı olarak, yeni hisse senedi ihraç edecek olan bir işletme açısından şu düşünülmelidir: "Şirket yöneticilerinin gelecek beklentileri kötümser olduğu için hisse ihracı yapılıyor. Dolayısıyla, firma değerine dair tahminimi düşürmeliyim, öyleyse beklentim firma değerinin (hisse fiyatının) düşmesi yönünde olacaktır". Özetle, bir işletmenin hisse senedi ihracı, genellikle işletmenin geleceğinin pek parlak olmadığı sinyalini vermektedir. Sonucunda ise, ihraç edilen hisselerin ve dolayısıyla firmanın değeri düşecektir. Zira, ampirik veriler bu hususu doğrulamaktadır[89].

[87] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.52.
[88] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.52.
[89] Brigham, F. Eugene, Houston, F. Joel, a.g.e., s.478.

2.2.4 Temsilcilik Maliyetleri

Jensen ve Meckling tarafından 1976 yılında geliştirilen "Temsilcilik Maliyetleri" teorisi; işletme yöneticileri ile hissedarlar arasındaki ve işletmeden alacaklı olanlar ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasına dayanmaktadır[90]. Çıkar çatışmasının tarafları şöyledir[91]:

- Mevcut ve potansiyel hissedarlar arasında,
- Yatırımcılar (Kreditörler) ve hissedarlar arasında,
- İşletme yöneticileri ile hissedarlar arasında.

Hissedarların işletmeye yaptıkları yatırımdan beklediği getiri, kreditörlerin beklediği tutardan daha fazladır. Dolayısıyla kreditörler, işletmeye verdikleri borcu garanti altına almak adına riski daha düşük projeleri yeğlerken, hissedarlar ise daha riskli projelere rağbet etmektedir. Bu doğrultuda, kreditörler daha riskli projeyi daha yüksek bir getiri ile kabul etmektedir. Bu durumda artan maliyet hissedarların aleyhine olmaktadır. Bu teoriye göre, bir işletmenin borçlanmasının artması dışardan temin edilen fonun temsilcilik maliyetini azaltmak suretiyle firma değerine katkı yapacaktır[92].

2.3 Literatür Taraması

Sermaye yapısının (kaldıraç oranının) belirleyicilerine yönelik olarak yapılan yerli ve yabancı çalışmalar özet mahiyetinde kronolojik şekilde aşağıda anlatılmaktadır.

---

[90] Demirhan, Dilek, "Sermaye Yapısını Etkileyen İşletmeye Özgü Faktörlerin Analizi:İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, C.9, S.2, 2009, s.680.
[91] Ata H. Ali, Ağ Yusuf, "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, S.11, 2010, s.47.
[92] Demirhan, Dilek, a.g.m., s.680.

Titman ve Wessels, 1988 yılında yaptıkları çalışmada, ürün benzersizliği (Uniqueness) ile uzun vadeli borçlanma oranı arasında pozitif; firma büyüklüğü ile kısa vadeli borçlanma oranı arasında pozitif; kârlılığın analizde kullanılan tüm borçlanma oranları[93] üzerinde negatif etkisinin bulunduğunu ortaya koymuştur[94].

Harris ve Raviv, 1991 yılında yaptıkları çalışmada, sermaye yapısı ile duran varlıklar, borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları ve firma büyüklüğü arasında pozitif yönlü; volatilite, reklam harcamaları, iflas riski, kârlılık ve ürün benzersizliği arasında ise negatif yönlü bir ilişki tespit etmiştir[95].

Rajan ve Zingales[96], 1994 senesindeki G7[97] ülkelerine yönelik yaptıkları çalışmada, sermaye yapısı ile firma büyüklüğü ve varlık yapısı[98] arasında pozitif; sermaye yapısı ile büyüme olanakları ve kârlılık[99] arasında negatif yönlü ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur[100].

Booth vd. tarafından, 2001 yılında muhtelif sayıdaki ülke için kaynak bileşimine etki eden faktörlere ilişkin bir çalışma yapmıştır. Bahse konu ülkelerde faaliyet gösteren büyük ölçekli işletmelerin 1980-1990 dönemi arasındaki bilançoları ile kâr/zarar tablolarındaki verileri analiz edilmiştir. Söz konusu çalışmada bağımsız değişkenler

[93] Çalışmada uzun vadeli borç, kısa vadeli borç ile "Convertible debt" şeklinde ifade edilen ve "Hisse senedine dönüştürülebilir borç" şeklinde Türkçe'ye çevrilen borç tutarları sermayenin defter değeri (book value) ve piyasa değerine (market value) bölünmek suretiyle elde edilen 6 sermaye yapısı (kaldıraç) oranı kullanılmıştır.
[94] Titman, Sheridan, Wessels, Roberto, "The Determinants of Capital Structure Choice", **The Journal of Finance**, C.153, S.1, 1988, s.13.
[95] Harris, Milton, Raviv, Artur, "The Theory of Capital Structure", **The Journal of Finance**, C.156, S.1, 1991, s.336.
[96] Rajan, Raghuram G., Zingales, Luigi, "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data", **National Bureau of Economic Research, Working Paper** No.4875, 1994 s.44,45,46.
[97] Japonya, Almanya, Fransa, İtalya, İngiltere, Kanada, ABD.
[98] Duran varlıklar/aktif toplamı.
[99] Faiz, vergi, amortisman öncesi kâr/aktif toplamı.
[100] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.64.

arasında toplam borç ve uzun vadeli borç bulunmaktadır. Bağımlı değişkenler arasında bazı makro ölçümlerin yanı sıra aktif kârlılığı oranı da bulunmaktadır. Modelde işletmelerin üç farklı borç oranı regresyon analizine tabi tutulmuştur. Analiz sonucunda, gelişmekte olan ülke firmalarının toplam ve uzun vadeli borçlanma oranları ile kârlılık arasında ters yönlü (-) bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir[101].

Özkan tarafından 2001 yılında yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile büyüme olanakları, likidite, kârlılık ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif yönlü; sermaye yapısı ile işletme büyüklüğü arasında pozitif yönlü ilişki ortaya konmuştur[102].

Acaravcı ve Doğukanlı 2004 yılında yaptıkları çalışmada, İMKB'de işlem gören 1992-2002 dönemleri için 66 şirket üzerinden yaptıkları çalışmada, firma-spesifik değişkenlerin yanı sıra makro değişkenler ile finansal piyasalara has değişkenler de test edilmiştir. Söz konusu çalışma sonucunda, şirket aktiflerinin büyüme oranı, bankacılık sektörü gelişmişliği, kurumlar vergisi oranı, enflasyon, toplam kamu iç borç stoku/nominal gayri safi yurtiçi hasıla değişkenleri ile sermaye yapısı arasında pozitif yönlü; kârlılık ve sabit varlıklar/toplam aktifler oranı ile sermaye yapısı arasında ise negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir[103].

Hall vd. tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada, sermaye yapısı olarak kısa ve uzun dönem borcun toplam aktife oranı kullanılmış olup sermaye yapısı (Uzun dönem borç oranı) ile kârlılık arasında negatif yönlü, kısa dönem borç oranı ile varlık yapısı ve büyüklük arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, uzun dönem borç oranı ile

[101] Yılmaz, Hülya, a.g.e., s.66.
[102] Özkan, Aydın, "Determinant of Capital Structure and Adjustment To Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data", **Journal of Business, Finance and Accounting**, 2001, C.28, S.1-2, s.175-198
[103]https://www.researchgate.net/publication/23532939_Turkiye"de_Sermaye_Yapisini_Etkileyen_Faktorlerin_Imalat_Sanayiinde_Sinanmasi (06.01.2019)

kârlılık, varlık yapısı, işletme yaşı ve büyüklük arasında negatif yönlü, büyüme ile pozitif yönlü ilişki olduğu ortaya koyulmuştur[104].

Sayılgan vd. tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile işletme büyüklüğü, aktif büyüme oranı ile pozitif yönlü, sermaye yapısı ile borç dışı vergi kalkanı (annual deprecitaion expense/total assets), varlık yapısı (tangible assets+inventories/total assets), tesis makine ve cihazlardaki (plants, property, equipment) büyüme oranı arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir[105].

Korkmaz vd. tarafından 2007 yılında yapılan çalışmada, İMKB'de işlem gören KOBİ statüsündeki işletmelere yönelik olarak 1997-2004 yıllarına ilişkin verileri analiz edilmiş olup KOBİ'lerin sermaye yapısında borç dışı vergi kalkanı, işletme riski ve kârlılığın en önemli değişkenler olduğu, sermaye yapısı ile aktif kârlılığı arasında pozitif, sermaye yapısı ile özkaynak kârlılığı arasında ise negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[106].

Frank ve Goyal tarafından 2009 yılında yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile içinde bulunulan endüstri, firma büyüklüğü, varlık yapısı ve beklenen enflasyon arasında pozitif, sermaye yapısı ile kârlılık ve piyasa değeri/defter değeri oranı arasında ise negatif yönlü ilişki ortaya koyulmuştur[107].

---

[104] Hall, Graham C., Hutchinson, Patrick J, Michaelas, Nicos, "Determinants of The Capital Structures of European SMEs, Journal of Business", **Finance and Accounting**, 2004, C.31, S.5-6, s.711-728.

[105] Sayılgan, Güven, Karabacak, Hakan, Küçükkocaoğlu, Güray, "The Firm-Spesific Deteminants of Corporate Capital Structure, Evidence From Turkish Panel Data", **Investment Management and Financial Innovations**, 2006, C.3, S.3, s.125-139.

[106] Korkmaz, Turhan, Albayrak, Ali Sait, Karataş, Abdülmecit, "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören KOBİ'lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi 1997-2004 Dönemi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 2007, C.22, S.253, s.79-96.

[107] Frank, Murray Z., Goyal, Vidhan K., "Capital Structure Desicion: Which Factors Are Relibly Important?", **Financial Management**, 2009, C.38, S.1, s.1-37.

Demirhan tarafından 2009 yılında, borsaya kote yirmi işletmenin 2003-2006 seneleri itibarıyla dört yıllık verileri üzerinden yapılan çalışmada; sermaye yapısı ile kârlılık, likidite, varlık yapısı arasında negatif, sermaye yapısı ile firma büyüklüğü arasında ise pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir[108].

Terim ve Kayalı tarafından 2009 yılında, İMKB'de işlem gören imalat sanayi şirketlerinin 2000-2007 yıllarına ilişkin verileri üzerinden altı farklı sermaye yapısı oranı kullanılarak yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı arasında negatif yönlü, sermaye yapısı ile büyüklük arasında ise pozitif yönlü ilişki olduğu ortaya koyulmuştur. Sermaye yapısı ile kârlılık arasında ise hem pozitif hem de negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[109].

Yıldız vd. tarafından 2009 yılında İMKB'de işlem gören imalat sanayi şirketleri üzerinden yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile kârlılık arasında negatif yönlü, sermaye yapısı ile büyüme arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir[110].

Ata ve Ağ tarafından 2010 yılında yapılan çalışmada, firma büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında pozitif yönlü; diğer değişkenler olan büyüme oranı, yapay büyüme oranı, faiz karşılama oranı ve likidite oranı ile sermaye yapısı arasında ise negatif yönlü ilişki olduğu ortaya konulmuştur[111].

[108] Demirhan, a.g.m., s.692.
[109] Terim, Burak, Kayalı, Cevdet Alptekin, a.g.m., s.125-154.
[110] Yıldız, Mehmet Emin, Yalama, Abdullah, Sevil, Güven, "Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Panel Veri Analizi Kullanılarak İMKB İmalat Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Uygulama", **İktisat, İşletme ve Finans**, 2009, C.24, S.278, s.25-45.
[111] Ata, H. Ali, Ağ, Yusuf, "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, S.11, 2010, s.45-60.

Okuyan ve Taşçı tarafından 2010 yılında yapılan çalışmada, İMKB'de işlem gören 196 adet reel sektör şirketinin 2001-2008[112] yılları arasında yer alan üçer aylık dönemlerdeki verileri analiz edilmiş olup sermaye yapısı ile işletme büyüklüğü ve büyüme oranı arasında pozitif yönlü, sermaye yapısı ile varlık yapısı ve işletme riski arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. İç fon akımları ile kısa vadeli borç oranı arasında pozitif, uzun vadeli borç oranı arasında ise negatif yönlü ilişki saptanmıştır[113].

Sayılgan ve Uysal tarafından 2011 yılında, Merkez Bankası bilançoları üzerinden 10 adet sektörün 1996-2008 yıllarına ilişkin finansal verileri kullanılarak yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile kârlılık, varlık yapısı, büyüme olanakları, firma büyüklüğü arasında pozitif yönlü, borç dışı vergi kalkanı arasında ise negatif yönlü ilişki olduğu ortaya koyulmuştur[114].

Biörck ve Lagercrantz tarafından 2011 yılında gerçekleştirilen çalışmada, sermaye yapısı üzerine etki eden bağımsız değişkenler arasında firma yaşı da bulunmaktadır. Çalışma sonucunda, sermaye yapısı ile firma yaşı, efektif vergi oranı, kârlılık arasında negatif yönlü; sermaye yapısı ile büyüklük, büyüme olanakları ve varlık yapısı arasında ise pozitif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir[115].

Gülşen ve Ülkütaş tarafından 2012 yılında İMKB'de işlem gören sanayi işletmeleri üzerinden 1990-2005 yılları verileri üzerinden yapılan çalışmada, sermaye

[112] 2001 yılının 2. çeyreği ile 2008 yılının 2. çeyreği arası.
[113] Okuyan, Aydın H., Taşçı, Mehmet H., "Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama", **Ekonomik Yaklaşım**, 2010, C.21, S.76, s.55-72.
[114] Sayılgan, Güven, Uysal, Bahadır, a.g.m, s.106,107,118.
[115] TOPALOĞLU, Emre Esat, "Sermaye Yapısına Etki Eden Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Analizleri İle Belirlenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama", http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/1534336159.pdf (03.11.2018), 2018, s.68.

yapısı ile kârlılık, işletme büyüklüğü ve büyüme fırsatları arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir[116].

Köksal vd. tarafından 2013 yılında yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile büyüklük, potansiyel borç, vergi, endüstri ortalama kaldıraç oranı, enflasyon, sermaye akımları arasında pozitif yönlü, sermaye yapısı ile kârlılık, varlık yapısı, büyüme olanakları, işletme riski arasında ise negatif yönlü ilişki olduğu ortaya konmuştur[117].

Sarıoğlu vd. tarafından 2013 yılında İMKB'ye kayıtlı çimento, otomotiv ve bilişim sektörlerinde yer alan şirketlerin 2007-2011 yıllarına ilişkin verileri üzerinden yapılan çalışmada, sermaye yapısı belirleyicilerinin sektörler arasında farklılık gösterdiği, çimento sektöründe aktif büyüklüğü ve kârlılığın, otomotiv sektöründe satışların büyüme hızı, bilişim sektöründe ise büyüklük, varlık yapısı ve satışların etkili olduğu ortaya koyulmuştur. Söz konusu sektörlerin sermaye yapısı ile şirket büyüklüğü arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca bilişim sektöründe satışların büyüme hızı ile maddi duran varlıkları (varlık yapısı) arttıkça sermaye yapısı da borçlanma yönünde pozitif yönde etkilenmektedir[118].

Öztürk ve Şahin tarafından 2013 yılında İMKB'de işlem gören spor işletmelerinin 2005-2011 yıllarına ilişkin verileri üzerinden yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile kârlılık, firma büyüklüğü arasında pozitif yönlü, sermaye yapısı ile varlık yapısı ve büyüme olanakları arasında negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[119].

[116] Gülşen, Ahmet Zafer, Ülkütaş, Özge, a.g.m., s.49-60.
[117] Köksal, Bülent, Osman, Cüneyt, Oduncu, Arif, "Determinant of Capital Structure: Evidence From A Major Emerging Market Economy, s.1-48.
[118] Sarıoğlu, Serra Eren, Kurun, Engin, Güzeldere, Harun, "Sermaye Yapısı Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, 2013, C.13, S.4, s.481-496.
[119] Öztürk, M. Başaran, Şahin, Eyyüp Ensari, a.g.m., s.7-24.

Halaç ve Durak tarafından 2013 yılında yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile faiz oranı ve ÜFE (Üretici Fiyat Endeksi) arasında negatif yönlü, döviz kuru ile pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[120].

Esen vd. tarafından 2014 yılında, İMKB'ye kayıtlı 19 adet gıda firmasının 2007-2012 yıllarına ilişkin verileri üzerinden yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları, kârlılık ve büyüklük arasında negatif yönlü ilişki olduğu ortaya koyulmuştur[121].

Güner tarafından 2015 yılında BİST'te işlem gören 131 şirketin 2008-2014 yıllarına ilişkin verileri üzerinden yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile büyüklük, büyüme olanakları, borç dışı vergi kalkanı, kârlılık ve likidite arasında negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[122].

İskenderoğlu vd. tarafından 2016 yılında Türkiye'de faaliyet gösteren enerji şirketlerinin 1996-2011 yıllarına dair TCMB sektörel bilançoları kullanılarak yapılan analizde, sermaye yapısı ile kârlılık (Özkaynak kârlılığı) arasında negatif ilişki olduğu ortaya konulmuştur[123].

Burucu ve Öndeş tarafından 2016 yılında BİST'te kayıtlı 50 adet işletmenin 1990-2014 yıllarına ilişkin verileri üzerinde yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile firma

[120] Halaç, Umut, Durak, Mustafa Gürol, a.g.m., s.502.
[121] Esen, Fatih Sinan, Öztürk, Serap Pelin, Esen Ülkühan Bilge, "Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Gıda Firmaları Üzerine Bir Uygulama", **Journal of Economics, Finance and Accounting**, 2014, C.1, S.3, s.173-183.
[122] Güner, Ayşegül, "The Determinants of Capital Structure Desicion: New Evidence from Turkish Companies", İstanbul Conference of Economics and Finance ICEF 2015 22-23 October, İstanbul Turkey, s.84-89.
[123] İskenderoğlu, Ömer, Karadeniz, Erdinç, Ayyıldız, Nazif, "Türkiye Enerji Sektöründe Sermaye Yapısını Belirleyen Değişkenlerin Analizi: Türiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Üzerinde Bir Araştırma", **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, 2016, C.17, S.51, s.73-92.

büyüklüğü, kârlılık, varlık yapısı ve likidite arasında negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[124].

Matias ve Serrasqueiro tarafından 2017 yılında üç farklı sermaye yapısı oranı kullanılarak yapılan çalışmada, sermaye yapısı ile kârlılık arasında negatif; sermaye yapısı ile firma büyüklüğü arasında ise pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Bahis konusu çalışmada kullanılan üç sermaye yapısından ikisi ile işletme yaşı arasında güçlü ve negatif yönlü ilişki olduğu ortaya koyulmuştur. Benzer anılan çalışmada kullanılan iki sermaye yapısı oranı ile varlık yapısı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[125].

Dinçergök tarafından 2017 yılında, BİST'te işlem gören firmaları dört farklı kategoriye ayırmak suretiyle ve üç farklı sermaye yapısı oranı üzerinden 2000-2007 yıllarına ilişkin veriler kullanılarak yapılan çalışmada, tüm şirket kategorilerinde kısa vadeli sermaye yapısı oranı ile faiz oranları ve varlık yapısı arasında negatif yönlü, döviz kuru volatilitesi arasında pozitif yönlü ilişki olduğu ortaya koyulmuştur. Söz konusu çalışmada toplam borcu ifade eden sermaye yapısı oranı ile varlık yapısı ve faiz oranları arasında negatif, büyüme olanakları arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Çalışmada ayrıca kârlılıkla sermaye yapısı arasında ise negatif yönlü ilişki olduğu ortaya koyulmuştur[126].

Sayılgan ve Cansız tarafından 2017 yılında, BİST'e kayıtlı 169 adet reel sektör firmasının 2003-2014 yılları arasındaki verileri üzerinden yapılan çalışmada, sermaye

[124] Burucu, Hümeyra, Öndeş, Turan, "Türk İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi", **Çankırı Karatekin Üniversitesi Dergisi**, 2016, C.6, S.1, s.201-225.
[125] Matias, Fernando, Serrasqueiro, Zelia, "Are There Reliable Determinant Factors of Capital Structure Desicion? Empirical Study of SMEs In Different Regions of Portugal", **Research in International Business and Finance**, 2017, C.40, s.19-33.
[126] Dinçergök, Burcu, "Sermaye Yapısı Kararlarında Firma Büyüklüğünün Rolü: BIST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama", **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 2017, C.9, S.2, s.89-109.

yapısı ile kârlılık, varlık yapısı arasında negatif yönlü; sermaye yapısı ile büyüme olanakları, işletme riski ve kamu borç oranı (Kamu iç borç stoku/Nominal gayri safi yurtiçi hâsıla) arasında ise pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir[127].

Guo vd. tarafından 2018 yılında yapılan çalışmada, Çin'de faaliyet gösteren büyük işletmeler analize konu edilmiş olup sermaye yapısı ile firma büyüklüğü, büyüme olanakları, kârlılık, sahiplik (ownership) ve varlık yapısı arasında pozitif yönlü, sermaye yapısı ile borç dışı vergi kalkanı arasında ise negatif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir[128].

Sermaye yapısının belirleyicilerine yönelik yukarıda özetlenen literatür çalışmalarında, konuya ilişkin temel teorilerden belirli değişkenler bazında birbirlerine karşıt sonuçlar öngören Ödünleşme ve Finansman Hiyerarşisi teorileri kapsamında firma spesifik değişkenlerin sıklıkla kullanıldığı gözlemlenmiştir. İlave olarak, firma spesifik değişkenler kadar sık kullanılmasalar da ilgili çalışmanın konu edildiği işletmelerin bulundukları ülkelerdeki makroekonomik faktörlerin de analizlerde kullanıldığı anlaşılmıştır. Yukarıda yer verilen literatür dikkate alındığında Türkiye'deki firmalara yönelik çalışma sonuçlarının genellikle Finansman Hiyerarşisi teorisiyle uyumlu olduğunu söylemek mümkündür. Bu hususun diğer çalışmalarda da ifade edildiği görülmektedir[129].

Yukarıda yer verilen çalışmalarda kullanılan değişkenler özet olarak ilgili çalışmayla birlikte Tablo 7'de verilmiştir.

[127] Sayılgan, Güven, Cansız, Seda, a.g.m., s.135-161.
[128] Guo, Liang, Liu, Yu, Dai, Ya, Zhang, Hongxian, "A Re-Examination of The Capital Structure Theory: Evidence From Chinese Listed Companies", **Theoratical Economic Letters**, C.8, s.935-959.
[129] Sayılgan, Güven, Cansız, Seda, a.g.m., s.135-161.

Tablo 7:Literatürde Yer Alan Değişkenler ve Kullanıldıkları Çalışmalar

Değişken Türü	**Çalışma**
Firma Spesifik Değişkenler	Titman ve Wessels (1988); Harris ve Raviv (1991); Rajan ve Zingales (1994); Özkan (2001); Acaravcı ve Doğukanlı (2004); Hall vd. (2004); Sayılgan vd. (2006); Kormaz vd. (2007); Demirhan (2009); Terim ve Kayalı (2009); Yıldız vd. (2009); Frank ve Goyal (2009); Ata ve Ağ (2010); Okuyan ve Taşçı (2010); Sayılgan ve Uysal (2011); Biörck ve Lagercrantz (2011[130]); Gülşen ve Ülkütaş (2012); Köksal vd. (2013); Sarıoğlu vd. (2013); Öztürk ve Şahin (2013); Esen vd. (2014); Güner (2015); Burucu ve Öndeş (2016); İskenderoğlu vd. (2016); Sayılgan ve Cansız (2017); Dinçergök (2017); Matias ve Serrasquerio (2017); Guo vd, (2018)
Makroekonomik Değişkenler	Acaravcı ve Doğukanlı (2004); Frank ve Goyal (2009); Halaç ve Durak (2013); Köksal vd. (2013); Dinçergök (2017); Sayılgan ve Cansız (2017)

[130] Topaloğlu, Emre Esat, a.g.m., s.68.

3 FAKTORİNG ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ

3.1.1 Veriler ve Araştırma Metodolojisi

3.1.1.1 Veriler

Çalışmamız Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nca faaliyet iznine sahip olan toplam 57 adet[131] **(Ek:1)** faktoring şirketinin son beş ardışık yılsonu (31.12.2017, 31.12.2016, 31.12.2015, 31.12.2014, 31.12.2013) bilanço verilerinin panel veri yöntemi ile analizine dayanmaktadır. Analizimiz esasen sektördeki tüm faktoring şirketlerini kapsamakla birlikte, 3 adet faktoring şirketinin muhtelif tarihli finansal tablo verilerine ulaşılamaması sebebiyle 3 adet şirket analiz dışı kalmıştır. Bu bağlamda, analizimizin temelini 57 adet şirket verisi oluşturmuştur. Faktoring sektöründe toplam 60 adet şirketin faaliyet gösterdiği dikkate alındığında sadece 3 adet şirketin[132] dışlanmak zorunda kalınması bakımından panel çalışmamızın tüm sektöre yönelik bir analiz mahiyetine sahip olduğunu söylemek mümkündür.

Panel veri analizinin ardışık son 5 hesap dönemi (2013-2017) sonu olarak belirlenmesinde toplam 60 adet faktoring şirketinin bazıları için daha fazla geçmiş dönem finansal verisine ulaşılamaması ve 2012 yılsonundaki mevzuat değişikliği sonucunda şirketlerin ödenmiş sermayelerinin yasal olarak 5 milyon TL'den 20 milyon TL'ye

[131] Ek:1'deki liste 31.12.2017 tarihli verilere dayanmakta olup 31.12.2017 tarihli şirket sayılarını içermektedir. Bu sebeple 31.12.2017 tarihli BDDK'ca yayınlanan faaliyet gösteren faktoring şirketi sayısı 61'dir. Öte yandan işbu Yüksek Lisans Tezine konu edilen Panel Analizinin veri toplama aşamasında BDDK'nın yayınladığı faaliyet izni bulunan en güncel şirket listesinde yer alan şirket sayısı 60'tır.

[132] Ek:1'deki listede yer alan şirketlerden 13 no.lu Berg Faktoring A.Ş., 17 no.lu Çözüm Faktoring A.Ş. ve 39 no.lu Merkez Faktoring A.Ş. unvanlı toplam 3 adet şirket mali verilerine ulaşılamadığı için panel analizine konu edilememiştir.

çıkarılması hususları etkili olmuştur. Anılan ödenmiş sermaye düzenlemesine intibak edemeyen çok sayıda şirket kapanmış olup bahse konu düzenlemenin yürürlüğe girdiği 2012 yılsonu sektörde faaliyet gösteren şirket sayısı bakımından sermaye düzenlemesi kapsamında bir milat niteliğindedir. Bu bağlamda son 5 yılsonunun analiz için en uygun zaman dilimi olacağı sonucuna varılarak çalışmada son 5 yılsonu verileri üzerinden gerçekleştirilmiştir.

3.1.2 Değişkenler

Bir işletmenin sermaye yapısı sadece firmaya özgü değişkenlerden etkilenmemektedir. Dolayısıyla, sermaye yapısının belirlenmesinde aynı zamanda faaliyet gösterilen ülkenin makroekonomik göstergeleri de önemli birer unsur oluşturmaktadır[133]. Buradan hareketle, çalışmada hem firmaya özgü (firma spesifik) değişkenler hem de makro ekonomik göstergeler analize tabi tutulmuştur.

Çalışmada, sermaye yapısının belirleyicilerine yönelik temel teoriler ile literatür çalışmalarının ışığında iki ana değişken grubu altında belirlenen bağımsız değişkenlerden oluşmaktadır[134]. Söz konusu değişken grupları şunlardır:

1) Firma-spesifik değişkenler,
2) Makroekonomik değişkenler.

[133] Sayılgan, Güven, Uysal, Bahadır, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz: 1996 – 2008", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, C.66, S.4, 2011, s.107.

[134] Acaravcı ve Doğukanlı (2004) tarafından yapılan çalışmada da firma spesifik, piyasaya özgü ve makroekonomik değişkenlere dayanan üç ana bağımsız değişken grubu kullanılmıştır.

3.1.2.1 Firma Spesifik Değişkenler

Sermaye yapısına ilişkin olarak literatürde yer alan çalışmalarda muhtelif sayıda ve çeşitte borçlanma oranının sermaye yapısını temsil eden bağımlı değişken olarak analizlere konu edildiği görülmüştür. Çalışmamızda, sermaye yapısı bağımlı değişkeni olarak "Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynaklar" oranı (Korkmaz vd., 2007; Demirhan, 2009; Terim ve Kayalı, 2009; Sayılgan ve Uysal, 2011) kullanılmıştır.

Kârlılık, bağımsız değişken olarak literatürdeki birçok çalışmada yer almaktadır (Titman ve Wessels, 1988; Harris ve Raviv, 1991; Rajan ve Zingales, 1994; Özkan, 2001; Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; Sayılgan vd., 2006; Kormaz vd., 2007; Demirhan, 2009; Terim ve Kayalı, 2009; Yıldız vd., 2009; Frank ve Goyal, 2009; Sayılgan ve Uysal, 2011; Gülşen ve Ülkütaş, 2012; Sarıoğlu vd., 2013; Öztürk ve Şahin, 2013; Esen vd., 2014; Köksal vd., 2015; Güner, 2015; Burucu ve Öndeş, 2016; İskenderoğlu vd., 2016; Sayılgan ve Cansız, 2017; Dinçergök, 2017; Guo vd, 2018). Ayrıca, kârlılık Ödünleşme ve Finansman Hiyerarşisi teorilerinin ayrıştığı temel noktalardan biridir. Çalışmamızda, kârlılık değişkenleri olarak temel oran niteliğindeki aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılığı kullanılmıştır. Bu çerçevede aktif kârlılığı olarak net kârın toplam aktife oranı (Demirhan, 2009; Kormaz vd., 2007; Sayılgan ve Uysal, 2011; Sayılgan ve Cansız, 2017; Öztürk ve Şahin, 2013; Esen vd., 2014; Burucu ve Öndeş, 2016) ve özkaynak kârlılığı olarak net kârın özkaynaklara oranı (Terim ve Kayalı, 2009; Sarıoğlu vd., 2013; İskenderoğlu vd., 2016) panel analizine konu edilmiştir.

Firma büyüklüğü (Titman ve Wessels, 1988; Harris ve Raviv, 1991; Rajan ve Zingales, 1994; Özkan, 2001; Hall vd., 2004; Sayılgan vd., 2006; Korkmaz vd., 2007; Demirhan, 2009; Yıldız vd., 2009; Terim ve Kayalı, 2009; Ata ve Ağ, 2010; Okuyan ve

Taşçı, 2010; Sayılgan ve Uysal, 2011; Gülşen ve Ülkütaş; 2012; Sarıoğlu vd., 2013; Öztürk ve Şahin, 2013; Esen vd., 2014; Köksal vd., 2015; ; Güner, 2015; Burucu ve Öndeş, 2016; Dinçergök, 2017; Guo vd, 2018), borç temini söz konusu olduğunda önemli bir husus olarak ortaya çıkmaktadır. Zira, firma varlıkları alınan borçlara veya kredilere karşı birer teminat oluşturabilmekte ve borçlanmayı kolaylaştırabilmektedir. Buna mukabil, küçük ölçekli firmaların teminat verebilecek aktiflerinin büyük işletmelere göre az oluşu hem kaynak maliyetini artıran hem de bizzat borçlanma olanaklarını daraltan bir faktördür. Bu tür durumlarda küçük işletmeler zorunlu olarak özkaynakla finansmana yönelecektir. Ayrıca büyük işletmeler daha yüksek kredi derecelendirme notları alabilmekte ve bu sayede daha uygun koşullarda borçlanabilmektedir. Ödünleşme teorisi, firma büyüklüğü arttıkça yabancı kaynak temininin de arttığını, dolayısıyla büyüklük ile sermaye yapısı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. Finansman Hiyerarşisi teorisi ise tam tersi bir ilişki öngörmektedir. Türkiye'de faktoring sektörünün aktif büyüklüğü yıllar itibarıyla artış eğilimi göstermiştir. Benzer şekilde sektörün sermaye yapısı da borçlanma yönünde artış sergilemiştir. Buradan hareketle firma büyüklüğünün sermaye yapısındaki değişimde etkili olabileceği düşünülmüştür. Çalışmamızda firma büyüklüğü olarak aktif toplamı kullanılmıştır (Hall vd., 2004; Korkmaz vd., 2007; Demirhan, 2009; Terim ve Kayalı, 2009; Okuyan ve Taşçı, 2010).

Şirket yaşı (Hall vd., 2004; Biörck ve Lagercrantz, 2011[135]; Matias ve Serrasquerio, 2017) sermaye yapısında etkili bir faktördür. Genç işletmeler, daha yaşlı işletmelere göre daha fazla borç temini eğilimi sergilemektedir. Öte yandan, yaşam döngülerindeki hayatta kalma aşamasını geçebilen işletmeler ise kârlarını daha fazla bünyelerinde tutmaları sebebiyle borçlanma eğilimleri daha az olmaktadır[136].

[135] Topaloğlu, Emre Esat, a.g.m., s.68.
[136] Matias, Fernando, Serrasqueiro, Zelia, "Are There Reliable Determinant Factors of Capital Structure Desicion? Empirical Study of SMEs In Different Regions of Portugal", **Research in International Business and Finance**, 2017, C.40, s.19-33.

Türkiye'deki faktoring sektörünün yıllar itibarıyla sermaye yapısının borç yönünde değiştiği görülerek bu hususta şirketlerin yaşlanmasının etkili olabileceği düşünülmüştür. Çalışmamızda şirket yaşı olarak firmaların kuruluş yılları ile çalışmanın dayandığı en son mali tablo yılı olan 2017 arasındaki fark dikkate alınmıştır.

Gecikmeli bağımlı değişken sermaye yapısına (Sayılgan vd., 2006) etki eden faktörlerden biridir. Nitekim Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada, bir dönem gecikmeli (T-1) kaldıraç oranı ile pozitif yönlü bir ilişki ortaya konulmuştur[137]. Türkiye'deki faktoring sektörünün sermaye yapısındaki borç yönlü değişim dikkate alındığında şirketlerin sermaye yapısı kararlarında geçmiş dönem sermaye yapılarını da dikkate alabilecekleri düşünülmüştür. Bu doğrultuda, çalışmamızda sermaye yapısını ifade eden "Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynaklar" oranının bir dönem gecikmeli değeri kullanılmıştır.

3.1.2.2 Makroekonomik Değişkenler

Faiz oranları (Halaç ve Durak, 2013; Dinçergök, 2017) borçlanma maliyetini ifade etmektedir. Faiz oranlarının düşmesinin işletmeleri daha fazla borçlanmak suretiyle yatırım yapmaya yöneltmesi beklenmektedir. Burada, faiz oranındaki azalmanın sermaye maliyetlerindeki azalmaya sebep olacağı ve bu sayede yatırımın artıracağı beklentisi söz konusudur. Bu bağlamda, borçlanmayı tercih eden firmaların kaldıraç oranları artacaktır[138]. Analizde faiz oranı olarak birçok işleme referans olması dolayısıyla gösterge olarak da adlandırılan 2 yıllık devlet tahvili faiz oranları kullanılmıştır.

[137] Sayılgan, Güven, vd., a.g.m., s.19.
[138] Halaç, Umut, Durak, Mustafa Gürol, "İMKB'de İşlem Gören İşletmeler İçin Para Politikası ve Sermaye Yapısı İlişkisi", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, C.8, S.4, 2014, s.500

Döviz kurlarındaki değişim, faaliyet gelirleri döviz üzerinden olan işletmelerin kârlarının artmasına yol açarak daha fazla borçlanmalarına sebep olabilecektir[139]. Dinçergök (2017) tarafından yapılan çalışmada bağımsız değişkenler arasında döviz kuru oynaklığı (volatilite) yer almaktadır. Halaç ve Durak (2013)'ın çalışmasında döviz kurları da analize konu edilmiştir. Bahis konusu çalışmada, döviz kurlarının da kaldıraç üzerinde pozitif yönde etkisinin bulunduğu sonucu elde edilmiştir[140]. Türkiye'deki faktoring şirketlerince temin edilen kredilerin önemli bir kısmını yabancı para borçlar oluşturmaktadır. Dolayısıyla döviz kurlarındaki değişimin borçlanma üzerinde etkili olması beklenmektedir. Çalışmada, USD/TL kurundaki % değişim piyasaya özgü makro değişken olarak belirlenmiştir.

Gayrisafi yurtiçi hasıladaki artış (Frank ve Goyal, 2009; Köksal vd., 2015; Dinçergök, 2017) olarak da tanımlanabilecek olan ekonomik büyüme, esasen ülke üretimindeki genişleme anlamına gelmekte olup genel fiyat düzeyindeki artışları ve satın alma gücünün yükselmesini de beraberinde getiren, paranın çevriminin de hızlandığı, likidite bolluğunun yaşandığı bir dönemi ifade etmektedir. Mal ve hizmetlere olan talepteki artış ve malların fiyatlarının artışı ise firmaların yatırımlarının hızlanması sağlayarak söz konusu yatırımların finansmanı için işletmelerin borçlanma eğilimini artırmaktadır[141]. Gayrisafi yurtiçi hasıladaki büyüme, işletmelerin içinde bulundukları ekonominin sunduğu ve sermaye yapısı çalışmalarına konu edilen "büyüme olanakları" değişkeni olarak da kabul edilebilir. Ödünleşme teorisi, gayrisafi yurtiçi hasıla ile sermaye yapısı arasında negatif yönlü bir ilişki öngörmektedir. Finansman hiyerarşisi teorisi ise sermaye yapısı ile gayrisafi yurtiçi hasıladaki büyüme arasında pozitif yönlü

[139] Dinçergök, Burcu, "Sermaye Yapısı Kararlarında Firma Büyüklüğünün Rolü: BIST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama", **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 2017, C.9, S.2, s.89-109.
[140] Halaç, Umut, Durak, Mustafa Gürol, a.g.m., s.502.
[141] Vanlı, Yasemin, "Şirketlerin Finansal Kaldıraç Kullanımı ve Resesyona Etkisi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C.8, S.14, 2016, s.223. (http://dergipark.gov.tr/download/article-file/159855)

bir ilişki olduğunu öne sürmektedir[142]. Çalışmada Gayrisafi Yurtiçi Hasıladaki % Değişim bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi (Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; Sayılgan ve Cansız, 2017) sermaye yapısı analizlerinde kullanılan bir makroekonomik değişken mahiyetindedir. Türkiye'deki kredi kanalında bankalar en büyük paya sahiptir[143]. Bankalarca özel sektöre verilen kredilerle ilişkili şekilde bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyinin sermaye yapısı üzerine etkisini ortaya koyan çalışmalar bulunmaktadır. Ayrıca banka dışı finansal kuruluşların bilançolarının pasifinde alınan krediler kaleminin önemli bir ağırlığı bulunmakta olup bahse konu kalem esasen bankalardan temin edilen kredilerden oluşmaktadır. Ayrıca, banka dışı finansal kuruluşların aktif toplamı olarak en büyükleri banka iştiraki olmaları bakımından bankaların grup şirketi konumundadır. Bankalar da grup firmalarının finansmanını yasal sınırlamalar (5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 54. Maddesi: Kredi Sınırları) dahilinde sağlamaktadır[144]. Bu doğrultuda, Çalışmamızda, bankacılık sektörü aktif büyüklüğündeki değişim bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Bu çerçevede analizimizin dayandığı değişkenler ile bunların açıklayıcı tanımları Tablo 8'de verilmiştir.

[142] Köksal, Bülent, vd., a.g.m., s.12.
[143] Fıratoğlu, Bahşayiş, "Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydan Gelen Değişiklikler", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 2015, s.15.
[144] Fıratoğlu, Bahşayiş, a.g.m, 2015, s.15.

Tablo 8:Değişkenler Tablosu

Değişken Alt Sınıfı	Değişken Kodu	Değişken Tanımı	Değişken Türü
Kaldıraç Oranı	YK/Ö	Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynaklar (%)	Bağımlı
Aktif Kârlılığı	AKAR	Net Kâr/Toplam Aktif (%)	Bağımsız
Özkaynak Kârlılığı	ÖZKAR	Net Kâr/Özkaynaklar (%)	Bağımsız
Büyüklük	TA	Aktif Toplamı	Bağımsız
Şirketin Yaşı	YAŞ	Analiz Yılı-Kuruluş Yılı	Bağımsız
T-1 Kaldıraç Oranı	YK/Ö-1	T-1 Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynaklar (%)	Bağımsız
Piyasa Faiz Oranı	FAİZ	2 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Oranı (%)	Bağımsız
Kur Değişimi	USD/TL	USD/TL Kurunun Yıllık (%) Değişim Oranı	Bağımsız
GSYH Artışı	GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Yıllık (%) Değişim Oranı	Bağımsız
Bankacılık Sektörü Bilanço Artışı	TBA	Bankacılık Sektörü Aktif Toplamı Yıllık (%) Değişim Oranı	Bağımsız

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere, birisi bağımlı değişken olmak üzere analizdeki toplam değişken sayısı 10'dur. Bunlardan "Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynaklar" şeklinde tanımlanan "Kaldıraç Oranı" bağımlı değişkeni, diğer bir deyişle açıklanan değişkeni ifade etmektedir. Ayrıca, "YK" şeklinde kısaltılan Toplam Yabancı Kaynaklar tutarı "Aktifler=Özkaynaklar+Yabancı Kaynaklar" temel bilanço denkleminden elde edilmiştir. "Kaldıraç Oranı", "Aktif Kârlılığı", "Özkaynak Kârlılığı" ve "Aktif Toplamı" değişkenleri, biçimi BDDK tarafından belirlenen şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş yılsonu finansal tablolarından temin edilen bilgilere dayanmaktadır.

Piyasaya özgü ve makroekonomik değişkenlerin kaynakları Tablo 9'da yer almaktadır.

Tablo 9:Makro Değişkenler-Veri Kaynak Tablosu

Makro Değişkenler – Veri Kaynak Tablosu	
Türkiye - Gayrisafi Yurtiçi Hasılası	TÜİK-http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist
Bankacılık Sektörü Aktif Toplamı	BDDK-http://www.bddk.org.tr/BultenAylik/
Devlet İç Borçlanma Senedi Faiz Oranları (2 Yıllık)	Bloomberg Veri Dağıtım Sistemi
ABD Doları / TL Döviz Kuru	TCMB-Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (Döviz Alış)-https://evds2.tcmb.gov.tr/

Analizde kullanılan modelin özet formülasyonu şöyledir:

$$YK/Ö_{it} = \alpha + \beta_1 AKAR_{it} + \beta_2 ÖZKAR_{it} + \beta_3 TA_{it} + \beta_4 YAŞ_{it} + \beta_5 YK/Ö_{-1_{it}} + \beta_6 FAİZ_{it} + \beta_7 USD/TL_{it} + \beta_8 GSYH_{it} + \beta_9 BTA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Yukarıda yer alan model formülasyonunda "i" şirket sayısını, "t" ise zaman dönemlerini ifade etmektedir. Çalışmamızda kesit sayısı "i=57", zaman dönemi sayısı "t=5"tir.

3.2 Analiz Sonuçları

Çalışmamızın dayandığı "Panel Veri Analizi", değişkenlerin yatay kesit ve zaman serisi olarak değerlendirilmesini sağlayan bir ekonometrik yöntemdir[145]. Bu kapsamda Aktif Kârlılığı (AKAR), Özkaynak Kârlılığı (ÖZKAR), Şirket Yaşı (YAŞ), Aktif Toplamı (TA) ve Gecikmeli Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynak (YK/Ö-1) yatay kesit değişkenidir. Makro değişkenler olarak adlandırılan Piyasa Faiz Oranı (FAİZ), Kur Değişimi (USD/TL), GSYH Artışı (GSYH) ve Bankacılık Aktif Toplamı Değişimi (TBA) ise zaman değişkenidir. Analizde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik bilgileri Tablo 10'da yer almaktadır.

[145] Erem, Işıl, "Sermaye Yapısına Etki Eden Faktörlerin Belirlenmesi", 17. Finans Sempozyumu Muğla 23-26 Ekim 2013, s.334

Tablo 10:Temel İstatistik Bilgileri

Değişken Adı	Ortalama	Std. Hata	Maks.	Min.
YK/Ö	575,8047	477,6191	2328,524	-1,77477
ÖZKAR	10,45761	18,77208	65,40301	-178,33
YAŞ	15,54737	6,855811	27	0
AKAR	1,83045	5,855794	21,29104	-69,9438
TA	522212,3	687235,7	4267775	4445
YK/Ö-1	528,3798	439,5892	2248,531	-1,77477
FAİZ	10,602	1,724358	13,4	8,02
USD/TL	16,6504	6,992457	25,43103	7,932011
GSYH	14,657	2,561751	19,09167	11,53993
TBA	18,97053	4,014549	26,38897	15,11936

Bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ilişkiyi ifade eden çoklu doğrusallığın[146] (Muticollinearity) olup olmadığını gösteren korelasyon analizine ilişkin matris Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11: Korelasyon Matrisi

	AKAR	TA	TBA	GSYH	ÖZKAR	FAİZ	YAŞ	USD/TL	YK/Ö-1
AKAR	1	0.04349	0.09639	-0.03012	-0.58738	0.02795	-0.01855	-0.04474	0.00002
TA	0.04349	1	-0.03033	0.09860	-0.06149	-0.17908	-0.18592	0.16720	-0.47403
TBA	0.09639	-0.03033	1	-0.71943	-0.13914	0.46759	0.17792	-0.66098	0.17502
GSYH	-0.03012	0.09860	-0.71943	1	0.10689	-0.83922	0.06596	0.81541	-0.14052
ÖZKAR	-0.58738	-0.06149	-0.13914	0.10689	1	-0.05851	0.02277	0.17182	-0.12543
FAİZ	0.02795	-0.17908	0.46759	-0.83922	-0.05851	1	-0.27624	-0.66575	0.08615
YAŞ	-0.01855	-0.18592	0.17792	0.06596	0.02277	-0.27624	1	0.05313	0.08324
USD/TL	-0.04474	0.16720	-0.66098	0.81541	0.17182	-0.66575	0.05313	1	-0.18267
YK/Ö-1	0.00002	-0.47403	0.17502	-0.14052	-0.12543	0.08615	0.08324	-0.18267	1

Panel analizi sonucu elde edilen bağımsız değişken katsayılarının tespiti bakımından çoklu doğrusallık önemli bir sorun oluşturmaktadır. Zira, açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun 0,75'in[147] üzerinde olması yüksek bir doğrusal ilişkiye işaret eden istenmeyen bir durumdur[148]. Analizde en yüksek doğrusal korelasyon

[146] Topaloğlu, Emre Esat, a.g.m., s.80.
[147] Albayrak, Ali Sait, "Çoklu Doğrusal Bağlantı Halinde En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Yanlı Tahmin Teknikleri ve Bir Uygulama", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.1, S.1, 2005, s.109.
[148] Topaloğlu, Emre Esat, a.g.m., s.81.

2 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Oranı (FAİZ) ile GSYH Değişimi (GSYH) arasında 0,83922 olarak tespit edilmiştir. Söz konusu ilişkiyi, GSYH Değişimi (GSYH) ile USD/TL döviz kurundaki değişiklik (USD/TL) arasındaki 0,81541'lik, Bankacılık Aktif Toplamı Değişimi (TBA) ile GSYH Değişimi (GSYH) arasındaki -0,71943'lik korelasyon izlemekte olup bahse konu hususların yüksek doğrusal ilişkiyi göstermesi bakımından dikkat çekmektedir. Bu bağlamda, makro değişkenlerin kendi aralarında yüksek doğrusallığının bulunduğu söylenebilecektir. Sonuç olarak, yukarıdaki tablodaki korelasyon katsayıları dikkate alındığında şirkete özgü değişkenler arasında çoklu doğrusallığın önemli düzeyde olmadığı değerlendirilmiştir.

Çoklu doğrusallığın olup olmadığının tespiti için kullanılan bir diğer yöntem "Durumsallık İndeksi (Condition Index)"dir. Bu yöntemde değişkenlerin özdeğerleri (Eigenvalue) üzerinden her bir değişken için bir varyans açıklayıcılık oranı hesaplanmaktadır. "Durumsallık İndeksi" analizi Tablo 12'de yer almaktadır.

Tablo 12:Durumsallık İndeksi (Condition Index) Tablosu

Sıra	Özdeğer	Durumsallık İndeksi	Varyans Açıklayıcılık Oranı (Proportion of Variation)									
			Sabit	AKAR	TA	TBA	GSYH	ÖZKAR	FAİZ	YAŞ	USD/TL	YK/Ö-1
1	7.16208	1.00000	0.00025459	0.00152	0.00343	0.00030153	0.00006729	0.00295	0.00011080	0.00230	0.00075655	0.00326
2	1.27900	2.36638	0.00010168	0.24310	0.00069456	0.00018314	0.00002920	0.12926	0.00005172	0.00086418	0.00079145	0.00041974
3	0.73407	3.12356	0.00048049	0.04897	0.25396	0.00078218	0.00010247	0.00674	0.00016773	0.00138	0.00308	0.07170
4	0.32006	4.73043	0.00003067	0.58222	0.10825	0.00029322	0.00001481	0.73685	0.00000235	0.01255	0.00001387	0.00172
5	0.21554	5.76442	2,62E-03	0.08969	0.20569	0.00000887	0.00010875	0.05510	0.00006736	0.14376	0.01618	0.55206
6	0.13967	7.16094	0.00044598	0.01044	0.18615	0.00002156	0.00262	0.02568	0.00097063	0.03504	0.22029	0.16277
7	0.10997	8.07003	0.00163	0.00632	0.21548	0.01411	0.00346	0.02067	0.00250	0.69916	0.01380	0.16575
8	0.02587	16.63865	0.01882	0.01286	0.00007449	0.41262	0.00170	0.00690	0.06627	0.06384	0.01852	0.01533
9	0.01156	24.88959	0.90336	0.00280	0.02194	0.01492	0.01092	0.00666	0.08893	0.03956	0.05114	0.02013
10	0.00216	57.52980	0.07489	0.00209	0.00431	**0.55676**	**0.98099**	0.00919	**0.84093**	0.00154	**0.67542**	0.00686

Tablo 12 incelenirken, yüksek "Durumsallık İndeksi" değerinde (Durumsallık İndeksi sütunu için 10 değerinden itibaren) 0.5 ve üzerindeki varyans açıklayıcılık oranlarının söz konusu olduğu değişkenlerde çoklu doğrusallık sorunu olduğu

anlaşılmaktadır[149]. Buna göre, "Durumsallık İndeksi" değerinin 57.52980 ile en yüksek olduğu son satırda, Bankacılık Aktif Toplamındaki Değişim (TBA), GSYH Değişimi (GSYH), 2 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Oranı (FAİZ) ve USD/TL döviz kurundaki değişiklik (USD/TL) değişkenlerinin açıkladıkları varyans oranları 0.5'in üzerindedir. Dolayısıyla, "Durumsallık İndeksi" tamamı makro değişken olan bahse konu değişkenlerde çoklu doğrusallık sorununa işaret etmektedir. Bu anlamda "Durumsallık İndeksi" ile korelasyon matrisinin makro değişkenlerde çoklu doğrusallığın bulunduğu yönündeki sonuçları birbirini desteklemektedir.

Panel veri analizinde kullanılan temel iki model[150] "Sabit Etkiler Modeli" ve "Rastsal Etkiler Modeli"dir. Çalışmada da, "Sabit Etkiler Modeli" ve "Rastsal Etkiler Modeli" uygulanmıştır. Söz konusu modellerin, hangisinin istatistiki olarak uygun olduğunu belirlemek için Hausman Testinden[151] faydalanılmıştır. Hausman Testi sonuçları Tablo 13'te yer almaktadır.

Tablo 13:Hausman Testi

Hausman Testi		
Serbestlik Derecesi (DF)	m Değeri	Pr>m
4	29.45	<.0001

Hausman Testi sonucunda, Rastsal Etkiler Modelinin etkinliğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilmekte olup "Sabit Etkiler" modeli tercih edilmektedir. Bu çerçevede,

[149]https://support.sas.com/documentation/cdl/en/statug/63033/HTML/default/viewer.htm#statug_reg_sect038.htm
[150] Okuyan, Aydın Hasan, "Türk Bankacılık Sektöründe Sermaye Yapısı", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, C.13, S.3, 2013, s.298.
[151] Erem, Işıl, a.g.m, s.336.

analizimizde kullanılan İki yönlü "Sabit Etkiler" modeli sonuçları Tablo 14'te yer almaktadır.

Tablo 14: Panel Veri Analizi Sonuçları

Değişken Adı	Katsayı (Estimate)	Standart Sapma (Standard Error)	t (t Value)	Pr > |t|
AKAR	7.376007	2.8775	2.56	0.0111*
TA	0.000378	0.000053	7.10	<.0001**
ÖZKAR	-1.17976	0.9497	-1.24	0.2155
YK/Ö-1	0.235064	0.0780	3.01	0.0029**
YAŞ	-3.28E14	6.669E15	-0.05	0.9608
TBA	5.674E14	1.033E16	0.05	0.9563
GSYH	2.097E13	1.029E15	0.02	0.9838
FAİZ	-6.32E14	1.15E16	-0.05	0.9562
USD/TL	-3.37E13	6.567E14	-0.05	0.9592
*%5 anlamlılık düzeyi **%1 anlamlılık düzeyi				

Tablo:14'ten görüleceği üzere, İki Yönlü "Sabit Etkiler" modeli sonuçlarına göre, kaldıraç oranı (YK/Ö) ile aktif kârlılığı (AKAR), şirket aktif toplamı (TA) ve gecikmeli kaldıraç oranı (YK/Ö-1) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Öte yandan, aktif büyüklüğünün (TA) katsayısının düşük olması kaldıraca etkisinin düşük olduğunu göstermektedir. Kaldıraç ile diğer firma-spesifik değişkenler olan özkaynak kârlılığı (ÖZKAR) ve şirket yaşı (YAŞ) arasındaki ilişkinin model açısından anlamlılık düzeyi düşük çıkmıştır.

Analize konu edilen bağımsız değişkenlerden şirketlere özgü (firma spesifik) değişkenler dışında kalan bankacılık sektörü aktif büyüklüğündeki değişim (TBA), GSYH değişimi (GSYH), 2 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Oranları (FAİZ) ve USD/TL kurundaki değişimin (USD/TL) kaldıraç üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı

şeklinde sonuç elde edilmiştir. Zira söz konusu değişkenler yüksek çoklu doğrusallık içermektedir.

"Sabit Etkiler" modelinin bağımlı değişkeni açıklayıcılık gücüne ilişkin bilgiler Tablo 15'te yer almaktadır.

Tablo 15: Modelin Açıklayıcılığı

Modelin Açıklayıcılığı	
R^2	0.8821
F İstatistiği	2.40
Pr>F	<.0001
Serbestlik Derecesi	61

Tablo 15'ten görüleceği üzere, modelin genel açıklayıcılık düzeyinin göstergesi olan $\boldsymbol{R^2}$, 0.8821 olarak yüksek bir değer arz etmiş olup kaldıraçtaki (YK/Ö) değişimin %88'inin değişkenlerle açıklandığı anlamına gelmektedir. Tablo 15'te yer alan F-Testi, "Sabit Etkiler" modeli ile panel veri analizlerinde kullanılan bir diğer yöntem olan "Havuzlandırılmış En Küçük Kareler" modeli arasında seçim yapılırken yararlanılan bir istatistiki yöntemdir. Tablo 15'ten görüleceği üzere; boş hipotez altında etkin olan "Havuzlandırılmış En Küçük Kareler Modeli" ile "Sabit Etki Modeli" arasında seçim yapılırken dikkate alınan F-İstatistiğinin 2.40 olarak hesaplanması neticesinde F-Testi %1 düzeyinde anlamlı sonuç vermiştir. Bu sebeple boş hipotez reddedilmekte olup "Sabit Etkiler" modelinin analizimize uygun (fit) sonuç verdiği anlaşılmaktadır.

3.3 Değerlendirme

Analiz sonucuna göre, şirketlerin aktif kârlılığı (AKAR), sermaye bileşimini ifade eden kaldıraç oranını önemli ölçüde etkilemektedir. Söz konusu etki pozitif yönlü ve %5

anlamlılık içermektedir. Buradan hareketle, faktoring şirketlerinin yatırımlarından, diğer bir deyişle faktoring alacaklarından elde ettikleri getiriyi temsil eden aktif kârlılığındaki artışın şirketlerin borçlanma kapasitelerini ve borç ödeme kabiliyetlerini geliştirdiği, borç ödeme kabiliyetlerindeki artışa paralel daha kolay borçlanabildikleri ve bu sebeple kaldıraç oranlarının da artış gösterdiği şeklinde genel yorumlamak mümkündür. Aktif kârlılığının yatırımın ne ölçüde getiri sağladığını gösteren bir performans ölçütü niteliği dikkate alındığında, yatırımın getirisinin yükselmesinin, faktoring şirketlerini hızlı büyüme yönünde güdülediği ve stratejilerini veya hedeflerini bu yönde oluşturdukları, bu doğrultuda hızlı büyümenin (yatırımın) finansmanında borçlanmanın –yatırım getirisi bakımından borç verenlerce şirketlere rağbet edilmesiyle birlikte– tercih edildiği şeklinde daha detaylı bir değerlendirme yapmak da olasıdır. Diğer taraftan panel analizinin dayandığı 2013-2017 döneminde sektörün kâr marjının azalma eğilimi göstermesi karşısında, kârlılığı korumak amacıyla faktoring şirketlerinin satışlarını artırmak suretiyle aktif devir hızlarını artırmak, diğer bir deyişle sürümlerini artırarak kârlılığı belirli bir düzeyde tutmak için faktoring alacaklarını ve dolayısıyla aktiflerini büyütmek yönünde strateji benimsedikleri, bu strateji doğrultusunda ise aktif büyümesinin (faktoring alacaklarındaki büyüme) finansmanında da borçlanmanın tercih edildiği şeklinde yorum yapılabilecektir. Nitekim, gecikmeli bağımlı değişkenin kaldıraç ile anlamlı ve pozitif yönlü tespit edilen ilişkisinin bu değerlendirmeyi desteklediği düşünülmektedir.

İncelenen 2013-2017 döneminde sektörün aktif toplamı yaklaşık olarak 2 kat artarken benzer şekilde net kârın da yaklaşık 2 kat artmasına karşın özkaynaklar ise 0,5 kat olarak görece sınırlı bir değişim sergilemiştir. Dolayısıyla faktoring şirketlerindeki söz konusu hızlı büyümenin iç kaynaklarla finansmanının borçlanmaya göre pek de kolay olmadığı değerlendirilmektedir; zira yasal düzenlemeler uyarınca ödenmiş sermayelerini 20 milyon TL'ye yükseltmek amacıyla ciddi tutarda sermaye enjeksiyonu yapan

şirketlerin, hızlı büyümeyi özkaynakla finanse etmelerinin zorlayıcı bir nitelik taşıdığı düşünülmektedir. İlave olarak, birer finansal kuruluş olarak aktif toplamı bakımından bazı bankalardan dahi büyük olanları bulunan faktoring şirketlerinin krediye ulaşım olanaklarının küçük işletmelere göre daha fazla olması hususunun da şirketleri borçlanmayı tercih etmeleri yönünde etkileyen bir unsur olduğu düşünülmektedir. Ayrıca çalışmamızın aktif kârlılığı ile kaldıraç arasında ortaya koyduğu pozitif ilişki "2.2 Sermaye Yapısı Teorileri" bölümünde yer alan "Ödünleşme (Trade-off) Teorisi"yle uyumluluk arz etmektedir.

Geçmiş dönem kaldıraç oranı da (YK/Ö-1), sermaye bileşiminin belirlenmesinde %1 anlamlılık düzeyinde pozitif etkiye sahiptir. Katsayısının aktif kârlılığına göre düşük olması ise etkisinin sermaye bileşimi üzerinde sınırlı olduğunu göstermekle birlikte sermaye yapısını belirlerken şirketlerin geçmiş dönem borç yapılarını belirli derecede dikkate aldıkları söylenebilecektir. Bu anlamda analizimiz, bir dönem gecikmeli (T-1) kaldıraç oranı ile pozitif yönlü bir ilişkinin ortaya konulduğu Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu tarafından 2006 yılında yapılan çalışma ile uyumluluk arz etmektedir.

Çalışmada şirketlerin büyüklüğünün bir ölçüsü olarak kullanılan aktif toplamı (TA), %1 anlamlılık düzeyinde sermaye bileşimini pozitif etkilemektedir. Diğer taraftan, katsayısının oldukça düşük olması sebebiyle analiz dönemi içinde sermaye yapısı kararlarına etki bakımından zayıf kalmaktadır.

Analizde şirkete özgü değişkenlerden Özkaynak kârlılığı (ÖZKAR) ile şirket yaşı (YAŞ) istatistiki olarak anlamlı bir ilişki sunmamıştır. Dolayısıyla, analiz döneminde söz konusu değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde etkisinin bulunmadığı ifade edilebilir.

4 SONUÇ

Literatürde faktoring şirketlerinin sermaye yapılarının (kaldıraç oranının) belirleyicilerini özel olarak analiz eden bir çalışmaya rastlanmamıştır. Buradan hareketle, banka dışı finansal kuruluşlar arasında en fazla sayıdaki faktoring şirketlerinin sermaye yapılarının belirleyicileri panel veri analizi vasıtasıyla ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Panel veri analizinde, Türkiye'de faaliyet iznine sahip olan faktoring şirketlerinin 2013-2017 yıllarına dayanan firma-spesifik değişkenlerin yanı sıra piyasa ve makro ekonomik göstergeler şeklinde 3 grup değişken yer almaktadır. 60 adet faktoring şirketinin 3 adedine ilişkin verinin temin edilememesi sebebiyle 57 adet şirket analize konu edilmiştir. Bu anlamda, faktoring şirketlerinin tamamına yakınının analiz kapsamında yer alması bakımından geniş kapsamlı bir örneklem söz konusu olmuştur.

Panel veri analizinin 2013 yılsonundan başlamak üzere birbirini izleyen son 5 hesap dönemi sonu olarak belirlenmesinde faktoring şirketlerinin bazıları için daha fazla geçmiş dönem verisine ulaşılamaması ve 2012 yılsonundaki ödenmiş sermaye artışını içeren mevzuat değişikliği sonucunda şirketlerin ödenmiş sermayelerinin 5 milyon TL'den 20 milyon TL'ye çıkarılması hususları etkilidir. Anılan düzenlemeye intibak edemeyen çok sayıda şirket kapanmıştır. Dolayısıyla, son 5 yılsonunun analiz için en uygun zaman dilimi olacağı sonucuna varılmıştır.

Söz konusu panel analizinde, literatürde birçok çalışmada sermaye yapısını temsil eden bağımlı değişken olarak kullanılan "Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynaklar (YK/Ö)" oranı bağımlı değişken olarak yer almaktadır. Bağımsız değişkenler arasında firma spesifik olarak kârlılığı temsilen "Aktif Kârlılığı (AKAR)", "Özkaynak Kârlılığı

(ÖZKAR)", firma büyüklüğünü temsilen "Aktif Toplamı (TA)", yaşı temsilen "Şirketin Yaşı (Yaş)" ve "Gecikmeli Yabancı Kaynaklar/Özkaynak (YK/Ö-1)" panel analizinde kullanılmıştır. Ayrıca, piyasa değişkenleri olarak faiz oranlarını temsilen "2 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Oranı (FAİZ)", döviz kurunu temsilen "USD/TL" döviz kuru değişimi analizde yer almaktadır. Makro ekonomik bağımsız değişkenler olarak ise Gayrisafi Yurtiçi Hasıla Artışı (GSYH) ve "Bankacılık Sektörü Bilanço Artışı (TBA)" analize konu edilmiştir.

Panel analizinde temel iki model olarak "Sabit Etkiler" ve "Rastsal Etkiler" modellerinden hangisinin tercih edileceğine yönelik gerçekleştirilen Hausman Testi sonucunda "Sabit Etkiler" modelinin analizi için daha uygun olduğu belirlenmiştir. Ayrıca "Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli", F-İstatistiğinin %1 seviyesinde anlamlı çıkması sonucunda sıfır hipotezini reddedilmesi ile analiz için en uygun (fit) modelin "Sabit Etkiler Modeli" olduğu anlaşılmıştır.

"Sabit Etkiler" modelinin genel açıklayıcılık düzeyinin göstergesi olan $\boldsymbol{R^2}$, 0.8821 olarak yüksek bir değer arz etmiş olup kaldıraçtaki (YK/Ö) değişimin %88'inin modelle açıklandığını ifade etmektedir.

"Sabit Etkiler" modeli sonuçlarına göre, kaldıraç oranı (YK/Ö) ile aktif kârlılığı (AKAR) ve büyüklüğü ifade şirket aktif toplamı (TA) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan, katsayısı oldukça düşük olan aktif büyüklüğünün (TA) kaldıraca etkisinin olmadığı da söylenebilecektir. Katsayısı aktif kârlılığına göre düşük olmakla birlikte gecikmeli kaldıraç oranı (YK/Ö-1) ile bağımlı değişken olan kaldıraç oranı (YK/Ö) arasında da pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Firma spesifik değişkenler arasında yer alan şirket yaşının (Yaş) ve özkaynak kârlılığının

(ÖZKAR) “Sabit Etkiler” modelinde anlamlılık düzeyi dikkate alındığında kaldıraca etkisinin bulunmadığı sonucu elde edilmiştir.

Analize konu edilen makroekonomik değişkenler olarak bankacılık sektörü aktif büyüklüğündeki değişim (TBA), GSYH değişimi (GSYH), 2 Yıllık Devlet Tahvili Faiz Oranları (FAİZ) ve USD/TL kurundaki değişimin (USD/TL) kaldıraç üzerinde anlamlılık düzeyi dikkate alındığında etkisinin bulunmadığı şeklinde sonuç elde edilmiştir. Ayrıca söz konusu değişkenler arasında yüksek seviyede çoklu doğrusallık tespit edilmiştir.

Panel analizi sonucunda özellikle aktif kârlılığının katsayısı dikkate alındığında, aktif kârlılığının sermaye bileşimi kararlarında şirketler için önemli bir unsur teşkil ettiği sonucuna varılmaktadır. Aktif kârlılığı, firma büyüklüğü ve gecikmeli bağımlı değişken ile sermaye yapısı arasında tespit edilen anlamlı ve pozitif yönlü ilişki sermaye yapısı teorilerinden “Ödünleşme (Trade-off) Teorisi” ile benzerlik taşımaktadır. Ayrıca, çalışmamız gecikmeli (T-1) kaldıraç oranı ile pozitif yönlü bir ilişkinin ortaya konulduğu Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu tarafından 2006 yılında yapılan çalışma ile uyumlu olduğu sonucuna varılmıştır.

5 KAYNAKÇA

Acaravcı, Songül Kakilli, Doğukanlı, Hatice, "Türkiye'de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, C.19, S.225, 2014, s.43-57.

Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, 9. Baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2013.

Albayrak, Ali Sait, "Çoklu Doğrusal Bağlantı Halinde En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Yanlı Tahmin Teknikleri ve Bir Uygulama", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.1, S.1, 2005, s.106-126.

Ata, H. Ali, Ağ, Yusuf, "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, S.11, 2010, s.45-60.

Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet, Coşkun, Metin, **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Ankara, Detay Yayıncılık, 2015.

Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, **Corporate Finance**, 4. Baskı, Pearson Education Limited, 2017.

Brealey, A. Richard, Myers, C. Stewart, Allen, Franklin, **Principles of Corporate Finance**, 11. Baskı, McGraw-Hill, 2014.

Brigham, F. Eugene, Houston, F. Joel, **Fundamentals Of Financial Management Concise Edition**, Cengage Learning, Kanada, 2015.

Burucu, Hümeyra, Öndeş, Turan, "Türk İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi", **Çankırı Karatekin Üniversitesi Dergisi**, C.6, S.1, 2016, s.201-225.

Campbell, Mark, Weaver, Christoph, **Syndicated Lending**, 6. Baskı, Londra, Euromoney Institutional Investor PLC, 2013.

Çetintaş, Umut, **Alternatif Fonlama Kaynağı Olarak Sendikasyon Kredileri ve Türk Bankacılık Sistemine Yönelik Bir Uygulama**, Doktora Tezi, İstanbul, 2008.

Demirhan, Dilek, "Sermaye Yapısını Etkileyen İşletmeye Özgü Faktörlerin Analizi:İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, C.9, S.2, 2009, s.677-697.

Dinçergök, Burcu, "Sermaye Yapısı Kararlarında Firma Büyüklüğünün Rolü: BIST İmalat Sektörü Firmalarında Bir Uygulama", **İşletme Araştırmaları Dergisi**, C.9, S.2, 2017, s.89-109.

Duran, Seda, **Sendikasyon ve Seküritizasyon Kredilerinin Borçlananların Hisse Fiyatlarına Etkisi**, Yüksek Lisans Tezi, Bolu, 2007.

Emery, R. Dougles, Finnerty, D. John, Stowe, D. John, **Corporate Financial Management**, 2. Basım, Prentice Hall, 2004.

Erem, Işıl, "Sermaye Yapısına Etki Eden Faktörlerin Belirlenmesi", 17. Finans Sempozyumu Muğla 23-26 Ekim 2013.

Esen, Fatih Sinan, Öztürk, Serap Pelin, Esen, Ülkühan Bike, "Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Gıda Firmaları Üzerine Bir Uygulama", **Journal of Economics, Finance and Accounting**, C.1, S.3, 2014, s.173-183.

Fıratoğlu, Bahşayiş, "Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydan Gelen Değişiklikler", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 2015.

Frank, Murray Z., Goyal, Vidhan K., **Capital Structure Desicion: Which Factors Are Relibly Important?**, Financial Management, C.38, S.1, 2009, s.1-37.

Gitman, J. Lawrence, Zutter, J. Chad, **Principles Of Managerial Finance-Brief**, 7. Baskı, Pearson, 2014.

Guo, Liang, Liu, Yu, Dai, Ya, Zhang, Hongxian, "A Re-Examination of The Capital Structure Theory: Evidence Rfom Chinese Lİsted Companies", **Theoratical Economic Letters**, C.8, 2018, s.935-959.

Güleç, Murat, **Önde Gelen Şirket Değerleme Yöntemleri Kapsamında Banka Değerlemesi:Tekstilbank Örneği**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2015.

Güler, Sevinç, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.15, S.3, 2010, s.353-371.

Gülşen, Ahmet Zafer, Ülkütaş, Özge, "Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerinde Bir Uygulama", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.8, S.15, 2012, s.49-60.

Güner, Ayşegül, "The Determinants of Capital Structure Desicion: New Evidence from Turkish Companies", İstanbul Conference of Economics and Finance ICEF 2015 22-23 October, İstanbul Turkey.

Halaç, Umut, Durak, Mustafa Gürol, "İMKB'de İşlem Gören İşletmeler İçin Para Politikası ve Sermaye Yapısı İlişkisi", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, C.8, S.4, 2013, s.497-504.

Hall, Graham C., Hutchinson, Patrick J., Michaelas, Nicos, "Determinants of The Capital Structures of European SMEs", **Journal of Business, Finance and Accounting**, C.31, S.5-6, 2004, s.711-728.

Harris, Milton, Raviv Artur, "The Theory of Capital Structure", **The Journal of Finance**, C.156, S.1, 1991, s.297-355.

Hawawini, Gabriel, Vialet, Claude, **Finance For Executives-Managing For Value Creation**, 3. Baskı, South Western Cengage Learning, A.B.D., 2007.

İskenderoğlu, Ömer, Karadeniz, Erdinç, Ayyıldız, Nazif, "Türkiye Enerji Sektöründe Sermaye Yapısını Belirleyen Değişkenlerin Analizi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektör Bilançoları Üzerinde Bir Araştırma", **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, C.17, S.51, 2016, s.73-92.

Korkmaz, Turhan, Albayrak, Ali Sait, Karataş, Abdülmecit, "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören KOBİ'lerin Sermaye Yapısının İncelenmesi 1997-2004 Dönemi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, C.22, S.253, 2007, s.79-96.

Köksal Bülent, Osman Cüneyt, Oduncu Arif, **Determinant of Capital Structure: Evidence From A Major Emerging Market Economy**, 2013.

Küçükkocaoğlu, Güray, Alagöz, Ayşegül, "İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.24, S.2, 2009.

Mäntysaari, Petri, **The Law of Corporate Finance General Principles and EU Law Volume III:Funding, Exit, Takeovers**, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2010.

Matias, Fernando, Serrasqueiro, Zelia, "Are There Reliable Determinant Factors of Capital Structure Desicion? Empirical Study of SMEs In Different Regions of Portugal", **Research in International Business and Finance**, C.40, 2017, s.19-33.

Mesutoğlu, Berk, "Sorunlu Aktiflerin Varlık Yönetim Şirketlerince Tasfiyesi-Ülke Örnekleri", **Mali Sektör Çalışma Dairesi Politika Raporları**, 2001/3.

Myers Stewart C., "The Capital Structure Puzzle", **The Journal of Finance**, C.39, S.3, 1984, s.575-592.

Okuyan, Aydın H., Taşçı, Mehmet H., "Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama", **Ekonomik Yaklaşım**, C.21, S.76, 2010, s.55-72.

Okuyan, Aydın Hasan, "Türk Bankacılık Sektöründe Sermaye Yapısı", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, C.13, S.3, 2013, s.295-302.

Özkan, Aydın, "Determinant of Capital Structure and Adjustment To Long Run Target: Evidence From UK Company Panel Data", **Journal of Business, Finance and Accounting**, C.28, S.1-2, 2001, s.175-198.

Öztürk, M. Başaran, Şahin, Eyyüp Ensari, "İMKB'de İşlem Gören Spor Firmalarının Sermaye Yapılarının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz", **Verimlilik Dergisi**, C.2013, S.1, 2017, s.7-24.

Rajan, Raghuram G., Zingales, Luigi, "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No.4875, 1994, s.1421-1460.

Sarıgül, Haşmet, "Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C.7, S.12, Ocak 2015, s.113-129.

Sarıoğlu, Serra Eren, Kurun, Engin, Güzeldere, Harun, "Sermaye Yapısı Belirleyicileri: İMKB'de İşlem Gören Çimento, Otomotiv ve Bilişim Sektörlerinin Sermaye Yapısı", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, C.13, S.4, 2013, s.481-496.

Sayılgan, Güven, Karabacak, Hakan, Küçükkocaoğlu, Güray, "The Firm-Spesific Deteminants of Corporate Capital Structure, Evidence From Turkish Panel Data", **Investment Management and Financial Innovations**, C.3, S.3, 2006, s.125-139.

Sayılgan, Güven, Seda, Cansız, "Sermaye Yapısı Teorilerinin Reel Sektör Firmaları Özelinde Test Edilmesi", **Verimlilik Dergisi**, C.2, S.2, 2017, s.135-161.

Sayılgan, Güven, **İşletme Finansmanı**, 6. Baskı, Ankara, Turhan Kitabevi, 2013.

Sayılgan, Güven, Uysal, Bahadır, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz 1996 – 2008", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, C. 66, S.4, 2011, s.101-124.

Terim, Burak, Kayalı, Cevdet Alptekin, "Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye'de İmalat Sanayi Örneği", **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.7, S.1, 2009, s.125-154.

Titman, Sheridan, Wessels, Roberto, "The Determinants of Capital Structure Choice", **The Journal of Finance**, C.153, S.1, 1988, s.1-19.

Topaloğlu, Emre Esat, **Sermaye Yapısına Etki Eden Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Analizleri İle Belirlenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama**, http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/1534336159.pdf (03.11.2018), 2018, s.63-100.

Vanlı, Yasemin, "Şirketlerin Finansal Kaldıraç Kullanımı ve Resesyona Etkisi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C.8, S.14, 2016, s.209-227.

Yıldız, Mehmet Emin, Yalama, Abdullah, Sevil, Güven, "Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Panel Veri Analizi Kullanılarak İMKB İmalat Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Uygulama", **İktisat, İşletme ve Finans**, C.24, S.278, 2009, s.25-45.

Yılmaz, Hülya, **Firmalarda Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Performansı Üzerindeki Etkisi**, Doktora Tezi, Sivas, 2015.

Yılmaz, Önder, **Faktoring İşlemlerinin Muhasebesi**, İstanbul, Yalın Yayıncılık, 2012.

İNTERNET KAYNAKLARI

http://dergipark.gov.tr/download/article-file/159855 (28.12.2018)

http://dergipark.gov.tr/download/article-file/374666 (28.12.2018)

http://dergipark.gov.tr/download/article-file/382415 (28.12.2018)

http://dergipark.gov.tr/download/article-file/4008 (26.09.2017)

http://dergipark.gov.tr/download/article-file/559971 (02.01.2019)

http://dergipark.gov.tr/verimlilik/issue/28664/306350 (19.12.2018)

http://ebulten.bddk.org.tr/AbBdmk# (13.03.2018)

http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/tr/Gosterim/Gelismis# (13.03.2018)

http://ijmeb.org/index.php/zkesbe/article/download/58/38 (03.01.2019)

http://isarder.com/2017/vol.9_issue.2_article05_full_text.pdf (28.12.2018)

http://www.academia.edu/9884992/Sermaye_Yap%C4%B1s%C4%B1na_Etki_Eden_Fakt%C3%B6rlerin_Belirlenmesi_T%C3%BCrk_Bankac%C4%B1l%C4%B1k_Sekt%C3%B6r%C3%BC_%C3%96rne%C4%9Fi (28.12.2018)

http://www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423874651.pdf (28.12.2018)

http://www.acarindex.com/dosyalar/makale/acarindex-1423938490.pdf (28.12.2018)

http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf (05.03.2018)

http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/1534336159.pdf (03.11.2018)

http://www.iso.org.tr/sites/1/upload/files/ekonomik_durum_2013_1-16.pdf (04.03.2018)

http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyalari/51/PDF2009_2_15.pdf (28.12.2018)

http://www.onlinedergi.com/MakaleDosyalari/51/PDF2013_3_2.pdf (28.12.2018)

https://core.ac.uk/download/pdf/82551845.pdf (28.12.2018)

https://ideas.repec.org/a/iif/iifjrn/v24y2009i278p25-45.html (28.12.2018)

https://mpra.ub.uni-muenchen.de/48415/1/MPRA_paper_48415.pdf (28.12.2018)

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-5957.00370 (28.12.2018)

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x (10.01.2019)

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x (03.01.2019)

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x (14.01.2019)

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x (03.01.2019)

https://pdfs.semanticscholar.org/d014/75e846361b7d011b245cd6162b0962e99dbc.pdf (15.09.2018)

https://search.proquest.com/openview/b76bc653e54961cddddb0387145b1434/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2040941 (28.12.2018)

https://support.sas.com/documentation/cdl/en/statug/63033/HTML/default/viewer.htm#statug_reg_sect038.htm (31.10.2018)

https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/raporlar/Calisma_Raporlari/12652001-3.pdf (05.03.2018)

https://www.nber.org/papers/w4875.pdf (28.12.2018)

https://www.researchgate.net/publication/23532939_Turkiye"de_Sermaye_Yapisini_Etkileyen_Faktorlerin_Imalat_Sanayiinde_Sinanmasi (06.01.2019)

https://www.researchgate.net/publication/46560320_Firma_Karakteristiginin_Sermaye_Yapisi_Uzerindeki_Analizi (28.12.2018)

https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531916302975 (08.01.2019)

www.bddk.org.tr.

www.fkb.org.tr.

www.libgen.io

6 EKLER

Ek:1 Türkiye'de Faaliyet Gösteren Faktoring Şirketleri Listesi

SIRA NO	UNVAN	SIRA NO	UNVAN
1	ABC FAKTORİNG A.Ş.	31	HUZUR FAKTORİNG A.Ş.
2	ACAR FACTORİNG A.Ş.	32	ING FAKTORİNG A.Ş.
3	AK FAKTORİNG A.Ş.	33	İSTANBUL FAKTORİNG A.Ş.
4	AKDENİZ FAKTORİNG A.Ş.	34	İŞ FAKTORING A.Ş.
5	AKIN FAKTORİNG A.Ş	35	KAPİTAL FAKTORİNG A.Ş.
6	ANADOLU FAKTORİNG A.Ş	36	KENT FAKTORING A.Ş.
7	ANALİZ FAKTORİNG A.Ş.	37	KREDİ FİNANS FAKTORİNG HİZMETLERİ A.Ş.
8	ARENA FAKTORİNG A.Ş.	38	LİDER FAKTORİNG A.Ş.
9	ATAK FAKTORİNG A.Ş.	39	MERKEZ FAKTORİNG A.Ş.
10	ATILIM FAKTORİNG A.Ş.	40	MERT FİNANS FAKTORİNG HİZMETLERİ A.Ş.
11	BAŞER FAKTORING A.Ş.	41	MNG FAKTORING A.Ş.
12	BAYRAMOĞLU FAKTORİNG A.Ş.	42	OPTİMA FAKTORİNG A.Ş.
13	BERG FAKTORİNG A.Ş.	43	PAMUK FAKTORING A.Ş.
14	C FAKTORİNG A.Ş.	44	PARAFİNANS FAKTORİNG A.Ş.
15	CREDITWEST FAKTORING A.Ş.	45	QNB FİNANS FAKTORİNG A.Ş
16	ÇAĞDAŞ FAKTORİNG A.Ş.	46	SARDES FAKTORİNG A.Ş.
17	ÇÖZÜM FAKTORİNG A.Ş.	47	STRATEJİ FAKTORİNG A.Ş.
18	DENİZ FAKTORING A.Ş.	48	SÜMER FAKTORİNG A.Ş.
19	DESTEK FAKTORİNG A.Ş.	49	ŞEKER FAKTORİNG AŞ.
20	DEVİR FAKTORİNG A.Ş.	50	ŞİRİNOĞLU FAKTORİNG A.Ş.
21	DOĞA FAKTORİNG A.Ş	51	TAM FAKTORİNG A.Ş.
22	DORUK FAKTORİNG A.Ş.	52	TEB FAKTORİNG A.Ş.
23	EKO FAKTORİNG A.Ş.	53	TUNA FAKTORİNG A.Ş.
24	EKSPO FAKTORİNG HİZMETLERİ A.Ş.	54	ULUSAL FAKTORİNG A.Ş.
25	EREN FAKTORİNG A.Ş.	55	VAKIF FAKTORİNG A.Ş.
26	FİBA FAKTORİNG A.Ş.	56	VDF FAKTORING A.Ş.
27	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.	57	YAPI KREDİ FAKTORİNG A.Ş.
28	GLOBAL FAKTORİNG HİZMETLERİ A.Ş.	58	YAŞAR FAKTORİNG A.Ş.
29	GSD FAKTORİNG A.Ş.	59	YEDİTEPE FAKTORİNG A.Ş.
30	HALK FAKTORING A.Ş.	60	ZORLU FAKTORİNG A.Ş.

ÖZET

TÜRKİYE'DEKİ FAKTORİNG ŞİRKETLERİNİN SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ

PARLAK, Asım Alpay

Türkiye Cumhuriyeti

Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans, İşletme Bölümü

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Bu tez çalışması, finansman temini konusunda mevduat dışı yöntemlere başvurmak zorunda kalan faktoring şirketlerinin özellikli görülen finansman yöntemleri hakkında detaylı bir çalışma hazırlanması, sermaye yapısı kavramının ışığında bahse konu şirketlerden sayı olarak en fazla olan faktoring şirketlerinin sermaye yapısının belirleyicilerinin tespiti amacıyla yapılmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde, faktoring şirketlerinin, işleyiş, taraf sayısı gibi özellikler bakımından klasik bir borç ve özkaynak finansmanından farklılık taşıyan finansman yöntemleri ele alınmıştır. İkinci bölümde sermaye yapısı kavramı çerçevesinde modern sermaye yapısı teorilerine ve ilgili literatüre yer verilmiştir. Çalışmanın son bölümünde, pasiflerinin büyük bir bölümü yabancı kaynaklardan oluşan ve kaldıraç oranları zamanla artan banka dışı finansal kuruluşlardan sayı olarak en fazla olan faktoring şirketlerinin sermaye yapısının belirleyicileri panel veri analizi ile ortaya

konulmaya çalışılmıştır. 57 adet faktoring şirketinin 2013-2017 yılları arasındaki verileri ile makroekonomik faktörler dikkate alınarak gerçekleştirilen panel veri analizi sonucunda, kârlılık, büyüklük ve gecikmeli bağımlı değişkenin sermaye yapısı (kaldıraç) üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda, çalışma sonuçlarının Ödünleşme Teorisiyle uyumlu olduğu anlaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Banka Dışı Finansal Kuruluşlar, Sendikasyon Kredisi, Tahvil&Bono İhracı, Halka Arz, Sermaye Yapısı, Kaldıraç, Aktif Kârlılığı, Panel Veri Analizi, Ödünleşme Teorisi.

ABSTRACT

CAPITAL STRUCTURE DETERMINANTS OF FACTORING COMPANIES IN TURKEY

PARLAK, Asım Alpay

Republic of Turkey

Ankara University Graduate School of Social Sciences

Master of Business Administration

Supervisor: Prof. Dr. Güven SAYILGAN

One of the aims of this study is to explain special funding methods of factoring companies which have limited source of funding supply in terms of regulations. The other purpose is, through the concept "capital structure", to reveal the determinants of the capital structure of Factoring Companies in Turkey.

In the first chapter, in terms of some different processes and features when compared to classical debt and equity finance methods, some funding types of factoring companies are explained. Then, in the second chapter, capital structure and its well-known modern theories are studied in details with related literature. In the last chapter, firm-specific data which belong to 57 factoring companies and macroeconomic indicators are analyzed for 5 years (2013-2017) via Panel Data Analysis. According to our findings, profitability, firm size and lagged dependent variable have significant positive effect on capital structure (leverage), which is consistent with Trade-off Theory.

Key words: Factoring Companies, Syndicated Loan, Bond&Commercial Paper Issue, Public Offering, Capital Structure, Leverage, Return on Assets, Panel Data Analysis, Trade-off Theory.