T.C.

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

FİNANSAL KARARLARIN İNCELENMESİ: ARNAVUTLUK' TAKİ FİRMALAR ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Mimoza MARKO

Ankara-2013

T.C.

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

FİNANSAL KARARLARIN İNCELENMESİ: ARNAVUTLUK' TAKİ FİRMALAR ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Mimoza MARKO

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Yalçın KARATEPE

Ankara-2013

TÜRKİYE CUMHURİYETİ

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (03/10/2013)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin
Adı ve Soyadı

Mimoza Marko

İmzası

.....

T.C.

ANKARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

FİNANSAL KARARLARIN İNCELENMESİ: ARNAVUTLUK' TAKİ FİRMALAR ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Yalçın KARATEPE

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı	**İmzası**
PROF. DR. YALÇIN KARATEPE	
PROF. DR. HASAN ŞAHİN	
DOÇ. DR. FAZIL GÖKGÖZ	
.....	.....
.....	.....
.....	.....

Tez Sınav Tarihi 03.10.2013

ÖNSÖZ

Finansal kararlar, firmaların değer yaratabilmeleri ve başarıya ulaşabilmeleri açısından üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Son yıllarda yaşanan teknolojik gelişmeler, ekonomik ortamın hızla değişmesine neden olmuştur. Bu nedenle, finansal karar alma süreci, daha karmaşık ve önemli bir hale gelmiştir.

Bu çalışmada, Arnavutluk' ta faaliyet gösteren firmaların belirlenen örneklem üzerinden, finansal karar alma süreci araştırılmıştır.

Çalışma süresince bana her konuda büyük bir özveriyle yardımda bulunan ve yol gösteren değerli danışman hocam Prof. Dr. Yalçın KARATEPE' ye çok teşekkür ederim.

ÖZET

FİNANSAL KARARLARIN İNCELENMESİ:

ARNAVUTLUK' TAKİ FİRMALAR ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

Mimoza MARKO

Yüksek Lisans, İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Yalçın KARATEPE

Ankara-2013

Finansal kararlar, firmanın temel amacı olan değer maksimizasyonu ve ortaklarının refahını arttırmadaki risk ve başarıyı etkilediğinden hayati önem taşımaktadır. Bu bağlamda, bir firmanın devamlılığını sürdürebilmesi ve değer yaratması için etkin ve başarılı finansal kararların alınması esastır. Finansal kararlar; yatırım, finansman ve kar payı dağıtım kararlarından oluşmaktadır. Finansman kararlarının en önemli noktası sermaye bileşimini belirlemektir. Optimal sermaye yapısı bileşiminin belirlenmesini açıklayan teoriler ve kar payı dağıtım politikasının belirlenmesinde etkili olan faktörler ve bunların firma değeri üzerindeki etkisi finans literatüründe halen tartışmalara açık olan konulardır. Bu çalışmada, firmaların finansal kararlarının kapsamında olan finansman, yatırım ve kar payı dağıtım kararları hakkında kuramsal bir çerçeve oluşturulmuş, firmaların finansal kararlarını nasıl aldıkları incelenmiş ve gerçek hayatta sergiledikleri davranışlar değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme, Arnavutluk başkentinde faaliyet gösteren sanayi firmaları üzerinde yapılan anket çalışmasından elde edilen veriler esas alınarak yapılmıştır. Sonuçlara göre, firmaların, finansman kaynaklarında öncelikli

olarak iç kaynaklarını tercih ettikleri, finansal esnekliğinin sağlanmasına önem verdikleri, hedef borçlanma oranları bulundurmadıkları, stratejik yatırımların finansmanında özsermaye tercih ettikleri, yatırımların değerlendirilmesinde rasyonel kararlar almaya özen gösterdikleri ve benimsenen kar payı dağıtım politikaları ile uyumlu davranmaya çalıştıkları görülmüştür. Firmalar, finansman kararlarında finansal hiyerarşi teorisine yakın davranmaktadır. Denge teorisine ise sadece büyük firmaların, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine verdikleri önemin küçük firmalara göre yüksek olması açısından uyum gösterildiği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun dışında, finansal kararların verilmesinde, makroekonomik gelişmelerinin takip edildiği ve bunların finansal kararlara olabilecek etkilerine önem verildiği görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kararlar, Yatırım Kararları, Finansman Kararları, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Denge Teorisi

ABSTRACT

INVESTIGATION OF THE FINANCIAL DECISIONS:

A SURVEY ON COMPANIES IN ALBANIA

Mimoza MARKO

Master of Business Administration

Supervisor: Prof. Yalçın KARATEPE

Ankara-2013

Financial decisions are vitally important for a company due to the fact that it affects the risk and success of increasing the welfare of the shareholders, which is considered as the main aim of a company. In this sense, effective and successful decisions should be made in order to maintain the company's progress and create value. Determining the composition of the capital is the most important point of financing decisions. Theories that explain the identification of optimal capital structure composition as well as the factors that are involved in identification of the policy for distribution of dividends and their effects on the value of the company are still highly debated subjects in the field of finance. In this study, we have laid out a theoretical ground for financial decisions that consist of financing, investment and dividend decisions, and investigated how companies take their financial decisions as well as evaluated their behaviors in real life. The evaluation made was based on the data obtained from a survey performed on industrial companies from Tirana, the capital city of Albania. We found that, companies primarily choose internal resources among other financing resources, give importance to the establishment of financial

flexibility, lack target debt ratio, prefer using capital stock while financing strategically important investments, pay attention to make rational decisions in evaluating the investments and try to act in accordance with the adopted dividend distribution policies. In terms of financing decisions, companies tend to fit in the pecking order theory. The only cases that companies acted in accordance with the trade off theory were that big companies give more importance to financial distress and bankruptcy costs. Besides, we found that macro economical advances are followed and the companies consider their potential effects on financial decisions during the financial decision process.

Key Words: Financial Decisions, Investment Decisions, Financing Decisions, Trade off Theory, Pecking Order Theory

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ i
ÖZET.....ii
ABSTRACT.....iv
İÇİNDEKİLER.....vi
TABLOLAR LİSTESİ.....ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....xi
KISALTMALAR xii
GİRİŞ.....xiv

I. BÖLÜM
FİNANSAL KARARLAR
1.1 Finansal Karar Almada Amaç ve Kapsam.....1
1.1.1 Yatırım Kararları.....2
1.1.2 Finansman Kararları.....5
1.1.2.1 Kaynağına Göre Finansman Türleri.....7
1.1.2.2 Vadesine Göre Finansman Türleri.....8
1.1.2.3 Sermaye Yapısı.....10
1.1.2.3.1 Geleneksel ile Modern Sermaye Yapısı Yaklaşımları Arasındaki Farklılık.....12
1.1.2.3.2 Optimal Sermaye Yapısı.....14
1.1.2.3.3 Temsil Maliyetleri.....16
1.1.2.3.4 Asimetrik Enformasyon.....17
1.1.2.3.5 Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler.....19
1.1.3 Kar Payı Dağıtım Kararları.....22
1.1.3.1 Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler.....23
1.1.3.2 Kar Payı Dağıtım Politikası Teorileri.....24

1.1.3.2.1İlgisizlik Kar Payı Teorisi.....24
1.1.3.2.2 Eldeki Kuş Teorisi.....25
1.1.3.2.3 Kar Payı ile Hisse Senedi Değeri Arasında Negatif İlişki Teorisi.....26
1.1.3.2.4 Artan Kar Payı Dağıtım Politikası.....27
1.1.3.2.5 Asimetrik Enformasyon.....27
1.2 Finansal Karar Alma Süreci.....28
1.3 Finansal Kararlar ve Paranın Zaman Değeri.....30
1.4 Finansal Kararların Tarihçesi.....31
1.5 Finansal Karar Almada Ekonomik Gelişmelerin Etkisi.....32
II. BÖLÜM
ARNAVUTLUK EKONOMİSİNE GENEL BAKIŞ
2.1 Komünizm Döneminden Günümüze Arnavutluk Ekonomisi.....34
2.2 Son Dönemde Arnavutluk' ta Ekonomik Gelişmeler.....41
2.2.1 Makroekonomik Gelişmeler.....41
2.2.2 Finansal Sektördeki Gelişmeler.....52
III. BÖLÜM
ARNAVUTLUK' TAKİ SANAYİ FİRMALARININ FİNANSAL KARARLARININ İNCELENMESİ
3.1 Anket Çalışmasının Amacı.....56
3.2 Anket Çalışmasının Varsayımları Ve Sınırlılıkları.....58
3.3 Araştırmanın Hipotezleri.....59
3.4 Anket Çalışmasının Yöntemi.....63
3.5 Anket Verilerinin Analizi ve Değerlendirilmesi.....67
3.5.1 Ankete Katılan Firmaların Özellikleri.....67
3.5.2 Finansal Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi.....70
3.5.2.1 Firmaların Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumu.....70
3.5.2.2 Firmaların Borçlanma Oranı.....72

3.5.2.3 Firmaların Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği.....75
3.5.2.4 Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar.....78
3.5.2.5 Borçlanma Politikasını Etkileyen Faktörler 79
3.5.2.6 Firmaların Fon Kaynaklarının Vadesine Yönelik Tercihi.....86
3.5.2.7 Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği.....91
3.5.2.8 Hazır Borç Kapasitesi Bulundurma.....92
3.5.2.9 Yatırımların Değerlendirilmesinde Etkili Olan Faktörler 93
3.5.2.10 Yatırımların Değerlendirilmesinde Kullanılan Yöntem.....97
3.5.2.11 Dağıtılabilecek Karların Kullanılma Şekli.....100
3.5.2.12 Kar Payı Dağıtım Politikası Etkileyen Faktörler.....101
3.6 Değerlendirme.....105
SONUÇ.....112
KAYNAKÇA.....115
KİTAPLAR.....115
MAKALELER.....116
ELEKTRONİK KAYNAKLAR.....119
EKLER.....123
EK-1 ANKET FORMU.....123
EK-2 GÜVENİLİRLİK ANALİZİ SONUÇLARI.....131

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 2.2.1.1 Temel Makroekonomik Göstergeler.....43

Tablo 2.2.1.2 Arnavutluk Genel Hükümet İşlemleri, 2011-2012 (GSYİH' nın %si).....48

Tablo 2.2.2 Finansal Sistemin Bileşenlerinin GSYİH' ye oranı (%).....53

Tablo 3.5.2.2 Ankete Katılan Firmaların Borçlanma Miktarını Etkileyen Faktörler.....74

Tablo 3.5.2.3.1 Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği.....75

Tablo 3.5.2.3.2 Firmaların İç Fon - Dış Fon Kaynakları Tercihleri.....77

Tablo 3.5.2.3.3 Daima İç Fonu Tercih Eden Firmalar * Hedef Borçlanma Oranına Sahip Olmayan Firmalar.....78

Tablo 3.5.2.4 Firmaların Özsermaye Kullanımını Tercih Ettiği Durumlar.....79

Tablo 3.5.2.5.1 Firmaların Borçlanma Politikasını Etkileyen Faktörler 80

Tablo 3.5.2.5.2 Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörlerinin Firma Ölçeğine Göre Değerlendirilmesi.....85

Tablo 3.5.2.6. 1 Firmaların Fon Kaynaklarının Vadesine Yönelik Tercih.....87

Tablo 3.5.2.6. 2 Firmaların Vade Tercihlerini Belirleyen Faktörler.....88

Tablo 3.5.2.6. 3 Firma Ölçeğine Göre Fon Kaynaklarının Vade Tercihi.....89

Tablo 3.5.2.6. 4 Dış Fonlarının Temin Edilme Kaynağı.....90

Tablo 3.5.2.7 Firmaların Aynı Faiz Oranından Borçlanma İsteği.....91

Tablo 3.5.2.8.1 Hazır Borç Kapasitesi Bulundurma 92

Tablo 3.5.2.8.2 Hazır Borç Bulundurma Politikaların Firma Ölçeğine Göre Farklılıkları.....93

Tablo 3.5.2.9. 1 Yatırımların Değerlendirilmesinde Etkili Olan Faktörler 94

Tablo 3.5.2.9. 2 Yatırımların Değerlendirilmesinde Etkili Olan Faktörlerin Firma Ölçeğine Göre Farklılıkları 96

Tablo 3.5.2.10. 1Yatırımların Değerlendirilmesinde Kullanılan Yöntem.....98

Tablo 3.5.2.10. 2 Yatırımların Değerlendirilmesinde Kullanılan Yöntemlerin Firma Ölçeğine Göre Farklılıkları.....99

Tablo 3.5.2.11 Dağıtılabilecek Karların Kullanılma Şekli.....100

Tablo 3.5.2.12. 1 Kar Payı Dağıtımını Etkileyen Faktörler.....101

Tablo 3.5.2.12. 2 Kar Payı Dağıtım Faktörlerinin Firma Ölçeğine Göre Farklılıklar.....104

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1 GSYİH' nin sektörlere göre dağılımı.....40

Şekil 2.2.1.1 Reel GSYİH' nin Büyümesinde Sektörlerin Katkısı.....44

Şekil 2.2.1.2 Reel GSYİH, 2009-2012 (% değişim y/y) 46

Şekil 2.2.1.3 Kişi Başına Düşen Reel GSYİH (ABD doları) 46

Şekil 3.5.1.1 Ankete Katılan Firmaların Özellikleri 67

Şekil 3.5.2.1 Ankete Katılan Firmaların Borçlanma Oranı.....71

Şekil 3.5.2.2 Firmaların Borç/Özsermaye Oranı 72

Şekil 3.5.2.3.1 Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği 76

Şekil 3.5.2.6.1 Fon Kaynaklarının Vade Yapısı Tercihi 87

KISALTMALAR

AB :	Avrupa Birliği
ABD :	Amerika Birleşik Devletleri
AİE :	Arnavutluk İstatistik Enstitüsü
AMB:	Arnavutluk Merkez Bankası
BDS:	Birleşme ve Devralma Stratejisi
DB :	Dünya Bankası
DEÖ :	Dünya Ekonomik Örgütü
DFK:	Dış Fon Kullanma
DNBD:	Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer
ETEB:	Ekonomi, Ticaret ve Enerji Bakanlığı
FB :	Finans Bakanlığı
FES:	Finansal Esnekliğinin Sağlanması
FİK:	Firma İtibarının Korunması
FİKYO:	Firma İç Kaynaklarının Yetersiz Olması
FKPDPTO:	Firmanın Kar Payı Politikasıyla Tutarlı Olması
FYKY:	Firmanın Yapabileceği Karlı Yatırımlar
GGD:	Gelirlerde Geçici Değişiklik
GGİ:	Gelecekteki Gelirlerin İstikrarı
GSD:	Gelirlerde Sürekli Değişiklik

GSYİH :	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İFNB:	İstenilenden Fazla Nakit Bulundurma
İKO:	İç Karlılık Oranı
KOBİ:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KPD:	Kar Payı Dağıtımı
MM:	Modigliani ve Miller
NBD:	Net Bugünkü Değer
OKPUVO:	Ortakların Kar Paylarına Uygulanan Vergi Oranı
PFOSDO:	Piyasa Faiz Oranlarının Seviyesinin Düşük Olması
RFKPD:	Rakip Firmaların Kar Payı Dağıtımı
TSTO :	Tirana Sanayi ve Ticaret Odası
UPF :	Uluslararası Para Fonu

GİRİŞ

Finansal kararlar, firmanın temel amaçları olan değer maksimizasyonu ve ortakların refahını arttırmadaki risk ve başarıyı etkilediğinden dolayı hayati önem taşımaktadır. Finans yöneticilerinin, bu tür kararları almada etkinliği sağlayabilmeleri için, firmanın niteliğine, sektörün ve genel ekonomik durumun şartlarına uygun bir şekilde davranmaları beklenmektedir. Finansal karar alma sürecinde etkinliğin artması, aynı zamanda o firmanın başarısının artması demektir. Günümüzde belirsizliğin ve değişimin hızla artması nedeniyle finansal karar alma süreci, oldukça karmaşık bir süreç haline gelmiştir. Dolayısıyla finansal karar alma sürecinde etkili olan faktörlerinin ne olduğunu, bunların arasında olan etkileşimi ve etkili olmalarının nedenlerini araştırmak ve ortaya koymak, bu süreci kolaylaştırmak açısından gereklidir.

Finansal kararlar; yatırım, finansman ve kar payı dağıtımı olmak üzere üç temel karar türüne ayrılmaktadır. Finansman kararları ile ilgili olan optimal sermaye yapısı bileşiminin belirlenmesini açıklayan teoriler finans literatüründe halen tartışmalara açıktır. Yatırım kararları ile iç içe olan kar payı dağıtım politikasının belirlenmesinde etkili olan faktörler ve bunun firma değeri üzerindeki etkisi de finans literatüründe halen tartışmalara açık olan konulardır.

Yatırım kararlarında, firmalar, sahip oldukları kıt kaynakları, yatırım seçenekleri arasında en karlı olana yatırmayı amaçlamaktadır. Yatırılan sermayenin sağlayacağı faydalar, geleceğin belirsizlik ve risk taşıması nedeniyle kesin olarak bilinmemektedir. Bundan dolayı, özellikle uzun vadeli yatırımlara karar verilmesinde

titiz analizler yapılması gerekmektedir. Firmaların değer yaratma amaçları doğrultusunda verilen bu kararlar firma açısından hayati önem taşımaktadır.

Firmanın varlığının sürdürülebilmesi ve başarılı olabilmesi için ihtiyaç duyulan fonları nereden, nasıl ve hangi zamanda temin edeceği konusunda verilen kararlar, finansman kararlar kapsamındadır. Alternatif kaynaklar arasında seçim yapıldığında, kaynakların maliyet ile risk faktörlerini hesaplamak ve finanse edilecek varlığın vadesi ile fon kaynağının vadesi arasında uyum sağlamak, finansal sıkıntıya düşmemek için üzerinde önemle durulması gereken unsurladır. Yabancı kaynak ile özsermaye bileşimini temsil eden sermaye yapısı konusunda, finans literatüründe piyasaların etkin olmadığı düşüncesi ile birlikte, finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerinin, temsil maliyetlerinin ve asimetrik enformasyonun varlığının kabul edilmesi ile iki yeni teori ortaya çıkmıştır. Bu teorilerin birincisi, sermaye piyasalarında asimetrik enformasyonun olduğunu ve bunun sermaye yapısı kararlarını etkilediğini savunan finansal hiyerarşi teorisidir. İkincisi ise, borç kullanımının faydalarını ve maliyetlerini dengeleyerek optimal borçlanma oranının saptanacağını savunan denge teorisidir.

Kar payı dağıtım kararları, hissedarlara dağıtılacak olan kar payının büyüklüğünü, şeklini ve zamanlamasının belirlenmesini kapsamaktadır. Finans literatüründe, kar payı dağıtımı politikalarının; hissedarların refahını, hisse fiyatını ve şirketin değerini etkilediğine inandıkları için önemli olduğunu savunan ve özenle seçilmiş bir kar payı dağıtım politikasının şirketin değerini etkilediği konusuna şüpheli yaklaşan iki farklı görüş bulunmaktadır.

Bu çalışmada, finansal kararlara ilişkin teorik bir çerçeve oluşturulması ve finansal kararların uygulamada nasıl alındığının incelenmesi amaçlanmaktadır.

Birinci bölümde finansal kararların amaç ve kapsamı incelenecektir. Bu çerçevede yatırım, finansman ve kar payı dağıtım kararları açıklanacaktır. Daha sonra finansal kararların süreci, tarihçesi ve finansal karar almada ekonomik gelişmelerin etkisi incelenecektir.

İkinci bölümde Arnavutluk ekonomisinde komünizm döneminden bu yana yaşanan gelişmeler üzerinde durulacaktır.

Üçüncü bölümde ise, Arnavutluk' ta faaliyet gösteren firmaların finansal kararları incelenecektir. Finansal karar alma sürecinde etkili olan faktörlerin ne olduğu belirlenecek ve bunların önemli olma nedenleri açıklanmaya çalışılacaktır. Bu süreçte, finans yöneticilerinin pratikte aldıkları kararların literatürde olan teorilere ne derece uyumlu olduğu açıklanacaktır. Elde edilen bu bilgiler ile sonuç ve değerlendirme yapılacaktır.

I. BÖLÜM

FİNANSAL KARARLAR

1.1 Finansal Karar Almada Amaç ve Kapsam

Finansal kararlar, belirsizlik ve zaman unsurlarının kritik bir rol oynadığı karmaşık kararlardır. Verilen finansal kararların şirkete muhtemel etkilerinin ne olacağı iyi bir şekilde analiz edilmelidir.[1] Finansal kararlar, firmanın temel amaçlarından biri olan hissedarların refahını arttırmadaki risk ve başarıyı etkilemekte ve bunun sebep olduğu etkiler ekonomi genelinde her geçen gün hissedilmektedir.[2] Firmanın başarı veya başarısızlığı büyük ölçüde alınan finansal kararların kalitesine bağlıdır.[3] Dolayısı ile, firmanın finansal kararlarındaki etkinliğinin artması, o firmanın başarısının da artması demektir. Söz konusu etkinliğin artması ile finans yöneticisinin, firmanın amaçlarını ve ulaşmak istediği hedefleri kavraması ve o doğrultuda hareket etmesi beklenmektedir.[4] Finans yöneticisi, ortakların refahını ve firma değerini arttırmaya yönelik finansal kararları alırken, firma nakit akışlarının tutar, zaman ve risk profilini geliştirmeyi amaçlamalıdır. Dolayısı ile, nihai hedef yalnızca değer ölçümü değil, aynı zamanda değer yaratmak olmalıdır.[5] Günümüzde belirsizliğin ve değişimin hızla artması nedeniyle finansal kararların etkinliğinin

[1] W. Hallerbach, J. Spronk, "A Multidimensional Framework for Financial Economic Decisions", *ERIM Report Series Research In Management*, Rotterdam, March 2003, ERS-2003-021-F&A, pp.1-23, s. 11
[2] R. C. Moyer, J. R. McGuian, R. Rao, W. J. Kretlow**,** *Contemporary Financial Management*, Twelfth Edition, South-Western, Cengage Learning, 2012, s. 4
[3] R. C. Moyer, J. R. McGuian, R. Rao, vd., 2012, s. 5
[4] R. C. Moyer, J. R. McGuian, R. Rao, vd., a.g.e., s. 6
[5] R. C. Moyer, J. R. McGuian, R. Rao, vd., a.g.e., s. 15

sağlanması daha da zorlaşmıştır.[6] Finansal kararlar; yatırım, finansman ve kar payı dağıtımı olmak üzere üç temel karar türüne ayrılmaktadır. Yatırım kararları, fonların değişik varlıklar veya faaliyetler arasında paylaştırılmasını içeren kararlardır. Finansman kararları, ihtiyaç duyulan sermayenin uygun bir borç ve özsermaye bileşimi şeklinde sağlanmasını içermektedir. Kar payı dağıtımı kararları ise, elde edilen karların pay sahiplerine dağıtım yapılacak tutarı ve şekliyle ilgili kararları içermektedir.[7] Kavramsal ve fonksiyonel ayrışmalara rağmen, sözü edilen bu üç finansal karar türü bir çok şekilde birbiriyle bağlantılıdır. Örneğin; firmanın üstlendiği bir yatırım, gelecekte elde edilecek getirileri ve dolayısıyla potansiyel kar paylarını etkilemektedir. Sermaye yapısı, sermaye maliyetini etkilemekte ve yatırım yapılabilecek fırsatları belirlemektedir. Kar payı dağıtımı politikası ise, bir firmanın sermaye yapısındaki özsermaye miktarını ve sermaye maliyetini etkilemektedir.[8]

1.1.1 Yatırım Kararları

Firmalar; sahip oldukları kıt kaynakları, faaliyet alanlarına uyan - kısa veya uzun vadeli, reel veya reel olmayan - yatırım seçenekleri arasında en karlı olana yatırım yapmak durumundadırlar. Yatırılan sermayenin sağlayacağı faydalar, geleceğin kesin olarak bilinemezliğinden kaynaklanan risk ile belirlenmektedir. Uzun vadeli yatırımlarda daha çok ortaya çıkabilen risk; telafisi zor ve büyük zararlara sebep olabileceğinden, uzun vadeli yatırım kararlarının verilmesinde titiz analiz yapılması gerekmektedir.[9] Yatırım kararları, genelde tutarı yüksek olmayan, yeni makinenin satın alımı veya kiralama gibi konularda alınan taktiksel kararlar ile tutarı

[6] Ed. N. Aydın, *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004, s. 3
[7] H. Bierman, S. Smidt, *Financial Management For Decision Making*, Second Edition, Washington, Beard Books, 2003, s. 4-5
[8] R. C. Moyer, J. R. McGuian, R. Rao, vd., 2012, s. 554
[9] N. Aydın, 2004, s. 3-4

yüksek olan ve firmanın beklenen nakit akışlarını ve bunların riskini etkileyebilecek nitelikteki stratejik kararlardan oluşmaktadır.[10] Kullanılmakta olan fonların etkinliğinin arttırılması, diğer firmalarla birleşme, devralma veya satın alma, dış ülkelere doğrudan veya dolaylı yatırım yapma gibi stratejik kararlar da yatırım kararları kapsamına girmektedir.[11] Finans literatüründe, yatırım kararlarının finansman kararları ile yakından ilişkili olduğu belirtilmektedir. Modigliani & Miller teorisine (MM 1958, 1961) göre, vergi uygulamaları, temsil maliyetleri ve enformasyon asimetrisi gibi piyasa aksaklıkları nedeniyle firmanın finansman kararları ile yatırım kararları birbirlerini etkilemekte ve dolayısıyla firma değerini etkilemektedirler. Finans yöneticilerinin, firma değerini artırmak için söz konusu piyasa aksaklıklarının etkisini azaltma yönünde kararlar almaları gerekmektedir.[12]

Yatırım kararları, firma değerini etkilemeleri yönünden büyük öneme sahiptir. Bu nedenle, nihai onay kararı firmanın üst düzey yönetiminden alınmaktadır.[13] Bir firmada duran varlıklara yapılan yatırımlar sermaye harcamaları olarak adlandırılmaktadır. Sermaye harcamalarının planlanması ise sermaye bütçelemesi olarak bilinmektedir. Sermaye bütçelemesi dört aşamalı bir süreçtir.Bu süreç; yeni, karlı, verimli yatırım projelerinin araştırılmasını, yönetim tarafından bir yatırım önerisinin kabul edilmesini, kabul edilen projenin etkilerinin tahmin edilmesini, maliyetlerinin kontrol edilmesini ve yatırımın gidişatının kontrol edilmesini kapsamaktadır.[14] Sermaye bütçelemesi, bir firmanın gelecekteki

[10] H. Bierman, J. Smidt, 2003, s. 9
[11] N. Aydın, 2004, s. 3-4
[12] X. Wu, L. Xu, "The Value Information of Financing Decisions and Corporate Governance during and after the Japanese Deregulation", *Journal of Business*, The University of Chicago, January 2005, Vol.78, No.1, pp. 243-280, s. 243
[13] R. A. Brealey, S. C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, Seventh Edition, London, The McGraw-Hill Companies, 2003, s. 312
[14] R. A. Brealey, S. C. Meyers, 2003, s. 334

başarısını, karlılığını, verimliliğini, nakit akışını ve risk derecesini etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Bu açıdan sermaye bütçelemesi firmalar için hayati bir öneme sahiptir.

Firmalar, yatırım teklifleri arasında bir seçim yapmak, bunları önem derecesine göre sıralamak ve bazı yatırımlardan vazgeçmek zorundadırlar. Dolayısıyla finans yöneticilerinin, firma kaynaklarını amaca uygun en iyi sonuçları verebilecek yatırımlarda kullanabilmek için, yatırım projelerini iyice değerlendirip bir karara varması gerekmektedir. Sermaye bütçelemesi ile ilgili yöneticilerin bir karar aldıktan sonra, o yatırımın bitmesini bekleyeceklerini düşünmek gibi bir algı yanlış olacaktır. Çünkü firmalar aldıkları kararları, yatırımın gidişatına göre değiştirebilmektedir. Başarılı yöneticiler bir yatırım projesini değerlendirdiğinde, bu opsiyonları göz önünde bulundururlar.[15] Firmaların yatırım olanaklarının değerlendirilmesinde kullanılan yöntemler, paranın zaman değerini dikkate alıp almama açısından ikiye ayrılmaktadır. Satışlar ile tahmini bilanço kalemleri arasındaki ilişkiye bakarak, belirli bir dönemdeki tahmini nakit giriş ve çıkışlarını ve yatırımın geri dönüş süresini hesaplayıp, yatırım alternatifleri arasında seçim yapmak, paranın zaman değerini dikkate almamak anlamına gelmektedir. Net Bugünkü Değer (NBD) yöntemi, İç Karlılık Oranı (İKO), Duyarlılık Analizi ve Karlılık Endeksi yöntemi, yatırımların değerlendirilmesinde paranın zaman değerini dikkate almaktadır. Literatürde, yatırımların değerlendirilmesinde NBD kuralının firmaları sağlıklı bir yatırım kararına yönlendirdiği belirtilmektedir. NBD kuralı, gelecekte elde edilecek nakit akımlarının bugünkü değeri, eğer yatırımın başlangıç

[15] R. A. Brealey, S. C. Meyers, 2003, s. 278-279

maliyetini aşarsa, bu alternatiflere yatırım yapılması gerektiğini vurgulamaktadır.[16] Ayrıca NBD kuralı, bugün elde edilen 1 Lira' nın gelecekte elde edilecek 1 Lira'dan daha değerli olduğu ve bugün elde edilen paranın hemen yatırıma dönüştürülebileceği konusunda farkındalık yaratmaktadır. Paranın zaman değerini dikkate almayan bir yatırım kararı rasyonel değildir. NBD, yalnızca yatırım projesinden elde edilmesi beklenen nakit akışlarına ve yatırılacak sermayenin fırsat maliyetine bağlıdır. Bu nedenle, yalnızca finans yöneticilerinin görüşlerine bağlı olarak verilen yatırım kararları, sağlıklı kararlar değildir.[17] İş dünyasında, yatırım kararları konusunda teori ile pratik arasında olan farklılıkların en aza indirilebilmesi için, finans yöneticilerinin karar almada NBD ve İGO yöntemlerine ağırlık vermeleri gerekmektedir.[18]

1.1.2 Finansman Kararları

Firmanın varlığının sürdürülebilmesi ve başarılı olabilmesi için ihtiyaç duyulan fonların nereden, nasıl ve hangi zamanda temin edileceği konusunda yöneticinin karar vermesi bu kapsamda düşünülmelidir. Firmanın sermaye gereksinimi, kısa veya uzun vadeli, iç veya dış ve bunların bir karışımı olan karma finansman kaynaklarından sağlanabilmektedir. Finans yöneticisi, bu tür kararları verdiğinde, firmanın niteliğine, sektörün ve genel ekonomik koşullara bağlı olarak fon maliyetini ve risk yapısındaki farklılıkları dikkate almak durumundadır.[19] Şirketin finansman sağlayacağı alternatif kaynakları arasında seçim yapılırken, alternatif kaynakların maliyetlerinin, risklerinin ve özelliklerinin ayrı ayrı ve birlikte

[16] P. Vernimmen, P. Quiry, M. Dallocchio, Y. Fur, A. Salvi, *Corporate Finance Theory And Practice*, Second Edition, United Kingdom, John Wiley&Sons Ltd., 2009, s. 296
[17] R. A. Brealey, S. C. Meyers, 2003, s. 93
[18] P. Quiry, M. Dallocchio, Y. Fur vd., 2009, s. 296
[19] N. Aydın, 2004, s. 4-5

analiz edilmesi gerekmektedir. Finansman kararları, işletme stratejisini etkiledikleri için, sürekli olarak analiz edilmelidir.[20]

Şirketin sermayeye ihtiyacı olması durumunda; finans yöneticisi, bunun borçlanma veya özsermaye yoluyla temin edilmesine karar vermelidir. Borçlanma kararı alınırsa, bunun tutarı ve vadesinin belirlenmesi de yine finans yöneticisinin sorumluluğundadır.[21] Borçlanma kararının alınması, pek çok faktörden etkilenen oldukça karmaşık bir konudur. Borçlanma oranı, şirketten şirkete, sektörden sektöre ve ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Borçlanma oranını belirlemek stratejik bir karar iken, uygun borçlanma türünü belirlemek ve bu borçları yönetmek taktiksel kararlardır.[22] Finansal karar verme sürecinde çabaların çoğu, borç ile özsermaye bileşimlerini temsil eden sermaye yapısının optimal oranını belirlemeye yöneliktir.[23]

İhtiyaç olan finansmanın yeni hisse senedi ihraç ederek sağlanması, şirkete yeni hissedarların gelmesi ile yönetim kontrolünün dağılmasına ve hisse başına karın düşmesine neden olabilmektedir. Ayrıca, yeni hisse senedi ihraç maliyeti borçlanmaya göre daha yüksek olmakla birlikte, borç kullanmanın vergi tasarrufu da bulunmaktadır. Fakat borçla sağlanan finansman, şirketin finansal riskini ve dolayısıyla toplam riskini arttırmaktadır. Şirketin yükümlülüklerini yerine getirmemesi ve tasfiyesi durumunda, borç verenlerin önceliğe sahip olması nedeniyle bu risk hisse sahiplerine aktarılmaktadır. Bu nedenle, hisse senedi ile finansman sağlamak yatırımcılar tarafından olumsuz sinyal olarak algılanabilmektedir. Bu da,

[20] H. Sarıaslan, C. Erol, *Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2008, s. 149
[21] J. A. Matos, *Theoretical Foundations of Corporate Finance*, New Jersey, Princeton University Press, 2001, s. 39
[22] R. Pike, B. Neale, *Corporate Finance and Investment, Decision and Strategies*, Fifth Edition, London, Pearson Education Limited, 2006, s. 326-327
[23] J. A. Matos, 2001, s. 39

şirketin piyasadaki hisse senedi fiyatları üzerinde olumsuz etkiye yol açmaktadır.[24] Bunlara ek olarak, kısa vadeli nakit akışının nasıl yönetileceğine dair karar verilmesi gerekmektedir. Genelde, faaliyetlerin yürütülmesinde, nakit girişiyle nakit çıkışları arasında bir zaman uyuşmazlığı söz konusudur. Bu, kısa vadeli finansman sorunudur. İşleyen nakit akışının miktarı ve zamanı kesin olarak bilinmemekle birlikte, finans yöneticisi, oluşan bu nakit boşluklarını yönetmekle sorumludur.[25]

1.1.2.1 Kaynağına Göre Finansman Türleri

Literatürde, şirket finansmanı kaynağına göre iç ve dış finansman olarak ayrılmaktadır. İç finansman ile dış finansman türlerinin birleşimi, şirketin hem dış ödemelerinin oranlarını ve sermaye yapısını, hem de genel olarak şirketin piyasa değerini etkilemektedir. Dış finansman ile iç finansmanın farklı kombinasyonları, hisse başına düşen karın, hisse başına dağıtılan karın ve hisse senedi fiyatının büyüme oranlarının üzerinde farklı etki yaratmaktadır.[26] İç finansman, genel olarak, şirketin faaliyetlerinden elde edilen pozitif net nakit akışlarının, hissedarlara kar payı dağıtımı yapılmasının yerine, şirketin mevcut veya yeni faaliyetlerinin finansmanında kullanılmasıdır.[27] Net karın şirketin bünyesinde bırakılması, özsermayeyi artıran önemli bir finansman kaynağıdır. İç finansmanın başka bir yolu olan sermaye artırımı ise şirketin sermaye artırımına gitmesi ve mevcut ortakların rüçhan haklarını kullanarak katılmaları şeklinde sağlanmaktadır.

---

[24] H. Sarıaslan, 2008, s. 150

[25] S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. F. Jaffe, *Corporate Finance*, Sixth Edition, United States of Amerika, The McGraw−Hill Companies, 2003, s. 4

[26] C. F. Lee, A. C. Lee, J. Lee, *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*, First Edition, New York, Springer Science Business Media, 2010, s. 23

[27] "The Essentials of Finance and Budgeting", *Harvard Business School Publishing Corporation and the Society for Human Resources Management*, Boston, Harvard Business School Press, 2005, s. 110

Dış finansman, şirketin yeni hisse senetlerinin yatırımcılara satılmasıyla ve kısa ve uzun vadeli borçlanma ile gerçekleştirilmektedir. Halka açılma ve hisse senedi ihracı yoluyla finansman, yeni hisse senedi ihraç ederek şirkete yeni ortak almak yoluyla ihtiyaç duyulan sermayenin sağlanmasıdır.[28] Ülkelerin sermaye piyasası mevzuatına göre farklılık göstermekle birlikte, hisse senedi türevleri olan ve karma finansman araçları olarak adlandırılan menkul kıymetler de bu bağlamda kullanılmaktadır. Anonim şirketler, bu menkul kıymetleri ihraç ederek de finansman sağlayabilmektedir. Bunlar, oydan yoksun hisse senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, katılma intifa senetleri ve imtiyazlı hisse senetleridir.

1.1.2.2 Vadesine Göre Finansman Türleri

Vadesine göre finansman türleri kısa vadeli finansman ve orta ve uzun vadeli finansman olarak ayrılmaktadır. Literatürde, orta ve uzun vadeli finansman genelde birlikte ele alınmaktadır. Bu çalışmada da, orta ve uzun vadeli finansman aynı başlık altında açıklanacaktır. Çalışma sermayesi olarak da adlandırılan kısa dönemli finansman, kullanım süresi bir yıldan az olan finansman ihtiyacını karşılamada kullanılan kaynakları ifade etmektedir.[29] Şirketin çalışma sermayesi konusunda sağlam bir politika izlemesi, gelecekteki beklenen getirisini, olası riskini ve ortakların refahını etkilediği için önem taşımaktadır.[30]

Kısa dönemli finansmanın kaynakları, dağıtılmayan karlardan, sermaye artırımı yoluyla elde edilen öz kaynaklardan, borçlanma yoluyla veya satıcı kredilerinden, ya da bu kaynakların bir karışımından elde edilmektedir. Kısa vadeli finansman ihtiyacını gidermek için kullanılan borçlanma araçları olarak, bankalardan

[28] H. Sarıaslan, 2008, s. 100
[29] H. Sarıaslan, a.g.e., s. 97
[30] R. Pike, B. Neale, 2006, s. 343

alınan kredileri, satıcı kredilerini ve finansman bonolarını saymak mümkündür. Finansman bonoları genelde kredi notu yüksek olan büyük şirketler tarafından kullanılan kısa vadeli finansman araçlarıdır.[31]

Finansal piyasalar ve kurumlar geliştikçe, yeni finansal araçların ortaya çıkmasıyla, finansman kaynaklarının çeşitliliği de artmaktadır. Bu çeşitliliğin artması sonucu ortaya çıkan faktoring, günümüzde kısa vadeli finansman aracı olarak kullanılmaya başlamıştır.[32]

Sabit sermaye yatırımlarının finansmanı olarak da ifade edilen uzun dönem finansman, kullanım süresi 3-5 yıldan fazla olan finansman ihtiyacını karşılamada kullanılan kaynakları ifade etmektedir. Bu finansman türü, işletmenin uzun dönem hedeflerini gerçekleştirme amacı taşıdığından, stratejik finansman olarak da adlandırılmaktadır. Bu finansmanın kaynakları, öz kaynaklar, dış kaynaklar ve bunların bir karışımı olan kiralamadır.[33]

Orta ve uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak isteyen şirketler, faaliyet gösterdikleri finansal sistemin sunduğu araçlara başvurmaktadır. Bu bağlamda, yatırım ve kalkınma bankalarından veya finansal kuruluşların kredi adı altında verdikleri orta ve uzun vadeli borçlardan faydalanabilmektedirler. Başka bir borçlanma aracı ise tahvildir. Tahvil, gelişmiş sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketler tarafından yaygın olarak kullanılan ve halka arz edilerek sermaye piyasalarından uzun vadeli borç fon sağlayan bir borçlanma aracıdır.[34]

[31] "The Essentials of Finance and Budgeting", a.g.e., s. 130
[32] H. Sarıaslan, 2008, s. 98
[33] H. Sarıaslan, a.g.e., s. 99
[34] H. Sarıaslan, 2008, s. 118-119

Gelişmiş ülkelerde kiralama, bir alternatif finansman yöntemidir. Literatüre orta ve uzun vadeli bir finansman aracı olarak giren finansal kiralama yöntemine göre, şirketler ihtiyaç duydukları duran varlıkları satın almak için iç veya dış finansman kullanmak yerine, bu varlıkları belirli bir bedel karşılığında uzun süreli olarak kiralayabilmektedirler. Finansal kiralama işleminin temel amacı, yatırımcıya bir finansman alternatifi sunmaktır.[35]

1.1.2.3 Sermaye Yapısı

Değişik sebeplere bağlı olarak, şirketlerin sermaye yapısı, sektörden sektöre, ve aynı sektörün içinde şirketten şirkete değişmektedir. Literatürde bu değişimlere sebep olan faktörleri açıklayan birçok teori bulunmaktadır ve bu teoriler ampirik çalışmalara konu olmuştur.[36] Modern sermaye yapısı teorisi hakkındaki temel bilgiler ilk olarak 1958 yıllında Modigliani ve Miller tarafından ortaya atılmıştır.[37] Modigliani ve Miller; vergilerin, iflas maliyetlerinin olmadığı, bireysel yatırımcılar ile şirketlerin aynı faiz oranlarından borçlanma imkanlarına sahip olduğu, şirketin gelecekteki yatırım fırsatları hakkında yatırımcılar ile yöneticilerin aynı bilgiye sahip olduğu, diğer bir deyişle, asimetrik enformasyonun olmadığı ve faiz ve vergi öncesi karın borç oranından etkilenmediği varsayımları altında, şirket değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu kanıtlamıştı.[38]

---

[35] F. Çondur, U. Evlimoğlu, E. Bozdağlıoğlu, "Finansal Yenilikler Kapsamında Leasingin KOBİ'lerde Kullanımına İlişkin bir Araştırma", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Güz 2008, C.4, S.2, s:1-26, s. 3

[36] E. F. Brigham, J. F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Tenth Edition, Ohio, 2004, s. 498-499

[37] C. J. Green, S. Prasad, V. Murinde, *Company Financing, Capital Sturcture, And Ownership: A survey and Implications for Developing Economies*, Vienna, Suerf, 2001, s. 10

[38] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 498-499

Literatürde, MM' in teorisi gerçeğe dayalı olmayan varsayımlar altında geliştirilmesine rağmen, çok kritik bir öneme sahiptir. MM teorisi, şirket değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu koşulları ortaya koyarak, şirket değerinin sermaye yapısından etkilendiği durumlar hakkında ipucu vermektedir. MM teorisi, modern sermaye yapısı konusundaki araştırmaların başlangıcı olmakla birlikte, sonraki çalışmalara, bu teorinin varsayımlarını yumuşatarak daha gerçekçi bir sermaye yapısı teorisi geliştirmek adına yol göstermiştir. 1963 yılında MM, şirket üzerinden alınan vergilerin olmadığı varsayımını çıkararak teoriyi geliştirmişlerdir.[39] MM, şirket değerinin borç oranı ile doğru orantılı olarak değişeceğini ve tamamen borçla finanse edilmesi durumunda bile şirket değerinin maksimuma ulaşacağını ileri sürmüşlerdir.[40] Bunu da, borcun artmasıyla vergi tasarrufunun da artacağına ve dolayısıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin değişmeyeceğine bağlamışlardır. Bu teorinin dayandığı katı varsayımlar ise, finansal piyasaların tam etkin olduğu, tasfiye maliyetlerinin olmadığı, kişisel gelir vergisinin olmadığı, bireylerle şirketlerin aynı faiz oranından borçlanabileceği, borç maliyetinin sabit olduğu ve borç ne kadar yüksek olursa olsun risk yaratmayacağıdır.[41] Yıllar sonra Merton Miller kişisel vergilerin olmadığı varsayımını çıkararak, bu teoriyi tekrar geliştirmiştir. Miller, kişisel vergilerin yatırımcılar üzerindeki etkisinin, sermaye kazançlarını tahvil getirisine tercih etmeleri yönünde olduğunu ileri sürmüştür. Borç faizinin yarattığı vergi tasarrufu, borçlanmanın tercih edilmesine neden olurken; yatırımcıların sermaye kazançlarına uygulanan kişisel vergi oranının tahvilden elde edilen faizlere uygulanandan daha düşük olması durumunda, öz sermaye finansmanın tercih

[39] E. F. Brigham, J. F. Houston, a.g.e., s. 499
[40] M. Schauten, J. Spronk, "Optimal Capital Structure: Reflections on Economic and Other Values", *ERIM Report Series Research In Management*, Rotterdam, December 2006, s. 3
[41] H. Sarıaslan, 2008, s. 247

edilmesine neden olmaktadır. Bu iki unsurun net etkisinin ne olduğunu söylemek güçtür.[42] MM teorisinde, şirketlerin iflas etmedikleri ve dolayısıyla iflas maliyetlerinin olmadığı varsayımı bulunmaktadır. Fakat, gerçek hayatta şirketin iflas etme olasılığı bile, borç verenlerin borç vermekten kaçınmasına veya borçlanma faizinin yükselmesine, buna bağlı olarak ortakların beklenen getirisinin yükselmesine ve sonuç olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin artmasına neden olmaktadır. Finansal kaldıracın yüksek olduğu şirketlerde bu sorunların oluşması kaçınılmazdır.[43]

1.1.2.3.1 Geleneksel ile Modern Sermaye Yapısı Yaklaşımları Arasındaki Farklılıklar

Modigliani ve Miller' in (MM) makalesi, şirket finansı konusundaki geleneksel bakışı geçersiz kılmıştır. MM' nin modeli, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine, ağırlıklı borç miktarına ve sermaye maliyetine veya şirketin mevcut faaliyetlerinden elde edilen, ortakların beklenen getirilerini sağlayacak olan, minimum getiriye dayanmaktadır. Geleneksel finans yaklaşımında, borçla sağlanan finansmanın özsermayeden daha ucuz olduğu savunulmaktadır. Bu nedenle şirket, borç ve sermaye maliyetinin sabit olduğu varsayımıyla, borç miktarını sermayeye oranla arttırarak, ortalama maliyetini düşürebilir. Fakat, bu süreç sonsuza dek sürdürülemez. Çünkü, gerçekte, borç miktarının yükselmesi, şirkete borç verenlerin ve ortakların beklentilerini de yükselteceğinden, olası temerrüde düşme riskini de arttıracaktır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin grafiği U şeklinde olup, optimal

[42] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s.499-500
[43] E. F. Brigham, J. F. Houston, a.g.e., s.500-501

borç sermaye bileşimi; ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum, şirket değerinin ise maksimum olduğu noktada gerçekleşmektedir.[44]

Geleneksel finans ile modern yaklaşımları arasında iki temel farklılık bulunmaktadır. Birincisi, geleneksel finans yaklaşımında, şirket değeri ile sermaye maliyeti şirketin sermaye yapısına bağlıyken, MM' nin ilk modeline göre bağlı değildir. İkincisi ise, MM' nin 1963 yılında geliştirdiği modele göre, yöneticilerin, ortakların refahını maksimize etmek amacıyla kaldıraç oranının yüzde yüze ulaşana kadar borçlanmalarını önermektedir. Fakat, gerçekte yüzde yüz borçla finanse edilen bir şirket teknik olarak iflas etmiştir. Buna rağmen, MM' nin bu modeli, şirketin kaldıraç oranı ile ortakların beklenen getiri oranı arasında lineer bir ilişkinin olduğunu belirtmektedir.[45]

Modigliani ve Miller modelinin temel sonucu; tam etkin piyasa koşullarında şirketin piyasa değerinin, likidite, kaldıraç oranı veya dağıtılan kar payları gibi finansal faktörlerinden bağımsız olduğudur. MM modelinde, şirketin optimal sermaye bileşiminin, sadece sermaye kullanım maliyetine ve gelecekte elde edilecek olan karlılığa bağlı olduğu savunulmaktadır. Bu da, şirketin gelecekteki karlılığıyla ilgili bilgi edinebilmesine bağlıdır. Elde edilen sonuç, şirketlerin borç-özsermaye oranının finansal faktörlerden bağımsız olarak belirlendiği neoklasik yatırım modelleri için bir çerçeve oluşturmaktadır. Neoklasik yatırım modelleri, şirketin piyasa değeri ile yatırım kararları arasında basit ve doğrudan bir ilişki olduğunu

[44] C. Green, S. Prasad, 2001, s. 10
[45] C. Green, S. Prasad, a.g.e., s. 11

önermektedirler. Dolayısıyla, şirketler yatırımın piyasa değerinin maliyetini aşması durumunda yatırımı gerçekleştirirler.[46]

Bu neoklasik yatırım modelleri kapsamında, birçok ampirik çalışmalar ve indirgenmiş model çeşitleri türetilmiştir. Bu çalışmalar, söz konusu modellerin, şirketlerin yatırım davranışlarını açıklayabilme gücünü test etmişler. Tam etkin piyasa ilkelerini baz alan bu modellere dayalı yapılan ampirik çalışmalar, tam etkin olmayan piyasada faaliyet gösteren şirketlerin yatırım davranışlarını açıklayabilme konusunda başarısız olmuştur.

1.1.2.3.2 Optimal Sermaye Yapısı

MM' nin sermaye yapısı ile ilgili modelinden sonra diğer araştırmacılar da bunun üzerinde çalışarak modeli geliştirdiler. Her olası sermaye kaynağının maliyeti hesaplandıktan sonra, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimum yapan ve dolayısıyla şirketin hisse değerini maksimum yapan sermaye bileşimini belirlemek daha kolay olacaktır. Çünkü sermaye yapısındaki bir değişimin, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde yarattığı değişimi ölçmek, hisse fiyatında yarattığı değişimi ölçmekten daha kolaydır.[47] Borcun artması nedeniyle şirketin finansal riski (β katsayısındaki artışlar) artmakta bu da şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde artışa neden olmaktadır. Ayrıca, finansal riskin artması, işletme riski ile birlikte toplam riskin de artmasına sebep olmaktadır. Bu durum, şirketin borçlanma faiz oranının ve hissedarların beklediği getiri oranının yükselmesini beraberinde getirmektedir. Bunun başlıca nedeni ise, artan borç oranı ile birlikte borç ana para ve faizlerinin geri ödenmemesi durumunda ortaya çıkacak olan kayıplar ve maliyetler

[46] R. G. Hubbard, *Asymmetric Information, Corporte Finance, and Investment*, Chicago and London, The University of Chicago Press, 1990, s. 257
[47] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 429

(takip ve icra maliyetleri) ve şirkete yatırılan öz sermayenin tamamının geri ödenmemesi ile işletmenin risk priminin artmasıdır.[48]

Diğer tüm koşulları aynı olan iki şirketten gelirleri istikrarsız olan şirket, gelirleri daha istikrarlı olan bir şirkete göre daha az borç kullanmalıdır. Bu nedenle faaliyet kaldıracı ve dolayısıyla işletme riski yüksek olan bir şirketin, finansal kaldıracın kullanımını kısıtlaması gerekmektedir.[49]

Bu gelişmeler sonucunda denge teorisi ortaya çıkmıştır. Bu teoriye göre, şirketler optimal bir sermaye oranına sahiptir. Aynı zamanda, şirketler, iflas maliyetlerini ve yüksek faizleri, borçla sağlanan finansmanın avantajları ile dengelemektedirler.[50]

Optimal sermaye yapısına yöneltilen başka bir yaklaşım ise hiyerarşi teorisidir. Bu teori, hissedarlar ile yöneticiler arasında olan enformasyon asimetrisine dayanmaktadır. Bu teoride, şirketler ile yatırımcılar arasında oluşan enformasyon asimetrisi, dış sermayenin iç sermayeye göre daha pahalı olduğunu göstermektedir.[51] Bu yüzden, şirketler yatırımların finansmanında iç sermayenin kullanımını öncelikli olarak tercih etmekte, fakat dış finansmanın kullanımının gerekli olduğu durumlarda ise şirketin tercihi güvenli borçlanma olmaktadır. Bu teoriye göre optimal bir sermaye oranı var olmamakla birlikte; mevcut sermaye durumu, şirketin iç ve dış nakit akışlarının net değişimine doğrudan bağlıdır.[52] Sonuç olarak, bu çalışmaların

[48] H. Sarıaslan, 2008, s. 244-246
[49] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 500
[50] G. Gossy, *A Stakeholdes Rationale for Risk Management, , Implications for Corporate Finance Decisions*, Betriebswirt Schaftlicher, 2008 s. 4
[51] T. J. Liesz, "Why Pecking Order Theory Should be Included in Inroductory Finance Courses", http://www.mountainplains.org/articles/2001/pedagogy/PECKING%20ORDER%20THEORY.htm (Erişim tarihi: 28.01.2013)
[52] G. Gossy, 2008, s. 6

hiçbirisi şirketlerin optimal sermaye yapısı ile ilgili kesin bir sonuç ortaya çıkaramamıştır.[53]

1.1.2.3.4 Temsil Maliyetleri

Borç verenler, yeni hissedarlar, eski hissedarlar ve şirket yöneticileri değişik nedenlerden dolayı birbirleriyle müzakere yapmak durumundadır. Hepsinin bir anlaşmaya varması, her biri için en iyi çözüme ulaşılması zor ve maliyetli bir süreçtir. İdeal bir anlaşma durumunda şirketin olması gereken değeri ile gerçek anlaşma durumundaki değer arasındaki fark, temsil maliyetleri olarak bilinmektedir.

Temsil maliyetleri konusunda ilk model 1976 yılında Jensen ve Meckling tarafından geliştirilmiştir. Jensen ve Meckling yaklaşımı, MM' nin yaklaşımının varsayımlarına bir atak niteliğinde olmuştur.[54] Şirketin optimal sermaye yapısı, temsil maliyetlerini minimize eden borç-özsermaye oranının bulunmasını gerektirmektedir. Dış kaynaklardan fon sağlamanın toplam temsil maliyetleri, borçlanmadan ve özsermayeden kaynaklanan maliyetler olmak üzere iki ana bileşenden oluşmaktadır. Kaldıraç oranının yükselmesiyle borçlanmadan kaynaklanan maliyetler artmakta iken, özsermayeden kaynaklanan maliyetler düşmektedir. Bu etki optimal sermaye yapısının belirlenmesinde vergiden sağlanan avantajların yanında değerlendirilmelidir. Genel olarak, bir şirketin yatırım olanakları ne kadar büyük ise, borçla finanse edilmeyi de beraberinde getiren, gereğinden az yatırım sorunları da o kadar fazladır.[55]

[53] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 501
[54] G. Gossy, 2008, s. 72
[55] M. Schauten, J. Spronk, 2006, s. 4

Literatürde, optimal sermaye birleşiminin var olduğu sonucuna ulaşan Schwartz ve Aronson (1967), Long ve Malitz (1985), Rajan ve Zingales (1995), Bradley, Jarrell ve Kim (1984) ve Barclay, Smith ve Watts (1995) gibi birçok araştırmacının çalışmaları mevcuttur. Barclay, Smith ve Watts (1995), yüksek piyasa-defter oranına sahip olan şirketlerin düşük piyasa-defter oranına sahip şirketlere göre oldukça düşük kaldıraç oranı sergiledikleri sonucuna varmışlardır.[56] Rajan ve Zingales'in (1995) çalışmasına göre, kaldıraç oranı, piyasa-defter oranının büyümesiyle düşmekte ve sabit varlıkların toplam varlıklara oranı yüksek ise kaldıraç oranı daha da yüksek bir seviyede değer sergilemektedir.[57] Bradley, Jarrell ve Kim (1984)[58], Schwartz ve Aronson (1967) ve Long ve Malitz (1985) de benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Parrino ve Weisbach (1999) ise yüksek kaldıraç oranına sahip olan şirketlerin, gereğinden az yatırım sorunları olduğu sonucuna varmışlardır.

1.1.2.3.5 Asimetrik Enformasyon

MM, yatırımcıların ve şirket yönetiminin şirketin gelecek yatırım fırsatları ile ilgili aynı bilgiye sahip olduklarını varsaymıştı.[59] Oysa ki gerçekte, yöneticilerin şirketin değeri, gelecekteki yatırım olanakları, karlılığı ve ilgili nakit akışları hakkında; borç verenlere, hissedarlara ve diğer ekonomik aktörlere göre daha çok bilgiye sahip olduğu bilinmektedir. Bu olguya asimetrik enformasyon denmektedir, ve optimal sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır.[60] Sermaye

[56] M. J. Barclay, S. W.Clifford, "The maturity structure of corporate debt", *Journal of Finance*, 1995,Vol. 50. No. 2. pp. 609-631
[57] R. G. Rajan, L. Zingales, "What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, 1995, Vol. 50, No. 5, s.1421-1460, s. 1451
[58] M. Bradley, J. A. Gregg, K. E. Han, "On the existence of an optimal capital structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, Jul. 1984, Vol. 39, No. 3, s. 857-878
[59] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 502
[60] P. Vernimmen, P. Quiry, M. Dallocchio, vd., 2009, s. 715

piyasasındaki aksaklıklar; yatırımcılar, borç verenler ve şirket yöneticileri arasında olan asimetrik enformasyon nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

Gelecekte karlı yatırım beklentisi yüksek olan şirket yöneticileri, yatırımların finansmanını sağlayabilmek amacıyla yeni hisse senedi ihracı yerine, borçlanmayı tercih etmektedirler. Çünkü yatırımdan elde edilecek olan karı, yeni yatırımcılarla paylaşmak istemeyeceklerdir.[61] Diğer taraftan, şirketin geleceği ile ilgili olumsuz beklentileri olan yöneticiler, oluşacak zararları yeni yatırımcılarla paylaşmak isteyeceklerinden dolayı, sermaye ihtiyacını karşılamada yeni hisse senedi ihracını tercih edeceklerdir.[62] Yöneticiler kadar bilgi sahibi olmayan yatırımcılar ise, şirketin normalden fazla olan yeni hisse senedi ihracını, şirketin gelecek beklentilerinin iyi olmadığını düşünerek olumsuz bir sinyal olarak algılayacaktır. Bunun sonucu ise hisse fiyatının ve dolayısıyla şirket değerinin düşmesidir.[63] Dolayısıyla şirket, gelecekte oluşabilecek karlı yatırım fırsatlarından doğacak olan sermaye gereksinimini karşılayacak kadar yeterli bir yedek borçlanma kapasitesi bırakmalıdır.[64]

Asimetrik enformasyon; ahlaki tehlike ve ters seçim gibi sorunların ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.[65] Literatürde ahlaki tehlike ve ters seçim sorunları nedeniyle, dış finansmanın iç finansmanından daha pahalı olduğu ileri sürülmektedir. Bundan dolayı, dış finansman maliyetinin yüksek olduğu şirketlerde mali kısıtlamalar ortaya çıkabilmektedir. Bunun anlamı ise likidite, kaldıraç oranı veya

[61] P. Vernimmen, P. Quiry, M. Dallocchio, vd., 2009, s. 715
[62] G. Gossy, 2008, s. 74
[63] G. Gossy, a.g.e., s. 75
[64] T. G Ryen, M. G. Vasconcellos, J. R. Kish, "Capital Structure Decisions: What Have We Learned?", *Business Horizons*, September-October 1997, pp.41-50, s. 41
[65] J. Cheng, M. A. Weiss, "Capital Structure in theProperty-Liability Insurance Industry: Tests of the Tarde off and Pecking Order Theories", *Journal of Insurance Issues*, 2012, Vol. 35 No. 1, pp. 1–43, s. 5-6

dağıtılan kar payı gibi finansal faktörlerin, şirketin kararları üzerinde etkili olduğudur.

1.1.2.3.5 Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

Şirketin sermaye yapısının belirlenmesinde etkili olan faktörler; satışların istikrarı, varlıkların yapısı, faaliyet kaldıracı, büyüme oranı, karlılık, vergiler, kontrol, yöneticilerin tutumu, borç verenler ve derecelendirme şirketlerin tutumları, piyasa koşulları, şirketin içsel koşulları ile finansal esnekliktir.[66] Bu faktörleri kısaca açıklayacak olursak:

Satışları istikrarlı olan şirketlerin borç kullanma imkanları daha fazla olmaktadır.[67] Talebin daha istikrarlı olması nedeniyle hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin sanayi şirketlerine göre daha yüksek oranda finansal kaldıraç kullanabildikleri bilinmektedir.

Aktif varlıkları kredilere teminat gösterilmeye uygun olan şirketlerin borç kullanma imkanları daha fazla olmaktadır.

Tüm diğer şartlar aynı olmakla birlikte faaliyet kaldıracı düşük olan şirketlerin, işletme riski de daha düşük olacağından borç kullanma imkanları daha yüksek olmaktadır.[68]

Tüm değişkenleri aynı iken, büyüme oranı daha yüksek olan şirketlerin, borç kullanma eğilimlerinin daha yüksek olması beklenmektedir. Hisse ihracına ilişkin değişken maliyetlerin borçlanma maliyetlerini aşması, büyümekte olan firmaların

[66] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 505-506
[67] U. Hirofumi, G. F. Udell, N. Yamori, "SME financing and the deployment of lending technologies in Japan", Working Paper, Indiana University Press, March 2007, s. 229
[68] G. Cassar, S. Holmes, "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, 2003, Vol.43, s. 129

borca yönelmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan, bu şirketlerin büyük belirsizlikle karşı karşıya olmaları ise borç kullanma isteklerini azaltmaktadır.[69]

Yatırım karlılığı yüksek olan şirketlerin, yüksek karlar nedeniyle dağıtılmayan karların birikmesi sonucunda göreceli olarak daha az borç kullandıkları; diğer bir deyişle, bu şirketlerin finansman ihtiyaçlarını iç finansman yöntemiyle karşıladıkları görülmektedir.

Borçlanmanın getirdiği vergi tasarrufundan doğan avantaj ne kadar yüksek ise, borçlanma eğilimi de o kadar yüksek olacaktır.[70]

Hisse senedi ihracı ile yönetim kontrolünü kaybetme sınırına gelen şirketler borç kullanmayı tercih edeceklerdir.[71] Bunun yanı sıra, eğer şirketin finansal durumu borç kullanılmasıyla temerrüde düşme riskini ciddi bir boyuta taşıyacak kadar zayıfsa, şirket yönetimi özsermaye kullanımına karar verebilmektedir. Bu nedenle, kontrol faktörü, şirketin finansman kararlarını ne borç ne de özsermaye kullanımına yönlendirebilir. Çünkü yönetimi en iyi şekilde koruyan sermaye yapısı, durumdan duruma değişiklik göstermektedir. Yönetimin tehlikede olduğu durumda, kontrol faktörü dikkate alınacaktır.[72]

Şirket yöneticileri, sermaye yapısı kararları konusunda farklı tutumlar sergileyebilmektedirler. Bazı yöneticilerin, sektör ortalamasına göre daha düşük oranda borç kullanarak, diğerlerine göre daha tutucu davrandığı görülürken, girişken

[69] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 503
[70] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 503
[71] J. C.Michael, H.W. Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, s.305-360, s. 305-324
[72] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 503

yöneticilerin daha çok kar amacı güderek, daha yüksek oranda borçlanmayı tercih ettiği görülmektedir.

Şirket içi analizler dışında, borç verenler ile derecelendirme kuruluşlarının tutumları da şirketin finansal yapısı ile ilgili kararlarında oldukça etkilidir.[73] Şirketin optimal sermaye yapısında önemli bir etki yaratan hisse senedi ve tahvil piyasalarındaki koşullar değişkenlik göstermektedir. Örneğin, likidite krizi durumunda, güvencesiz tahvillere talep olmayacağından, uygun faizli uzun vadeli tahvil temin etmek zor olacaktır. Bu nedenle, düşük derecelendirme notuna sahip olan şirketler, belli bir sermaye yapısı hedeflemelerine rağmen, hisse senedi piyasasına veya kısa vadeli borç piyasasına yönelmek zorunda kalacaklardır. Piyasa koşulları değiştiğinde, bu şirketler hedefledikleri sermaye yapısına geri dönmek için tahvil satmaya yönelebilirler.[74]

Bir şirketin kendi iç durumu, hedeflenen sermaye yapısını etkileyebilmektedir. Örneğin, son zamanlarda bir Ar-Ge programı tamamlamış olan şirket, yakın gelecekte daha yüksek kazançlar elde edeceğini beklemektedir. Buna rağmen, yeni kazançlar, yatırımcılar tarafından hemen fark edilmeyeceğinden dolayı, hisse senedi fiyatına olan etkisi de hemen görülmeyecektir. Bu şirket, yeni hisse senedi ihracına gitmek yerine, beklenen etki hisse senedi fiyatına yansıyana kadar, borçla finansman sağlamayı tercih edecektir. Daha sonra, hedefledikleri sermaye yapısını sağlamak için borçlanmadan uzaklaşıp, hisse senedi ihracına gidecektir.[75]

Şirketler finansal esnekliği korumak amacıyla yedek bir borçlanma kapasitesi muhafaza etmek durumundadır. Yedek bir borçlanma kapasitesi belirlemek, şirketin

[73]E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s.503
[74]E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s.504
[75]E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s.504

ihtiyaç duyacağı fonların ve sermaye piyasası durumuna ilişkin öngörülere ve bunların güvenilirliğine ve bir sermaye darlığının doğuracağı sonuçlara bağlı olan kritik bir konudur.[76]

1.1.3 Kar Payı Dağıtım Kararları

Finansal karar verme sürecinin diğer önemli bir konusu kar payı dağıtımı politikasıdır. Kar payı dağıtımı politikası, yöneticilerin, hissedarlara dağıtılacak olan kar payının büyüklüğünü, şeklini ve zamanlamasını belirlemesidir.[77]

Bir şirketin kar payı politikası iki temel bileşeni içermektedir. İlki, kar payı ödeme oranı, başka bir deyişle şirketin gelirine bağlı olarak ödenecek olan kar payı miktarını belirlemektir.[78] İkincisi ise, kar payı ödeme politikasının zaman içinde istikrarlı olmasıdır. Yatırımcılar için kar payı ödemelerinin istikrarı ödenen miktar kadar önem teşkil etmektedir. Finans yöneticileri, kar payı politikası oluşturulmasında bir değiş-tokuş ile karşı karşıya kalmaktadır. Yönetimin ne kadar yatırım yapılacağına ve bu yatırımları finanse edebilmek için borç özsermaye bileşim oranına karar vermiş olduğunu varsayarsak; şirketin daha az tasarruf etmesi anlamına da gelen yüksek oranda kar payı ödeme kararı alması, dış finansmana daha fazla yönelmesi anlamına gelmektedir. Diğer yandan, şirketin düşük oranda kar payı ödeme kararı alması, dışarıdan sağlanan finansman kaynaklarına daha az ihtiyaç duyması ve daha fazla tasarruf etmesi anlamına gelmektedir.[79]

[76]E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 504
[77]J. Berk, P. Marzo, *Corporate Finance*, Pearson Addison Wesley, 2007, s. 532
[78]A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, D. F. Scott, JR, *Financial Management, Principles and Applications*, Tenth edition, New Jersey, Pearson Prentice Hall, 2005, s. 607
[79] A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 607

1.1.3.1 Kar Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

Şirketlerin kar payı dağıtım politikalarını belirleyen şirket içi ve şirket dışı birçok faktörün varlığından söz etmek mümkündür. Literatürde, şirketin yatırım olanakları, faaliyet risk düzeyi, likidite durumu ve hissedar yapısı, şirketin kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler arasında sayılmaktadır. Şirketlerin çoğu, kar paylarının düzenli ve nakit olarak dağıtıldığı politikalar izlemektedir. Bazı zamanlarda, ekstra veya özel adı altında kar payı dağıtımı yapabilmektedirler. Kar payı dağıtımı, hisse senetleri veya hisse senetlerini geri satın alma şeklinde de olabilmektedir. Hisse senetleri şeklinde kar payı dağıtımı yapılması, mevcut hisse senetlerinin daha fazla birim sayısına bölünerek dağıtılmasına benzemektedir.[80]

Kar payı dağıtımı politikası, yatırımcıların kar payını sermaye kazancına tercih edip etmediklerine dayanmaktadır. Bu tercih, Gordon Büyüme Modeli çerçevesinde değerlendirilebilir.

$P_0 = D_1/k_s\text{-}g$

$D_1 = D_0(1+g)$

Şirketin kar payı ödeme oranını arttırması D_1'in artmasına neden olmaktadır. Bu olgu tek başına değerlendirilmeye alınırsa hisse fiyatının (P_0) artacağı sonucuna ulaşılmaktadır. Fakat, D_1'in artması, yeni yatırımlar için daha az para ayrılacağı anlamına gelmektedir ki bu da beklenen büyüme oranının (g) ve dolayısıyla hisse fiyatının düşmesine sebep olmaktadır. Böylece şirketin kar payı politikasında yapılan bir değişiklik iki zıt etki yaratmaktadır. Bu yüzden, şirketin optimal kar payı dağıtımı

[80] R. A. Brealey, S. C. Myers, 2003, s. 434

politikası, şimdiki kar payı (D_0) ile beklenen büyüme arasında hisse senedi fiyatını maksimize edecek şekilde bir denge kurmalıdır.[81] Sermaye bütçelemesi ve borçlanma kararları verilmiş bir şirketin, kar payı politikasının hisse fiyatı ve dolayısıyla şirket değeri üzerindeki etkisinin ne olduğu konusu, otuz yıldan fazla bir süredir tartışmalı olmaya devam etmektedir.[82]

1.1.3.2 Kar Payı Dağıtım Politikası Teorileri

Bazı akademisyen ve yöneticiler kar payı dağıtımı politikalarının; hissedarların refahını, hisse fiyatını ve şirketin değerini etkilediğine inandıkları için önemli olduğunu düşünürken, karşıt görüştekiler özenle seçilmiş bir kar payı dağıtım politikasının şirketin değerini etkilediği konusuna şüphe ile yaklaşmaktadırlar.

1.1.3.2.1 İlgisizlik Kar Payı Teorisi

Bu teoriyi benimseyen bir çok akademisyen, kar payı dağıtımı politikası konusundaki tartışmaların, bu terimin açık bir şekilde tanımlanmamasından kaynaklandığını savunmaktadır. Bu akademisyenler, kar payı dağıtımı ile hisse fiyatı arasında bir ilişkinin olmadığını düşünmektedirler. Bu teori, iki temel varsayıma dayanmaktadır. İlk varsayım, yatırım ve borçlanma kararlarının verilmiş olduğu ve kar payı ödemelerinin miktarının bu kararlardan bağımsız olduğudur. İkinci varsayım ise, tam etkin sermaye piyasasının var olduğudur.[83] Bu teorinin ilk savunucuları olan Miller ve Modigliani, bir hissedarın kendi kar pay dağıtımı politikasını oluşturabileceğini öne sürmüşlerdir.[84]

[81] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 523
[82] A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 608
[83] A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 608
[84] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 523

1.1.3.2.2 Eldeki Kuş Teorisi

MM' nin kar pay teorisinin en önemli sonucu, kar payı dağıtımı politikasının beklenen sermaye getiri oranını (k_s) etkilemediğidir.[85] Bu sonuç akademik tartışmalara neden olmuştur. Myron Gordon ve John Lintner ise beklenen sermaye getiri oranının (k_s), kar payı ödemelerinin artmasıyla azalacağını savunmuşlardır. Bunun gerekçesi olarak, yatırımcıların, karların şirkette bırakılması ile elde edilecek sermaye kazancına olan inancının kar payı dağıtımına göre daha düşük olduğu ileri sürülmüştür.[86]

Yöneticiler, kar paylarını kontrol edebilirler, fakat hisse senedi fiyatını belirleyemezler. Yatırımcılar, sermaye kazancı elde etmede, kar payına göre daha şüphecidirler. Bu teoriye göre, yatırımcılar için kar payı dağıtımı ile bugün elde edilen getiri, gelecekteki muhtemel sermaye kazancından elde edilecek getiriye göre daha değerlidir.[87] Gordon ve Lintner kar payı getirisinin D_1/P_o bileşeni, toplam beklenen getiri denklemindeki ($k_s=D_1/P_0+g$) g bileşenine göre daha az riskli olduğunu öne sürdürmüşlerdir.[88] Bu görüşe "eldeki kuş" kar payı dağıtımı teorisi denilmiştir.[89]

[85] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 524
[86] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 523
[87] A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 612
[88] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 524
[89] A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 611

1.1.3.2.3 Kar Payı ile Hisse Senedi Değeri Arasında Negatif İlişki Teorisi

1960'lara kadar finans literatüründe, kar payı dağıtım miktarı ile şirketin piyasa değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu ileri sürülmüştür. Modigliani ve Miller' in (1961) bu konuda yaptığı araştırmanın temel sonucu, mutlak kesinlik ve tam etkin piyasa koşullarında, şirketin izlediği kar payı dağıtımı politikasının şirket değerini etkilemediğidir. Modigliani ve Miller yaptığı çalışmada, sonucu etkileyebilecek nitelikte olan piyasa eksikliklerini de dikkate alarak bu eksikliklerin en önemlisinin gelir vergisi faktörü olduğunu öne sürerek, yeni bir teori geliştirmişlerdir.[90]

Bu teori, sermaye kazançlarına ve kar paylarına uygulanan vergi oranlarındaki farklılığa dayanmaktadır.[91] Kar payı, sermaye kazancına göre daha yüksek bir vergilendirme oranına tabi tutulmaktadır. Bazı yatırımcılar (özellikle şirketin hisselerinin çoğuna sahip olanlar) karın şirkete aktarılmasını tercih edebilmektedirler. Böylece karın dağıtılmayıp şirkete aktarılması, hisse fiyatının artmasını sağlamaktadır.[92] Bunun dışında, kar payına uygulanan vergi, elde edildiği zaman ödenmektedir. Değer artışından kaynaklanan sermaye kazancına uygulanan vergi ise hisse satılana kadar ödenmemektedir. Bu nedenler, yatırımcıların sermaye kazancını kar payına tercih etmelerine sebep olabilmektedir. Yatırımcılar vergi sonrası karı maksimize etmeyi ve vergiyi mümkün olduğunca ertelemeyi amaçlamaktadırlar. Bunu sağlayan hisse senetleri (düşük kar payı-yüksek sermaye kazancı), mevcut zamanda vergilendirilen senetlere (yüksek kar payı düşük sermaye kazancı) göre daha çok tercih edilecektir. Dolayısıyla bu teoriye göre düşük kar payı

[90] J. A. Matos, 2001, s. 98-104
[91] A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 612
[92] E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 524

dağıtımı sonucunda hisse senedi fiyatı yükselmektedir.[93] Kar payı dağıtan şirketin piyasa değeri, kar payı aynı olup da bu karı dağıtmayan şirketin piyasa değerinden düşük olmaktadır.

Finans literatüründe vergi uygulamalarının kar payı dağıtım politikalarını etkileyip etkilemediği konusunda yapılan çalışmaların çoğunda, kar payı dağıtım politikalarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu konu üzerinde yıllar boyunca yapılan araştırmalar, Allen ve Michaely (1995) tarafından özetlenmiş olup halen tartışmalara açıktır.

1.1.3.2.4 Artan Kar Payı Dağıtım Politikası

Bu teoriye göre, yapılabilir yatırımlarının finansmanı sağlandıktan sonra kalan kısım kar olarak dağıtılabilir. Şirketin kar payı dağıtım politikasının yatırım fırsatları ve sermaye yapısına bağlı olduğu görülmektedir. Bu teori, kar payı dağıtım politikasının hisse senedinin piyasa fiyatını doğrudan etkilemediğini savunmaktadır.[94]

1.1.3.2.5 Asimetrik Enformasyon

Yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki enformasyon asimetrisi belirsizlik altında daha düşük hisse senedi fiyatına sebep olabilmektedir. Böylece riskli bir ortamda, kar payı ödemeleri, yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki değişik enformasyon düzeyinden kaynaklanan hisse senedi fiyatında oluşabilecek bir direnci minimize etmek amacıyla bir araç olarak kullanılabilmektedir. Bu yüzden kar payı

[93]A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 613
[94]A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 614

ödemeleri iyi bir iletişim aracı rolünü oynamaktadır.[95] MM' ye göre, yatırımcılar, kar payı dağıtımındaki değişiklikleri, şirket yönetiminin gelecekteki kazançları konusunda bir sinyal olarak algılamaktadır.[96] Finans yöneticilerinin kar payı dağıtım kararlarını almada öngörülerini kullandıklarını varsayarak; kar paylarında bir artış olması durumunda, firmanın mevcut finansal esnekliğinin güçlü bir şekilde sağlanmış olması (yüksek nakit bulundurma veya düşük borçlanma oranı), aynı zamanda işleyen nakit akışlarının artması veya bunların belirsizliğinin azalması anlamına gelebilmektedir. Kar paylarında bir azalış olduğunda bu durumun tersi söz konusudur.[97] Bu konuda yapılan ampirik çalışmalardan da çelişkili sonuçlar elde edilmiştir.[98]

1.2 Finansal Karar Alma Süreci

Genel olarak finansal kararların alınması, firmanın içsel ve dışsal kaynaklardan sağladığı bilgilerin analiziyle yapılabilmektedir. Dolayısıyla finans yöneticisinin; işletme için ileriye dönük finansal çıkarımlarda bulunma, piyasalarda şekillenen kısa ve uzun vadeli fonların yansımalarını tanımlayabilme, alternatif yatırımların işletme değeri üzerinde meydana getirebileceği değişiklikleri araştırma, işletme kar payı dağıtım politikalarını ve sermaye yapısını belirleme, fiyatlama kararlarını değerlendirerek bunun işletme satış tutar ve kar miktarı üzerindeki etkilerini tespit etme, diğer firmalar ile mümkün olabilecek birleşme ve satın almaları belirleyebilme ve gerektiğinde uluslararası fırsatlardan yararlanabilme gibi çeşitli işlevleri vardır. Finans yöneticisinin; firmanın halka arzında ve açılmasında, firmanın

[95]A. J. Keown, J. D. Martin, J. W. Petty, vd., 2005, s. 616
[96]E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 527
[97]E. Lie, "Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice", *Journal of Business*, The University of Chicago, November 2005, Vol.78, No.6, pp. 2179-2202, s. 2179
[98]E. F. Brigham, J. F. Houston, 2004, s. 528

tamamının ya da bir bölümünün elden çıkarılmasına, firma mali yapısının yeniden şekillendirilmesinde, konkordato teklifi alımında ya da verilmesinde, işletmenin tasfiyesi ve buna benzer beklenmeyen gelişmelerde de sorumluluk alanı genişlemektedir.Bu finansal kararların, firmanın piyasa değerini maksimum yapma doğrultusunda verilmesi gerekmektedir.[99] Çünkü, ticari firmaların ekonomik amaçlarının en önemlisi, firma değerini ve hissedarların refahını maksimize etmektir.[100] Finansal kararların en önemli yönü, zaman ve risk unsurunun dikkate alınmasıdır. Bu bağlamda, bugün verilen kararların firmanın gelecekteki nakit akışlarını etkilemesi ve zamanın belirsizliğinden dolayı risk ve zaman unsurunu içeren karar verme mekanizmaları geliştirilmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle belirsizliğin var olması, finans yöneticisi için, risk-getiri değiş-tokuş ölçütünü içeren alternatif seçimlerle karşı karşıya kalmasıdır.[101] Örneğin yatırım kararlarında; seçenekler arasında, firmanın sermaye maliyeti ve yatırımın riskine bağlı olarak belirlenen oranla iskonto edilmesi ile bulunan nakit akışlarının en büyük bugünkü değerine sahip olan yatırımın seçilmesi gerekmektedir. Finansman kararlarında ise; seçenekler arasında en düşük maliyete sahip olan veya sebep olacağı nakit çıkışlarının en düşük bugünkü değerine sahip olan finansman kaynağının seçilmesi uygun olacaktır.[102] Ancak finansal kararlar alınırken, ekonomik amaçlarının yanında sosyal amaçların da göz ardı edilmemesi ve böylece firmanın itibar ve şöhret

[99] N. Aydın, 2004, s. 5-6
[100] H. Bierman, S. Smidt, 2003, s. 4
[101] H. Bierman, S. Smidt, 2003, s. 6
[102] N. Aydın, 2004, s. 9

kazanması firmaya uzun vadede daha çok kazandıracaktır.[103] Tüm işletme ve finansal yönetim kararlarında etiğin dikkate alınması esastır.[104]

Firmanın finansal kararları, gelecekte sağlanacak olan nakit akışlarını ve riskini etkilediği için firmanın değerini de belirleyecektir. Dolayısıyla karar verme aşamasında, kararın, firmaya karlılık ve risk açısından olacak etkileri dikkate alınmalı ve en uygun risk - getiri bileşimi oluşturmaya çalışılmalıdır.[105] Finansal kararlar firmanın özelliklerine, faaliyet gösterdiği sektörün niteliğine ve genel olarak ekonomik durumuna bağlı olarak değişebilmektedir.[106] Örneğin, finansal kararlar ile firmanın yasal yapısı arasında yakın ilişki vardır.[107] Buna bağlı olarak sermayenin sağlanması, karın dağıtımı, alınan vergiler, sermaye artırımı, borçlanma miktarı ve alacaklara olan sorumluluk gibi konularda firmalar arasında yasal yapı farklılıklarından dolayı finansal karar süreçlerinde de değişiklik görülmektedir.[108]

1.3 Finansal Kararlar ve Paranın Zaman Değeri

Paranın zaman değeri, pratikte alınan finansal kararların temelini oluşturmaktadır. Özellikle firmanın üzerinde uzun süreli etki yaratacak olan finansal kararların alınabilmesi için yapılan analizlerin temelinde paranın zaman değeri yer almaktadır.[109] Çünkü özellikle yatırım veya finansmanla ilgili kararlarda; alternatif seçeneklerin farklı zaman dilimlerinde farklı miktarlarda para giriş çıkışları arasında karşılaştırma yapmadan ve dolayısıyla paranın zaman değeri ile ilgili hesaplamalar yapmadan rasyonelliği yakalayabilmek mümkün olmamaktadır. Paranın zaman

[103] N. Aydın, 2004, s. 10
[104] R. C. Moyer, J. R. McGuian, R. Rao, vd., 2012, s. 16
[105] N. Aydın, 2004, s. 10
[106] N. Aydın, 2004, s. 10
[107] N. Aydın, 2004, s. 13
[108] N. Aydın, 2004, s. 17
[109] R. C. Moyer, J. R. McGuian, R. Rao, vd., 2012, s. 145-146

değerini etkileyen en büyük faktörlerin ise vadeye bağlı risk ve enflasyon olduğunu belirtmek gerekmektedir.[110]

1.4 Finansal Kararların Tarihçesi

Ekonomik koşulların hızlı değişimi ve gelişimi, finans yöneticisini karar alma sürecinde hızlı olmaya zorunlu kılmakla birlikte, karar alanlarını da genişletmiştir. 1930 yılları öncesinde, finansal piyasa ile bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere yönelik olarak betimleyici tartışmalar ve fonlama konusunda çalışmalar yoğunluk göstermiştir. 1930 yıllarında ekonomik bunalım ve depresyonun neden olduğu fiyatlardaki düşüşler, kredilerde geri ödeme zorlukları ve iflaslar sonucunda firmalar finansal yapılarını güçlendirmeye yönelmişlerdir. 1940 ve 1950'lerde sadece fonlamaya değil, bunların kullanımına da önem verilmeye başlanmış ve kantitatif yöntemler geliştirilmiştir. Ayrıca sermaye maliyetini ölçmede ve finansal varlıkların değerlendirilmesinde yeni teknikler kullanılmaya başlanmıştır. En önemlisi iskonto edilmiş nakit akışları tekniği, sermaye bütçelemesi problemlerinde kullanılmaya başlamıştır. 1960 yıllarında, sabit aktifler ile döner aktiflerin dağılımında optimizasyon ve istatistiksel tekniklerin kullanıldığı matematiksel modeller geliştirilmiştir. Bu eğilimler, bir sonraki yıllarda da devam etmiş ve firma değeri ile ortakların refah maksimizasyonunda riski dikkate alan modellerin geliştirilmesi yönünde önemli adımlar atılmıştır. 1980 yıllarında, finansal kararların alınmasında bilgisayarlı uygulamalar devreye girmiştir. Sermayenin uluslararası dolaşım hızı, başka ülkelere doğrudan sermaye yatırımları ve portföy yatırımları yapılabilmesi de bu yıllardan sonra artmıştır. Son yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan hızlı değişim ve gelişmelerin ardından, finans yöneticisinin

[110] N. Aydın, 2004, s. 23

karar alma süreci de bununla paralel gelişmiştir. Bilgisayarların işlem hızı ve bellek kapasitesinde yaşanan teknolojik gelişmeler sayesinde iletişimin de kolaylıkla sağlanmasını ve maliyetlerin hızla azalmasını beraberinde getirmiştir.[111] Firmaların büyük ölçekte faaliyette bulunma, çeşitli ürünleri farklı piyasalara sunma, araştırma - geliştirme faaliyetlerine ve büyümeye önem verme, diğer firmalarla birleşme veya satın alma ve bunların dışında piyasalarda rekabetin artması, kar marjlarının daralması, iletişim hızının artması ve faiz ile döviz kurlarında dalgalanmaların meydana gelmesi gibi gelişmeler, firmaların amaçlarını ve dolayısıyla kararlarını farklı yöne kanalize etmelerine neden olmuştur. Ancak dünya ekonomisinde yaşanan bu değişimlerin hızı, risk ve belirsizliğin artmasına, zaman faktörünün önem kazanmasına ve finansal kararların alınmasını zorlaştırmasına neden olup, daha kapsamlı karar alma modellerinin geliştirilmesini sağlamıştır. Piyasaların entegre olması ile piyasalar arasında etkileşimin artması, finansal araçlarının ve risk yönetim tekniklerinin kullanılmasını ihtiyaç haline getirmiştir.[112]

1.5 Finansal Karar Almada Ekonomik Gelişmelerin Etkisi

Ekonominin finansal yönetimi ile ilgili ilişkisi, mikroekonomi ve makroekonomi olmak üzere iki boyutta ele alınmaktadır. Makroekonomi, firmanın faaliyet gösterdiği genel olarak tüm ekonomi ortam ve çevresini ifade etmektedir. Makroekonomi; kurumsal yapıya sahip olan bankacılık sisteminin, para ve sermaye piyasalarının, finansal aracı kuruluşların para ve mali politikaları ve makroekonomik parametreleri dikkate alan yapısal rasyoların ekonomi faaliyetleri içerisinde kullanabilme kabiliyetini kontrol eden politikaları ile ilgilidir. Finans yöneticilerinin,

[111]N. Aydın, 2004, s. 11
[112]N. Aydın, 2004, s. 12

firmaların makroekonomik ortamda faaliyet göstermelerinden dolayı, dış ekonomik gelişmeleri anlamaları ve bu doğrultuda politika belirlemeleri önem teşkil etmektedir. Bu nedenle firma ve yöneticilerinin, para politikası, fonların maliyetleri ve kullanılabilirliği ve makroekonomik mali politikalarının ekonomiye olan yansımaları konusunda bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. Aynı zamanda, finans yöneticileri, uluslararası finansal kuruluşların çeşitlerini, hacimlerini ve çalışma mekanizmalarını bilmelidir. Diğer yandan, mikroekonomik araç ve yöntemler, firmaların aldığı ekonomik kararlar ile daha etkin faaliyetlerde bulunabilme dolayısıyla başarıya ulaşmada optimal stratejinin saptanmasını sağlamaktadır.

Finansal yönetimin mikroekonomik konjonktür ile ilgisi; arz - talep ilişkisi ve optimal satış düzeyi ile ürün fiyatlama kararlarının, kar maksimizasyonu hedefine ulaşmayı sağlayacak stratejilerin ve tercih edilen fayda - maliyet - risk ölçümünde dikkate alınacak değişkenlerin belirlenmesini kapsamaktadır. Finans yöneticisinin karar alma sürecinde mevcut mikroekonomik durumun farkında olması ve piyasa bilgisini sürekli güncellemesi gerekmektedir.[113]

[113] M. Y. Khan, P. K. Jain, *Financial Management*, New Delhi, McGraw-Hill Publishing Company, 2008, s. 4

II. BÖLÜM

ARNAVUTLUK EKONOMİSİNE GENEL BAKIŞ

2.1Komünizm Döneminden Günümüze Arnavutluk Ekonomisi

Arnavutluk, 1945 yılından 1990 yılına kadar komünist rejimiyle yönetilmiştir. Komünist hükümet, 1945-1946 yıllarında ülkenin ekonomisinde tüm özel mülkiyetleri kamulaştıran bir tarım reformu gerçekleştirmiştir. Aynı yıllarda tüm fabrikalar, bankalar, maden işletmeleri ve diğer tüm ekonomi kuruluşları kamulaştırılmıştır. Daha sonra bu reformun kapsamına küçük işletmeler, küçük esnaf ve tüccarların işletmeleri de alınmıştır.[114]

1948-1979 yıllarında Sovyetler Birliği' nin Stalinist Modeli uygulanmıştır.[115] Bu modelde, piyasa ekonomisinin unsurları göz ardı edilerek, ağır endüstriyel üretime öncelik verilmektedir. Modelin uygulamasıyla, Arnavutluk'un endüstriyel üretimi 1950'li yıllarda önemli ölçüde artmıştır. Özellikle, petrol, maden, enerji ve tekstil endüstrisi çok gelişmiştir. Ancak 1960'lı yılların başında, Sovyetler Birliği'nin sağladığı kredi ve yardım fonları kesilince, Arnavutluk ekonomisi önemli bir finansal darboğazla karşı karşıya kalmıştır.[116] Hükümet kredi darboğazını aşmak için Çin ile ekonomik ilişkilerini geliştirmiştir. Kredi finansman sorununun çözülmesiyle birlikte

[114] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., *Historia e Populllit Shqiptar Per Shkollat e Mesme, Miratuar nga Ministria e Arsimit,* Enti i Teksteve dhe i Mjeteve Mesimore i Kosoves Prishtine, 1996, s. 334-344
[115] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 350
[116] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 350-351

ağır sanayi daha da gelişmiştir. Ülkenin tamamına elektrik hizmetinin götürülmesini sağlayan sanayi altyapısının oluşturulması da, sektördeki söz konusu gelişmenin en önemli örneklerinden birisini oluşturmaktadır.[117]

Kırsal kesimlerde ise Stalinist Model şahıs ekonomilerinin kolektifleştirilmesini sağlamıştır. Bu uygulamaların sonucunda Arnavutluk ekonomisi tamamen merkezi sosyalist ekonomiye dönüşmüştür.[118]

Arnavutluk'un 1978 yılından 1990 yılına kadar kendini izole etme politikası izleyerek, hiçbir ülke ile ekonomik veya siyasi ilişki kurmadığı görülmektedir. Bu bağlamda, Çin ile olan ilişkilerini kesmiş, davet edilmesine rağmen, Helsinki Konferansı'na katılmamıştır.[119]

1981-1985 yılları arasında, Arnavutluk ekonomisi Enver Hoca' nın reformları sonucunda derin bir krize girmiştir. Krizin en önemli sebeplerinden biri, izlenen izolasyon politikası sonucu yaşanan kaynak sıkıntısı olmuştur. Yalnızca iç kaynakların kullanılması, ülkenin ekonomik kalkınması için yetersiz kalmıştır.[120] Özellikle 1980 yılında, olabilecek yabancı saldırılara karşı inşa edilen bir milyon yeraltı sığınağına harcanan kaynakların, ekonomiye büyük parasal değer kaybı olmuştur.[121]

1985 yılında, Enver Hoca' nın ölümünün ardından yerine Ramiz Alia gelmiştir. Alia, 1988'e kadar aynı politika anlayışıyla yönetime devam etmiştir.

[117] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 351
[118] A. Civici, (28.11.2012), " 100 vjet: Ekonomia Shqiptare gjate regjimit komunist(1945-1990)" http://www.monitor.al/100-vjet-ekonomia-shqiptare-gjate-regjimit-komunist-1945-1990/ (Erişim tarihi: 01.05.2013)
[119] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 352
[120] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 373
[121] D. S. Rugg, "Communist Legacies in the Albanian Landscape", *American Geographical Society*, January 1994, Vol. 84, No.1, pp. 59-73, s. 72

Fakat, 1988 yılında patlayan siyasi ve ekonomik kriz birçok alanda reform yapılmasını zorunlu kılmıştır.[122] Bu kriz nedeniyle, üretim yaklaşık %50 oranında azalmıştır.[123] Ekonomi alanında bürokrasinin azaltılmasını amaçlayan reformlar "yeni ekonomik mekanizma" olarak adlandırılmıştır.[124] Bu çerçevede, Arnavutluk anayasasının dış ilişkileri kısıtlayan ve diğer ülkelerden kredi almayı, ülkeye yabancı sermaye girişini engelleyen maddeleri kaldırılmıştır. 1990 yılının Aralık ayında, Arnavutluk genelinde üniversite öğrencilerinin ve elit kesimin protestoları ve talepleri sonucunda Ramiz Alia yönetimindeki hükümet çok partili sisteme geçmiştir.[125]

22 Mart 1992'de ise Demokratik Parti' nin iktidara gelmesiyle merkezi ekonomiden piyasa ekonomisine geçilmiştir. Ardından krizden çıkma çabaları gösterilmiş ve yeni reformlar gerçekleştirilmiştir.[126] Yabancı yatırımların korunması, insan hakları ve özelleştirmeye yönelik yasaların çıkarılması; kooperatif (tarım) alanlarının, işletmelerin özelleştirilmesi, fiyat ve döviz kuru liberalizasyonu bu dönemde yapılan reformlardan bazılarıdır. Bu reformlar sonucunda Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) artmış, enflasyon düşmüş ve Arnavutluk para birimi (Lek) istikrara kavuşmuştur. Ülke dış ülkelerle siyasi ve ekonomi ilişkilerini güçlendirmiştir.[127]

[122] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 375
[123] W. Bartlett, Economic Development in the European Super-Periphery: Evidence From the Western Balkans, Economic Annals, April-June 2009, Vol. LIV, No. 181, pp. 21-44, s. 25
[124] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 373-374
[125] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 393
[126] The Michigan State University Website, "Albania: Economy" https://globaledge.msu.edu/countries/albania/economy (Erişim tarihi: 02.05.2013)
[127] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 394-395

Arnavutluk, 1995 yılında Avrupa Konseyine üye olarak kabul edilmiştir.[128] ABD'ye olan 500 milyon dolar dış borç ödenmiştir. Ülkenin ekonomik sıkıntılarının aşılması için özellikle ABD, Avrupa Komisyonu ve Türkiye yardımcı olmuştur.[129]

Arnavutluk' un piyasa ekonomisine geçiş süreci hızlı ve oldukça başarılı olsa da, finansal sektöre yönelik reformlar çok kısıtlı kalmıştır. Bu dönemde, ülkenin finansal sistemi tam olarak gelişimini tamamlayamamıştır. Özel banka sayısı oldukça az olup, bunlar mevduat hesaplarındaki paranın %10' unu elinde bulundurmaktadır. Mevduat hesaplarındaki paranın %90' ını elinde bulunduran üç devlet bankası ise pozitif gerçek faiz oranları verse de, gittikçe artan bir kötü kredi portfolyosuna sahiptir. Bu durum, Arnavutluk Merkez Bankası' nın (AMB) bu bankalara sıkı kredi tavanları koymasına neden olmuştur. Bazı şirketler, özel sektörün kredi ihtiyacına karşılık verebilmek için, yasal olmayan ve aile bağlantılarına dayalı olan yeni bir kredi piyasası oluşturmuştur. Başlangıçta zararsız olarak görülen, yasal olmayan bu kredi şirketlerinin, ekonomiye önemli oranda katkı sağladığı düşünülmektedir. Ancak, bunlarla birlikte faaliyet göstermeye başlayan şirketler kredi yaratmak yerine, kendi hesaplarına yatırım yapmaktaydı. Bu şirketler, daha sonra piramit sisteme dönüşen şirketler olmuştur. Bunun dışında, hem finansal sektörde hem de genel olarak diğer alanlarda denetim problemleri mevcuttu. Bu yasal olmayan piyasayı denetleme sorumluluğunun kimde olduğu ise belirsizdi. Hükümetin bu firmaları destekler nitelikte davranışlarda bulunmasının, Arnavutluk Merkez Bankası' nın

[128] The Albanian Ministry of Foreign Affairs, http://www.mfa.gov.al/images/stories/PDF/aktet%20e%20ke%20-%2017.01.2013.pdf (Erişim tarihi 30.04.2013)
[129] B. Jubani, P. Xhufi, K. Biçoku, vd., 1996, s. 395

firmaları kapatma gücünü kullanamamasının en önemli sebeplerinden birisi olduğu düşünülmektedir.[130]

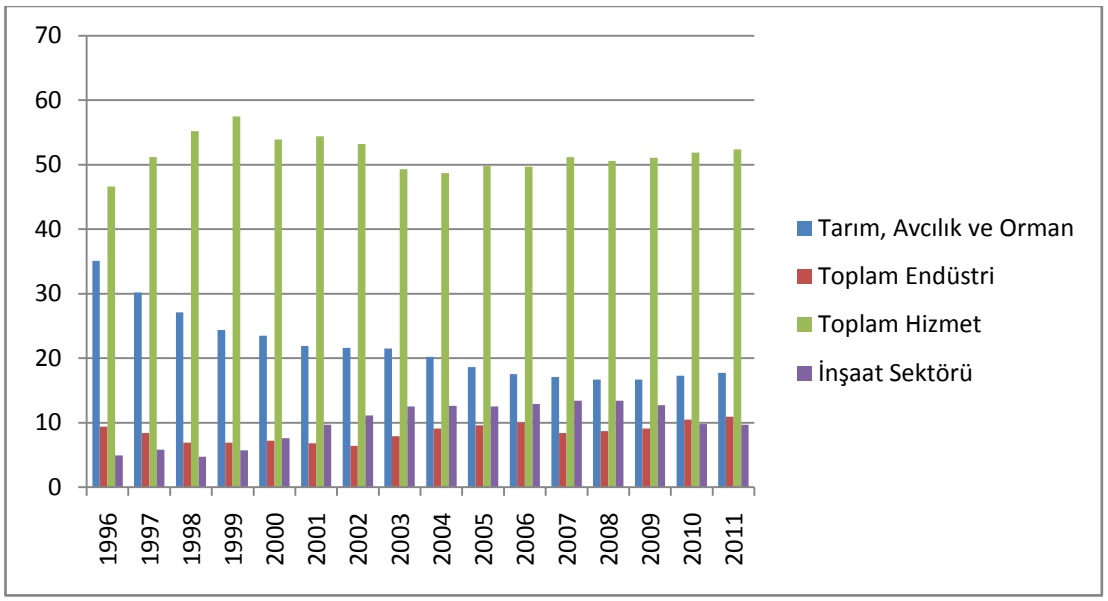
Piramit sisteminin çöküşü, politik ve sosyal ciddi sonuçlara yol açtığından ülke ekonomisini benzersiz bir şekilde etkilemiştir. Bu nedenle sistem Arnavutluk tarihinde büyük bir öneme sahiptir. Piramit sisteminin piyasaya hakim olduğu dönemde, yükümlülüklerin nominal değeri neredeyse ülkenin GSYİH' nin yarısına ulaşmıştır. Arnavutluk nüfusunun üçte ikisi bu firmalara yatırım yapmıştır. Firmaların iflası, ülke genelinde isyanlara yol açmış, Arnavut halkının kaybettiği tasarrufların toplam değeri 1.2 milyar dolar değerine ulaşmıştır.[131] Hükümetin devrilmesi ile ülke 2000 kişinin öldürüldüğü bir anarşiye doğru gitmiştir. Haziran 1997'de ülkenin birçok bölgesi hükümet kontrolünden çıkmış, devletin gelirleri çökmüş, gümrükler, postaneler ve vergi daireleri yakılmıştır. Lek Dolara karşı %40 oranında değer kaybetmiş ve birçok endüstri üretimi geçici olarak durdurulmuştur. Lek' in değer kaybetmesi ve devlet gelirlerinin çöküşü, enflasyonun %40' ın üstünde bir seyir izlemesinde etkili olmuştur. İthalatın %25 oranında düşmesi, tasarrufların azalmasına ve aynı zamanda kaçakçılığın ve ticaretteki karmaşanın artmasına sebep olmuştur. 1997 yılında yeni kurulan hükümet, ülkeyi, içinde bulunduğu kaos ve derin krizden çıkarma çabalarına girmiştir.[132]

[130] C. Jarvis, "The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania," International Monetary Fund Working Paper 99/98, *Finance Development*, Washington, March 2000, Volume 37, Number 1 http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/jarvis.htm (Erişim tarihi: 01.05.2013)
[131] C. Jarvis, "The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania," International Monetary Fund Working Paper 99/98, *Finance Development*, Washington, March 2000, Volume 37, Number 1 http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/jarvis.htm (Erişim tarihi: 01.05.2013)
[132] C. Jarvis, "The Rise and Fall of the Pyramid Schemes in Albania," International Monetary Fund Working Paper 99/98, *Finance Development*, Washington, March 2000, Volume 37, Number 1 http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/jarvis.htm (Erişim tarihi: 01.05.2013)

Arnavutluk' un, merkezi ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş süreci, 1997 yılı krizinden oldukça etkilenmiştir. Söz konusu süreç, yalnız ekonomik değil, siyasi, kurumsal, hukuksal alanlardan ve bunların birbirleri ile olan etkileşiminden oluşmaktadır.[133] Dolayısıyla 1997-2010 yılları arasında geçiş sürecini tamamlama çabalarında olan Arnavutluk, ekonomi alanında, demokratik kurumların oluşturulması gibi önemli yapısal reformlar gerçekleştirmiştir. Tarıma dayalı ekonomiden; endüstri, hizmet ve inşaat sektörlerine dayalı bir ekonomi oluşturulma çabaları gösterilmiştir. Bu amaç doğrultusunda, kaynakların düşük verimli sektörlerden, yüksek verimli olanlara yerleştirilmesi ile 1999-2006 yılları arasında gayri safi yurtiçi hasılanın ortalama reel büyüme oranı % 7' ye ulaşmıştır.[134] Bu oran geçiş ekonomi sürecinde olan Makedonya, Sırbistan, Hırvatistan gibi Balkan ülkelerinin gayri safi yurtiçi hasılasının ortalama reel büyüme oranları ile kıyaslandığında yüksek oranlar arasında yer almıştır.[135] Şekil 2.1' de söz konusu sektörlerin yıllara göre GSYİH içinde yüzde olarak dağılımı gösterilmiştir.

[133] "Shqiperia: Drejt nje modeli te ri te zhvillimit ekonomik postranzicion", http://www.umsh.edu.al/sites/default/files/modeli_i_ri_ekonomik.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)
[134] "Albania Access to Finance for Enterprise Sector", Finance and Private Sector Development Department Europe and Cetral Asia Region, Document of the World Bank, June 29. 2007, Report No. 42061-AL, s.1 https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/6287/420610REPLACEM1n0imagebank10albania.pdf?sequence=1 (Erişim tarihi: 01.05.2013)
[135] "Albania Access to Finance for Enterprise Sector", Finance and Private Sector Development Department Europe and Cetral Asia Region, Document of the World Bank, June 29. 2007, Report No. 42061-AL, s.1 https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/6287/420610REPLACEM1n0imagebank10albania.pdf?sequence=1 (Erişim tarihi: 01.05.2013)

Şekil 2.1 GSYİH' nin sektörlere göre dağılımı



Kaynak: Arnavutluk İstatistik Enstitüsü Verileri, http://www.instat.gov.al/al/figures/statistical-databases/Present.aspx?rxid=44152e66-282a-43b3-a0b6-9d69d8b86d10 (Erişim tarihi: 07.05.2013)

Dünya Bankası (DB)[136], Arnavutluk geçiş sürecinde, hayat standardının yükselmesi, işsizliğin düşürülmesi, hükümetin yönetim sorumluluğunun artması, altyapının geliştirilmesi ve sosyal hizmetlerinin artması ve genel olarak ülkenin ekonomik kalkınması konularında önemli rol oynamıştır.[137] DB' nin verilerine göre

[136] Dünya Bankası Arnavutluk ile 1991 yılında çalışmaya başladı.
(Kaynak: The World Bank Website, " Lidhja e rrugeve rurale ne Shqiperi",
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:22648527~menuPK:141310~pagePK:34370~piPK:34424~theSitePK:4607,00.html Erişim tarihi 01.05.2013)
[137] The World Bank Website, " Lidhja e rrugeve rurale ne Shqiperi",
http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:22648527~menuPK:141310~pagePK:34370~piPK:34424~theSitePK:4607,00.html (Erişim tarihi 01.05.2013)

Arnavutluk 1991 yılı itibariyle, son 20 yıl boyunca Dünya Bankası Grubu' ndan 1,4 milyar dolar değerinden fazla bir destek almıştır.[138]

2.2 Son Dönemde Arnavutluk' ta Ekonomik Gelişmeler

2.2.1 Makroekonomik Gelişmeler

Arnavutluk, son yirmi yıl boyunca güvenilir çok-partili demokratik bir sistem kurma ve piyasa ekonomisini benimseme yolunda büyük adımlarla ilerlemiş ve önemli gelişmeler yapmış, orta-gelirli ve gelişmekte olan bir ülkedir.[139] Haziran 2006 yılında Arnavutluk hükümeti, Avrupa Birliğine doğru ilk adım olarak AB ile İstikrar ve Ortaklık Anlaşmasını imzalamıştır. Nisan 2009 yılında Arnavutluk NATO üyesi olmuştur. Aynı zamanda Avrupa Birliğine üyeliği için başvuruda bulunmuştur. Arnavutluk şu anda potansiyel aday statüsündedir.[140] AB' ye katılma surecindeki en önemli koşul, Arnavutluk hükümetinin yasa egemenliği, yolsuzluk ve organize suç ile ilgili sorunların üstesinden gelmesi gerektiğidir.[141] Son 10 yılda, Arnavutluk ekonomisi önemli gelişmeler kaydetmiştir. Altyapı reformları, vergi tahsilatı, mülkiyet yasaları ve işletme yönetimi konularında olumlu gelişmeler yaşanmıştır.[142] Dünya Bankası verilerine göre son 10 yılda yıllık % 6 ortalama reel büyüme oranına sahip olan Arnavutluk ekonomisi, hızlı bir şekilde azalan yoksulluk ile en hızlı

---

[138] Arnavutluk' a verilen bu maddi destek International Development Association (IDA), International Bank for Reconstraction and Development (IBRD), International Finance Corporation (IFC) ve Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) aracılığıyla gerçekleşmiştir.
(Kaynak: http://www.worldbank.org/en/country/albania/overview Erişim tarihi: 02.05.2013)
[139] The World Bank Website, "Albania Overview", http://www.worldbank.org/en/country/albania/overview (Erişim tarihi: 02.05.2013)
[140] European Commission Website, "Candidate and Potencial Candidate Countries", http://ec.europa.eu/environment/enlarg/enlargement_en.htm (Erişim tarihi: 17.05.2013)
[141] BBC Website, "EU enlargement: The next eight", http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-11283616 (Erişim tarihi 17.05.2013)
[142] Michigan State University Website, "Albania: Economy" https://globaledge.msu.edu/countries/albania/economy (Erişim tarihi: 16.05.2013)

büyüyen Avrupa ekonomilerinden biri olmuştur.[143] 2002 ile 2008 yılları arasında yoksulluk yarı yarıya düşmüş ve aşırı yoksulluk ülke nüfusunun %2' sinden az bir kısmı etkilemiştir. 2007 ile 2012 yılları arasında Arnavutluk ekonomisi %22 oranında büyümüş, ihracat ise 2009 ile 2011 yılları arasında iki katına çıkmıştır. Son yıllarda Euro Bölgesinde ve özellikle İtalya ve Yunanistan'da[144] yaşanan krize karşı, Arnavutluk hükümeti makroekonomik istikrarını sağlama ve pozitif ekonomik büyümeyi korumada başarı göstermiştir.[145] Genel olarak, dış ekonomik koşullardan daha az etkilenen Arnavutluk, makroekonomik istikrarını korumuştur.[146] Tablo 2.2.1.1'de Arnavutluk' un temel makroekonomik göstergeleri yer almaktadır.

[143] The World Bank Website, "Albania Overview", http://www.worldbank.org/en/country/albania/overview (Erişim tarihi: 02.05.2013)

[144] Bu iki komşu ülke Arnavutluk' un en büyük ticaret partnerleri olup aynı zamanda Arnavutluk bankacılık sektöründe en önemli ve en büyük paya sahip olan yatırımcılardır. Bunun yanında Arnavutluk göçmenlerin çoğu bu iki ülkede yaşamaktadır. (Kaynak: Michigan State University Website, "Albania: Economy", https://globaledge.msu.edu/countries/albania/economy (Erişim tarihi: 16.05.2013)

[145] Michigan State University Website, "Albania: Economy", https://globaledge.msu.edu/countries/albania/economy (Erişim tarihi: 16.05.2013)

[146] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)

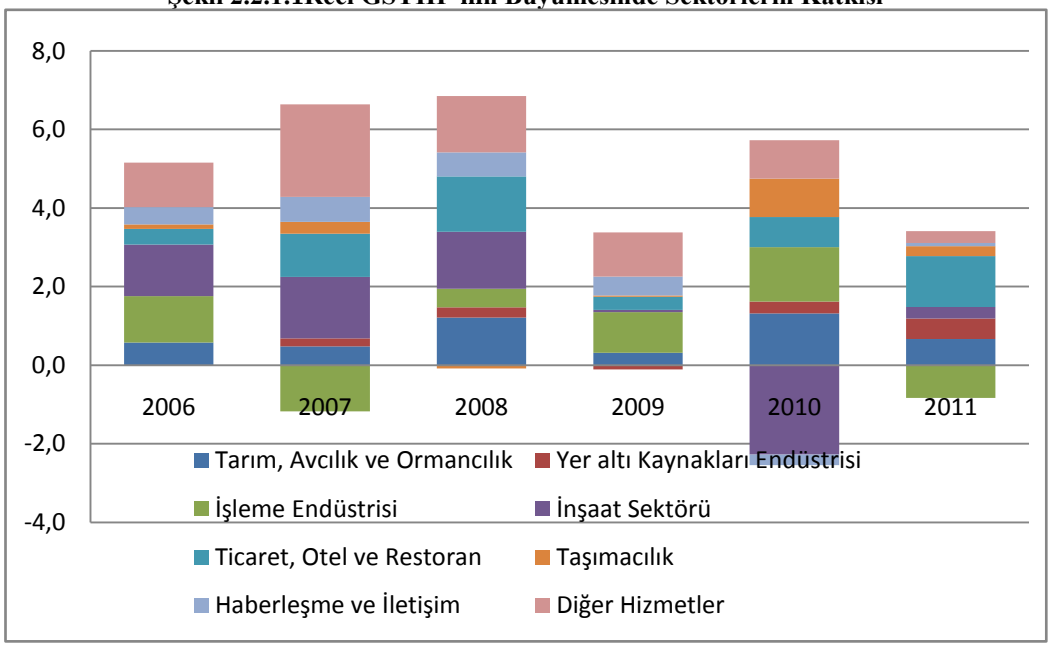
Tablo 2.2.1.1 Temel Makroekonomik Göstergeler

	Birim	2008	2009	2010	2011	2012 Tahmin	2013 Tahmin	2014 Tahmin
Nüfus	Milyon	2.90	2.88	2.86	2.83	2.83	2.83	2.83
Enflasyon Oranı	%	3.4	2.3	3.6	3.5	3.0	3.0	3.0
GSYİH Deflatör	%	4.7	2.3	3.5	3.1	1.1	1.2	1.2
Döviz Kuru (Ortalama)	USD	83.9	95.0	103.9	100.9	102.0	102.5	104.0
Döviz Kuru (Ortalama)	EURO	122.8	131.6	137.7	140.5	139.7	140.0	140.0
Reel GSYİH Büyüme Oranı	%	7.5	3.3	3.9	3.0	4.3	5.0	4.9
GSYİH	Milyar Lek	1,089.3	1,151.0	1,238.1	1,314.7	1,385.0	1,471.6	1,561.5
GSYİH	Milyar USD	13.0	12.1	11.9	13.0	13.6	14.4	15.0
GSYİH	Milyar Euro	8.9	8.7	9.0	9.4	9.9	10.5	11.2
Kişi başına GSYİH	Bin Lek	375.2	399.8	433.6	464.3	489.1	519.7	551.4
Kişi başına GSYİH	USD	4,472.8	4,208.5	4,171.9	4,601.2	4,795.0	5,070.0	5,302.1
Kişi başına GSYİH	Euro	3,056.5	3,037.8	3,148.9	3,304.1	3,501.0	3,712.0	3,938.7
Kişi başına GSYİH	USD-Satın Alma Gücü	8,726.3	9,296.8	10,083.3	10,797.1	11,374.1	12,085.6	12,823.8
İşsizlik Oranı	%	12.7	13.8	13.5	12.9	12.1	11.4	10.6
Toplam Gelir	GSYİH'nin %'si	26.7	26.0	26.2	25.1	25.7	25.7	25.8
Toplam Harcamalar	GSYİH'nin %'si	32.3	33.0	29.3	28.6	28.7	28.6	28.3
Toplam Mali Denge	GSYİH'nin %'si	-5.5	-7.0	-3.1	-3.5	-3.0	-3.0	-2.5
Cari Mali Denge	GSYİH'nin %'si	3.1	1.3	2.4	1.9	2.1	1.9	2.0
Toplam Net Borç	GSYİH'nin %'si	4.9	4.6	3.1	3.5	3.0	2.9	2.4
Toplam Kamu Borcu	GSYİH'nin %'si	54.7	59.3	57.8	58.9	59.6	59.5	59.0
Cari Açık	GSYİH'nin %'si	-15.6	-15.1	-11.7	-12.5	-11.7	-10.9	-8.9
Ticaret Dengesi	GSYİH'nin %'si	-27.4	-26.3	-23.2	-22.8	-21.4	-19.8	-17.7
Hizmet Dengesi	GSYİH'nin %'si	0.8	2.0	2.0	1.4	3.2	3.1	3.5
Ödemeler Dengesi	GSYİH'nin %'si	2.1	-0.3	2.0	0.7	1.8	1.6	2.7

Kaynak: AİE, AMB, FB, ETEB, "Economic and Fiscal Program 2012-2014"
http://www.mete.gov.al/doc/Programi_Ekonomik_dhe_Fiskal_2012_-_2014.pdf (Erişim tarihi: 05.05.2013)

2011'de Arnavutluk'un ekonomik büyüme hızı bir önceki yıla göre %0.7 azalarak %3.1'e gerilemiştir. Yerel talep, GSYİH büyümesinin ana etkenidir ve yıllık %3.6 artmıştır. 2010'da %28 olan satın alma gücü paritesi açısından kişi başına düşen GSYİH artarak EU-27 ortalamasının %31' ine yükselmiştir.[147] Global finansal krizlerinin etkisine karşı oldukça iyi dayanmasına rağmen, Arnavutluk ekonomisi, 2012'nin ilk çeyreğinde yıllık %0.2 küçülmüştür.[148] Bu küçülmenin en önemli etkenleri, kısmen kötü hava koşullarına bağlı olarak, endüstri ve inşaat sektöründeki üretimin azalmasıydı. Bu durum, 2006 yılından 2011 yılına kadar reel GSYİH' nin büyümesinde sektörlerin katkısını gösteren şekil 2.2.1.1' de açıkça görülmektedir.

Şekil 2.2.1.1Reel GSYİH' nin Büyümesinde Sektörlerin Katkısı



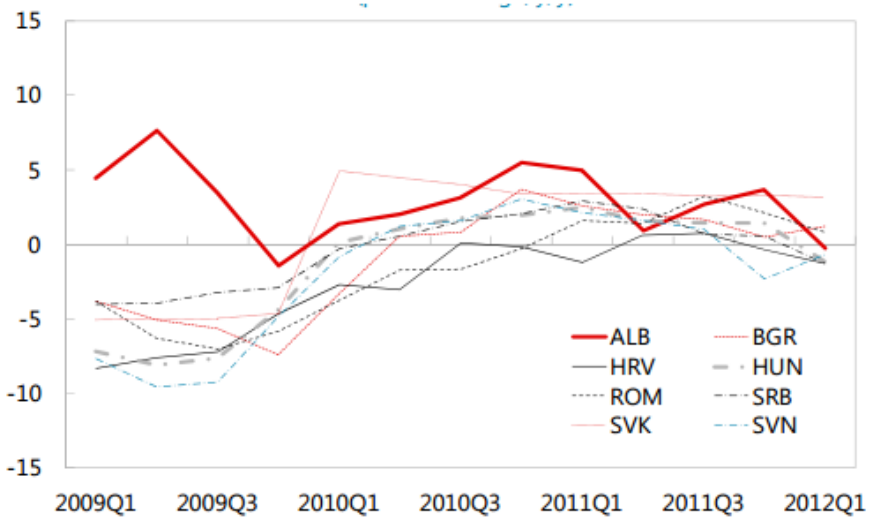
Kaynak: AİE, http://www.instat.gov.al/al/themes/llogarit%C3%AB-kombetare.aspx?tab=tabs-5 (Tarihi:15.05.2013)

[147] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)
[148] The World Bank Website, "Albania Overview", http://www.worldbank.org/en/country/albania/overview (Erişim tarihi: 02.05.2013)

Belirsiz global ekonomik durumun bir göstergesi olarak tüketim harcamaları ve yatırım düşük oranlarda kalmıştır.[149] 2012 yılın sonunda ise ekonomi %1.7 oranında büyüme göstermiştir. Fakat tüketim harcamaları ve yatırımlar düşük değerler göstermeye devam etmiştir. Yerel talebin daralmasının yanı sıra, ihracat yapılan ülkelerdeki mevcut ekonomik kriz sebebi ile istikrarsız bir seyir izleyen dış talep, ihracatı olumsuz etkilemiştir.[150] Krize rağmen, Arnavutluk ekonomisinin büyüme hızındaki düşüş, bulunduğu bölgeye ve diğer tüm Avrupa ülkelerine göre daha az olmuştur. Bu durum, Arnavutluk' un ve diğer Balkan ülkelerin yıllara göre reel GSYİH ve kişi başına reel GSYİH trendlerini gösteren şekil 2.2.1.2 ve şekil 2.2.1.3' te görülmektedir.[151]

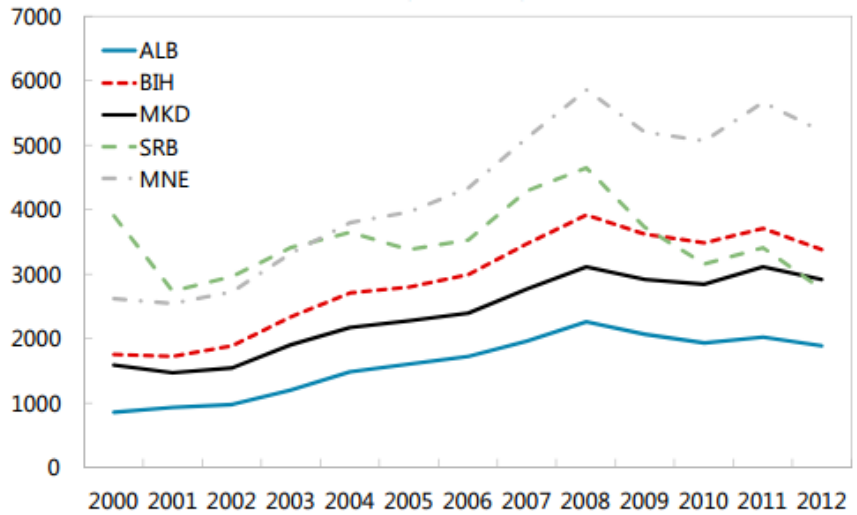
[149] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)
[150] Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012" http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php (Erişim tarihi: 03.05.2013)
[151] International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

Şekil 2.2.1.2 Reel GSYİH, 2009-2012 (% değişim y/y)



Kaynak: Dünya Ekonomik Örgütü (DEÖ), Arnavutluk Otoriteleri ve Uluslararası Para Fonu (UPF) personelinin hesaplamaları, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

Şekil 2.2.1.3 Kişi Başına Düşen Reel GSYİH (ABD doları)



Kaynak: Dünya Ekonomik Örgütü Verileri, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

2012 yılının sonunda toplam kamu gelirleri %0.03 oranında düşüş göstererek 330.4 milyar Lek değerine ulaşmıştır. Kamu harcamaları, önemli bir düşüş kaydederek 376.2 milyar Lek değerindedir. Tablo 2.2.1.2' de gösterildiği gibi, kamu gelirlerinin düşmesinin ana faktörü, vergi gelirlerinin azalması olmuştur. Cari harcamalarının artmasına rağmen, sermaye harcamalarında önemli bir azalmanın meydana gelmesi, toplam harcamaların düşmesine neden olmuştur. 2012 yılının sonunda bütçe açığı GSYİH' nin[152] %3.4' üne tekabül eden 45.9 milyar Lek olurken, kamu borcu 828 milyar Lek olarak gerçekleşmiştir. Kamu borcunun yaklaşık %56.8' i iç borç stoğundan oluşmaktadır.[153] Kamu borcu yaklaşık GSYİH' nin %60' ına tekabül etmektedir ve bölgede yüksek borç oranları arasında yer almaktadır.[154]Aynı zamanda kamu borcunun %50' sinin kısa vadeli borçlardan oluşması, Arnavutluk hükümetini yeniden borç bulma riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Borcun yaklaşık %70' i ticari bankalardan sağlanmıştır.[155]

[152]2012 yılın GSYİH tahmini değeri üzerinden verilmiştir.
[153] Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012", http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php (Erişim tarihi: 03.05.2013)
[154] International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)
[155] International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

Tablo 2.2.1.2 Arnavutluk Genel Hükümet İşlemleri, 2011-2012 (GSYİH' nın %si)

	2011		2012	
	Bütçe	**Gerçekleşen**	**Bütçe**	**Tahmin**
Toplam Gelir ve Yardımlar	27.1	25.1	25.6	24.8
Vergi Gelirleri	24.9	23.0	23.4	22.7
Katma Değer Vergisi (KDV)	10.2	9.0	9.2	9.0
Gelir Vergisi	1.4	1.5	1.6	1.2
Dolaylı Vergi	3.3	3.1	3.1	2.8
Kişisel Gelir Vergisi	2.4	2.1	2.1	2.0
Sosyal Güvenlik Katkısı	4.4	4.3	4.3	4.3
Diğer	2.2	2.0	2.2	2.1
Toplam Harcamalar	30.6	28.5	28.6	27.9
Cari Harcamalar	24.1	23.2	23.2	23.3
Personel Harcamaları	5.2	5.1	5.1	5.2
Sosyal Güvenlik Giderleri	8.7	8.6	8.8	8.9
Sermaye Harcamaları	6.2	5.4	5.0	4.4
Diğer	0.4	0.0	0.3	0.2
Toplam Denge	-3.5	-3.5	-3.0	-3.1
Kamu Borcu		58.6		60.9

Kaynak: Arnavutluk Otoriteleri ve UPF personelin değerlendirmeleri ve tahminleri, International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

2011'deki yıllık enflasyon oranı ortalama %3.5 ile Arnavutluk Merkez Bankası'nın hedef aralığı olan %2-4' un içinde kalmaya devam etmiştir. Enflasyona en büyük katkıyı uluslararası yakıt ve yiyecek fiyatları yapmıştır. 2012' de ithal yiyeceklerde düşen fiyatlar ve baz etkisinin gevşemesi sonucunda düşen enflasyon, sonraki aylarda artarak Ağustos ayında %2.8 olmuştur. 2012 yılının sonunda enflasyon oranı %2.7 değerine ulaşmıştır.[156] Para otoritelerinin yaptıkları bütün

[156] AİE, http://www.instat.gov.al/al/themes/%C3%A7mimet.aspx (Erişim tarihi: 02.05.2013)

düzenlemelere rağmen, Arnavutluk'taki Euroizasyon yüksek oranlarda kalmaya devam etmiştir. Arnavutluk serbest dalgalı döviz kurunu kullanmaya devam etmiştir. Lek, Euro'ya göre %2 değer kaybetse de, 2010 yılına göre daha istikrarlı kalmıştır.[157]

2011' de cari hesap açığı bir önceki yıla göre %0.9 artarak GSYİH' nin %12.2' sine genişlemiştir. İhracattaki yavaşlama ve ithalattaki artışa bağlı olarak, ticaret açığı 2010 yılında GSYİH' nin %23' ü iken, 2011' de GSYİH' nın %23.8' ine yükselmiştir.[158] 2012 yılının cari hesap açığı ise %13.8 oranında daralma göstererek 1.02 milyar Euro değerine ulaşmıştır.[159] Euro bölgesindeki zayıf ekonomik koşullar nedeniyle, bu bölgede çalışan göçmenlerin ülkeye sağladığı döviz girişi[160] 2008 yılından beri düşme eğilimindedir. Bu nedenle yerel tüketim azalmıştır. Fakat son zamanlarda özellikle Yunanistan' dan Arnavutluk' a dönen göçmenlerin tasarrufları ile ülkeye döviz girişi artmıştır.[161] Arnavutluk ekonomisinde önemli bir rol oynayan bu döviz girişi, 2012 yılının son aylarında söz konusu tasarrufların etkisiyle artış

[157] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)
[158] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)
[159] Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012", http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php (Erişim tarihi: 03.05.2013)
[160] IMF verilerine göre göçmenlerin Arnavutluk' a döviz getirisinin üçte ikisinden fazla İtalya ve Yunanistan'da yaşayan göçmenlerin para transferlerinden oluşmaktadır. Dolayısıyla bu ülkelerde yaşanan yoğun kriz nedeniyle döviz girişi de önemli düşüş göstermiştir. (Kaynak: International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf Erişim tarihi: 15.05.2013)
[161] International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

göstererek yıllık %1.6 oranında yükselmiştir.[162] Ancak dönen göçmenler işsizlik oranının yükselmesine neden olmuştur.[163]

Arnavutluk Haziran 2006' da AB ile İstikrar ve Ortaklık Anlaşmasını imzalamıştır. Aynı yılın Aralık ayında AB ile imzalanan Geçici Ticaret Anlaşması yürürlüğe girmiştir. Yine Aralık 2006' da bölgedeki ülkelerle ile CEFTA (Central European Free Trade Agreement), Avrupa ile EFTA (European Free Trade Agreement) ve Türkiye ile de 2008 yılında yürürlüğe giren Serbest Ticaret Anlaşmasını imzalamıştır.

Arnavutluk, ithalata yönelik bir ekonomiye sahip olmaya devam etmektedir. İhracatın ekonomideki payı düşük seviyede olmaktadır. Örneğin, 2011 yılında ihracat yaklaşık 2 milyar dolar değerinde iken ithalat 5.39 milyar dolar değerinde olmuştur.[164] 2011' in ikinci yarısından sonra görülen kötü hava koşulları, Arnavutluk'un hidroelektrik üretimini etkilemiş ve Arnavutluk elektrik ihraç etmek yerine ithal etmeye başlamıştır. 2012' nin ilk çeyreğiyle birlikte elektrik üretimi artmaya başlamıştır.[165] 2012 yılının sonunda ticaret açığı, yıllık ihracatın %8.5 oranında artması ve yıllık ithalatın % 3.4 oranında azalması nedeniyle bir önceki yıla kıyasla %10.8 oranında düşüş göstererek 1.99 milyar Euro değerine ulaşmıştır.[166] Yaklaşık %80' i Avrupa Birliği ile yapılan ihracatın, %60' ını İtalya oluşturmaktadır.

---

[162] Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012", http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php (Erişim tarihi: 03.05.2013)

[163] International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

[164] Michigan State University Website, "Albania: Economy", https://globaledge.msu.edu/countries/albania/economy (Erişim tarihi: 15.05.2013)

[165] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)

[166] Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012" http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php Erişim tarihi 03.05.2013

Euro bölgesinde ve özellikle Yunanistan ve İtalya'da azalan talep, Arnavutluk' ta üretilen mallara olan talebin azalmasına ve ihracatın etkilenmesine neden olmuştur. Arnavutluk, tekstil ve giyim gibi karakteristik ihracat alanlarında 2008 yılından beri düşüş göstererek, petrol ve maden gibi yeni ürünlere, Çin ve Türkiye gibi yeni pazarlara yönelmiştir. Sonuç olarak toplam ihracat düşmemiştir. Bu strateji ile Arnavutluk, Euro bölgesindeki ülkelere ihracat yapmasına rağmen, onların bulunduğu krizden beklendiği gibi etkilenmemiştir.[167]

2012 yılının sonunda mali ve sermaye hesabı, yıllık %11.3 oranında düşüş göstererek 867.3 milyon Euro değerine ulaşmıştır. 2012 yılının sonunda ülkeye doğrudan yabancı yatırımların değeri 744.9 milyon Euro olup bir önceki yıl ile aynı değerde kalmıştır.[168] Bunun nedeni ise yatırımcıların Arnavutluk' a yatırım yapmayı riskli olarak değerlendirmeleridir.[169] 2012 yılının sonunda portföy yatırımları daralmıştır. Arnavutluk, Dünya Bankasının iş yapma göstergelerinde 185 ülke arasında son üç yılda 8 basamak gerileyerek 85' inci sırada yer almaktadır. Mülkiyet hakkı ve sözleşmeden kaynaklanan yaptırımları konusunda, yasal çerçeve zayıflığı ile inşaat ruhsatı edinme, vergileri ödeme ve elektrik ulaşımı konularında yaşanan zorluklar, Arnavutluk' taki yatırım ortamını etkilemektedir. Düşük vergi oranlarının yanında, yolsuzluk ve zayıf yönetim algısı Arnavutluk' u bir yatırım hedefi olarak etkilemektedir.[170] Yeni iş alanları yaratılması konusunda ise biraz iyileşme gösterilmiş olmasına ve 2011 yılında işsizlik oranlarının göreceli olarak azalmasına

[167] International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf Erişim tarihi: 15.05.2013
[168] Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012" http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php Erişim tarihi 03.05.2013
[169] E. Sapienza, Foreign Direct Investment and growth in Central, Eastern and Southern Europe, *Investigacion Economica*, Enero-Marzo 2010, Vol LXIX, No. 271, pp.99-138, s.105
[170] International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

rağmen, işsizlik yüksek değerlerde seyretmeye devam etmiştir. Arnavutluk İstatistik Kurumu' nun verilerine göre 2012 yılının sonunda işsizlik %12.9 değerindedir. Söz konusu dönemde asgari ücret 21 bin Lek iken devlet memurların ortalama ücreti 51.500 Lek' tir.[171] Özel sektör GSYİH' nin %80' e tekabül etmektedir ve iş gücünün yaklaşık %82' sini barındırmaktadır.[172]

Arnavutluk'un bölgesel ve global kötü ekonomik koşullardan daha az etkilenmesi, genel olarak makroekonomik istikrarın korunmasını sağlamış olsa da GSYİH' deki pozitif büyüme yavaşlamış ve geçmiş yılların ortalama değerlerinin altında kalmıştır. Arnavutluk' un fonksiyonel bir piyasa ekonomisi kurmak için; uygulanan politikalarının yanı sıra, kamu maliyesini güçlendirmesi ve nispeten yüksek olan kamu borçlarını düşürmesi, iş gücü piyasasının performansını geliştirmesi, mülkiyet haklarının korunmasını temin etmesi ve hukukun üstünlüğünü güçlendirmesi gerekmektedir.[173]

2.2.2 Finansal Sektördeki Gelişmeler

2012 yılı sonunda, finansal sistem GSYİH' ya oranla %93.9 değerini gösterirken, 2011 yılında bu değer %89.5 olarak gerçekleşmiştir. Finansal sistemin %93.6 oranında bankacılık sektöründen oluşması, bankacılık sektörünün bu sistemde egemen olduğunun göstergesidir. Söz konusu sektör GSYİH' nin %87.9 'nu oluşturmaktadır. Ülkede toplam 16 tane ticari banka bulunmaktadır. Yabancı

[171] AİE, http://www.instat.gov.al/al/themes/tregu-i-pun%C3%ABs.aspx (Erişim tarihi: 10.05.2013)
[172] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)
[173] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)

yatırımcıların payı toplam varlıkların %90' ı civarındadır.[174] Bankacılık sektörü dışında kalan sektörler, 2011 yılında finansal sistemin %5.3' ünü, 2012 yıl sonu itibariyle ise %6.4' ünü oluşturmaktadır. Finansal kuruluşların sayısının artmasına rağmen, bankacılık sektörü dışında kalan sektörler finansal sistemin çok düşük bir kısmını oluşturmaktadır. Bu durum, 2007 ile 2012 yılları arasında finansal sistemin bileşenlerinin GSYİH' ye oranını gösteren tablo 2.2.2' de açık bir şekilde görülmektedir.

Tablo 2.2.2 Finansal Sistemin Bileşenlerinin GSYİH' ye oranı (%)

Denetleyici ve Lisanslama Kurumu	Finansal Sistem	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Merkez Bankası	Bankacılık Sistemi	75.9	76.7	77.5	80.9	84.7	87.9
	Finansal Kuruluşlar	1.5	1.7	2.2	2.7	2.5	2.6
	Kredi-Tasarruf Kuruluşları	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7	0.78
Finans Denetleme Kurumu	Sigorta Şirketleri	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5
	Emeklilik Fonları	-	-	0.01	0.01	0.01	0.02
	Yatırım Fonları						1.1

Kaynak: Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012"
http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php (Erişim tarihi: 03.05.2013)

Genel olarak Arnavutluk' un finansal sistemi istikrarlı bir seyir izlemiştir. Finansal kuruluşlar, kredi-tasarruf kuruluşları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve yatırım fonları faaliyetlerini genişletmiştir. Bankacılık sektörü likit olmaya devam etmektedir. Ancak, mevduat hesaplarının ve kredilerin yıllık artış hızında düşüşler yaşanmıştır. Pozitif gelişmelerin yanı sıra finansal sistemin en büyük problemi riskli

[174] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)

ve korumasız kredilerin var olmasıdır.[175] Söz konusu krediler 2011 ve 2012 yılı boyunca artmaya devam etmiş ve toplam kredilerin %21,21' ini oluşturmuştur. Kredi artışı, 2010 yılında %8,6 iken 2011 yılında %11,7 olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında ise bir önceki yıla göre yavaşlamış ve %7' ye düşmüştür. 2011 yılında Lek bazlı kredilerin büyümesi döviz kredilerindeki büyüme oranını geçmiştir. Bu trendin 2012 yılında devam etmesi, kredilere olan ılımlı talebi ve bankalar tarafından daha konservatif ödünç verme politikalarını yansıtmaktadır. Yine de aktif olan kredi toplamının yaklaşık %68' i döviz kredilerinden oluşmaktadır. Bunların yarısından fazlasının korumasız kredilerden oluşması, istenmeyen döviz kuru hareketlerinin söz konusu olduğu durumlarda bankacılık sisteminin risk altında olduğunu göstermektedir.[176]

2011 yılında bankacılık sektörünün istikrarını güçlendirmek için birçok adım atılmıştır. Bu amaç doğrultusunda Bankacılık Kanunu Kasım 2011' de değiştirilmiştir. 2012 yılında Merkez Bankası, bankaların sıkıntıya düşmesi durumunda çözümü kolaylaştırmak için "köprü banka" oluşturulması için yönetmelik çıkarmıştır. Bunun dışında, bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi, bankaların likidite göstergeleri ve ticari bankaların istenilen zorunlu rezerv oranı ile ilgili esasları hakkında daha katı mevzuat sınırlamaları geliştirmiştir.[177]Arnavutluk' taki bankaların büyük bir kısmı yabancı sermayeli olmasına rağmen, bu bankalar yerel mevduata bağlıdır. Bu da Merkez Bankasının global krize karşı izlediği düzenleyici

[175]Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012" http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php (Erişim tarihi: 03.05.2013)
[176] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)
[177] European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 02.05.2013)

politikanın sonucudur ve, sistemik riski kontrol altına almıştır. Bu şekilde, diğer ülkelerde kriz döneminde görüldüğü gibi, Arnavutluk bankacılık sektörü, fonların çekilmesi gibi bir durum ile karşı karşıya kalmamıştır.[178]

[178] International Monetary Fund Survey and Magazine: Countries & Regions, "Albania needs reforms to counter growth slowdown", http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/car011113b.htm (Erişim tarihi:15.05.2013)

III. BÖLÜM

ARNAVUTLUK' TAKİ SANAYİ FİRMALARININ FİNANSAL KARARLARININ İNCELENMESİ

3.1 Anket Çalışmasının Amacı

Firmalar finansman, sermaye yapısı, kar dağıtımı ve yatırım konusunda firma değerini maksimize edecek doğrultuda belirli kararlar almak zorundadır. Bu kararlar sadece firmaya değil, firmanın faaliyette bulunduğu sektörden genel ekonomiye kadar birçok faktörden etkilenerek değişmektedir. Günümüzün sürekli değişen ekonomik ortamında, piyasa aksaklıkları olarak tanımlanan asimetrik enformasyon, finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, temsil maliyetleri, asimetrik enformasyondan kaynaklanan ahlaki tehlike ve ters seçim olguları oldukça karmaşık bir yapıya sahip olan finansal karar alma sürecini önemli bir şekilde etkilemektedir.

Firmaların; finansman, yatırım ve kar payı dağıtımı kararlarını kapsayan finansal kararlarının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin neler olduğunu ve firma değerini nasıl etkilediğini açıklamaya yönelik bir çok teori ortaya konulmuştur. Fakat finansman kararları ile ilgili olan optimal sermaye yapısı bileşiminin belirlenmesini açıklayan teoriler finans literatüründe halen tartışmalara açıktır. Yatırım kararları ile iç içe olan kar payı dağıtım politikasının belirlenmesinde etkili olan faktörler ve bunun firma değeri üzerindeki etkisi de finans literatüründe halen tartışmalara açık olan konulardır. Ortakların refahını arttırmak ve firma değerini maksimize etmek firmaların var oluşun temel amacıdır. Dolayısıyla finans yöneticilerinin, finansal karar alma sürecinde bu amaca yönelik hareket etmeleri beklenmektedir.

Bu çalışma, pratikte firmaların finans yöneticilerinin, finansal karar alma sürecinde önem verdikleri faktörlerin neler olduğunu araştırmayı ve ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bunun yanında finans yöneticilerinin karar alma sürecinde, literatürde tartışmalara halen açık olan teorilerin hangisine ne derece uyumlu davrandığı araştırılmaktadır. Finansal karar alma sürecinde etkili olan faktörlerinin ne olduğunu, bunların arasında olan etkileşimi ve etkili olmalarının nedenlerini araştırmak ve ortaya koymak bu süreci kolaylaştırmak açısından gereklidir.

Firmaların finansal kararları ve özellikle finansman karar türü ile ilgili olan sermaye yapısına ilişkin teorik tartışmalar uzun bir süredir yapılmasına rağmen, uygulamada nasıl şekillendiği Arnavutluk' ta yeterince incelenmemiştir. Arnavutluk borsası kurumsal olarak 1997 yılından beri var olmasına rağmen, kote olmuş firmaların yokluğu bu konudaki araştırmaları kısıtlamış, firmalar ile ilgili bilgi edinmeyi de zorlaştırmıştır. Bu konuda Arnavutluk' ta yapılan her hangi bir saha araştırması bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu çalışmanın sonunda, Arnavutluk' taki firmalardan elde edilen bilgilerin, finansman, yatırım ve kar payı dağıtım kararları süreci ile ilgili bir ışık tutması ve Arnavutluk için kaynak oluşturması umut edilmektedir.

3.2 Anket Çalışmasının Varsayımları Ve Sınırlılıkları

Bu çalışma, "Finansal Kararların İncelenmesi: Arnavutluk' taki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama" başlığı altında ele alınarak sınırlandırılmıştır. Çalışmada, konu ile ilgili literatür taramasından ve anket uygulamasından elde edilen veriler kullanılmıştır.

Uygulama, Tiran Sanayi ve Ticaret Odasına kayıtlı olan sanayi firmaları üzerinde yapılmıştır. Firmaların bir kısmının ankete katılmak istememeleri uygulamayı sınırlandırmıştır.

Örneklemi oluşturan firmaların aynı sektörde faaliyet göstermeleri nedeni ile finansal kararlarının sektörler arasında değişiklik gösterip göstermediği değerlendirilememiştir. Firmalardan halka açık firma bulunmaması, hissedarlar ile borç verenler arasındaki çıkar çatışmasının, asimetrik enformasyonun hisse senedi ile finansman tercihine ve sermaye yapısı kararlarına olan etkisinin değerlendirmesini engellemiştir. Aynı nedenden dolayı yatırımcıların kar payını sermaye kazancına tercih edip etmedikleri ve vergi uygulamalarının kar payı dağıtım politikalarını etkileyip etkilemediği ve hangi kar payı dağıtım politikasına uyum gösterildiği konusunda inceleme yapılamamıştır.

Anket uygulamasından elde edilen verilere uygulanan analizler örneklemi tanımlayıcı niteliktedir. Ankete katılan firmaların, soruları dürüst bir biçimde cevapladıkları varsayılmaktadır.

3.3 Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın amacına uygun olarak hazırlanan hipotezler aşağıdaki gibidir;

Hipotez 1,

H_0: Sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranına sahip olan firmaların oranı, hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların oranına eşittir. (H_0: $\mu=50$)

H_1: Sermaye yapısı kararlarında hedef borçlanma oranına sahip olan firmaların oranı, hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların oranına eşit değildir. (H_1: $\mu\neq50$)

Hipotez 2,

H_0: Firmaların büyüklüğü ile borçlanma oranı arasında bir ilişki yoktur.

H_1: Firmaların büyüklüğü ile borçlanma oranı arasında bir ilişki vardır.

Hipotez 3,

H_0: Firmaların iç fon kaynakları ile dış fon kaynakları tercihlerinin ortalamaları arasında farklılık yoktur.

H_1: Firmaların iç fon kaynakları ile dış fon kaynakları tercihlerinin ortalamaları arasında farklılık vardır.

Hipotez 4,

H_0: Firmaların dış fon kullanma politikası ile firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması, finansal esnekliğinin sağlanması, piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması ve firma itibarının korunması arasında doğrusal ilişki yoktur. ($\beta_1= \beta_2= \beta_3= \beta_4=0$)

H_1: Firmaların dış fon kullanma politikası ile firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması, finansal esnekliğinin sağlanması, piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması ve firma itibarının korunması arasında doğrusal ilişki vardır. ($\beta_i \neq 0$)

Hipotez 5,

H_0: Firmaların dış fon kullanma politikası ile finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, firmaların satışları ve nakit akımının düzenliliği arasında doğrusal ilişki yoktur. ($\beta_1= \beta_2= \beta_3= \beta_4=0$)

H_1: Firmaların dış fon kullanma politikası ile finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, firmaların satışları ve nakit akımının düzenliliği arasında doğrusal ilişki vardır. ($\beta_i \neq 0$)

Hipotez 6,

H_0: Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmez.

H_1: Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmektedir.

Hipotez 7,

H_0: Fon kaynaklarının vade tercihlerinin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmez.

H_1: Fon kaynaklarının vade tercihlerinin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmektedir.

Hipotez 8,

H_0: Borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı, daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı ile eşittir. (H_0: $\mu=50$)

H_1: Borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı, daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı ile eşit değildir. (H_1: $\mu\neq50$)

Hipotez 9,

H_0: Boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranı, boş borç kapasitesi bulundurmayan firmaların oranı ile eşittir. (H_0: $\mu=50$)

H_1: Boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranı, boş borç kapasitesi bulundurmayan firmaların oranı ile eşittir değildir. (H_1: $\mu\neq50$)

Hipotez 10,

H_0: Boş borç kapasitesi bulundurma tercihlerinin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmez.

H_1: Boş borç kapasitesi bulundurma tercihlerinin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmektedir.

Hipotez 11,

H_0: Yatırımların değerlendirilmesinde etkili olan faktörlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmez.

H_1: Yatırımların değerlendirilmesinde etkili olan faktörlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmektedir.

Hipotez 12,

H_0: Yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan yöntemlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmez.

H_1: Yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan yöntemlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmektedir.

Hipotez 13,

H_0: Kar payı dağıtımı ile gelirlerde geçici bir değişiklik, gelirlerde süreklilik özelliği taşıyan değişiklik, gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı, istenilenden fazla nakit bulundurmak, aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmaların kar payı dağıtım politikası, ortakların elde ettikleri kar payları üzerinde uygulanan vergi oranı, firmanın yapabileceği karlı yatırımlarının var olması, birleşme ve devralma stratejisi

ve firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikasıyla tutarlı olması arasında doğrusal ilişki yoktur. ($\beta_1= \beta_2= \beta_3= \beta_4= \beta_5=\beta_6= \beta_7= \beta_8= \beta_9 = 0$)

H_1: Kar payı dağıtımı ile gelirlerde geçici bir değişiklik, gelirlerde süreklilik özelliği taşıyan değişiklik, gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı, istenilenden fazla nakit bulundurmak, aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmaların kar payı dağıtım politikası, ortakların elde ettikleri kar payları üzerinde uygulanan vergi oranı, firmanın yapabileceği karlı yatırımlarının var olması, birleşme ve devralma stratejisi ve firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikasıyla tutarlı olması arasında doğrusal ilişki vardır. ($\beta_i \neq 0$)

Hipotez 14,

H_0: Kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmez.

H_1: Kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlerin ortalamaları firma ölçeğine göre değişmektedir.

3.4 Anket Çalışmasının Yöntemi

Anket formunun oluşturulmasında sermaye yapısı kararlarını araştırmak için Beattie, Goosacre ve Thomson (2006), Graham ve Harvey (1999), Allen (1991), Pinegar ve Lisa (1989) çalışmalarında; kar payı dağıtımı kararlarını etkileyen faktörleri araştırmak için Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey, ve Roni Michaely (1999) çalışmasında, finansal kararlarını etkileyen faktörleri araştırmak için Yamori (2006) çalışmasında kullanılan anket formları incelenmiştir.

Araştırmada veri toplama yöntemi olarak online hazırlanan anketin elektronik posta yoluyla firmalara ulaştırılması ve yüz yüze anket çalışması yöntemi kullanılmıştır. Hazırlanan anket formu, firmaların finans yöneticisine, firma müdürüne veya ortaklardan herhangi birisine gönderilmiştir. Anketin ilk taslağı Şubat 2013'te hazırlanmış, yedi firma üzerinde test edilmiş ve anlaşılamayan bazı şıklar tekrar gözden geçilerek düzeltilmiştir. Anket çalışması Mart, Nisan ve Mayıs 2013 tarihleri arasındaki dönemi kapsamaktadır. Anket, Arnavutluk' taki firmalara gönderilmek üzere Arnavutça hazırlanmış ve daha sonra Türkçe' ye çevrilmiştir.[179]

Araştırmanın amacına uygun olarak hazırlanan anket 4 bölümden ve toplam 28 sorudan oluşmaktadır. Anketin birinci bölümünde, firmanın finansman kararlarını alırken etkili olan faktörleri belirlemeye yönelik sorulara yer verilmiştir. Firmanın finansman kararları ile ilgili sorulan soruların neticesinde; firmanın borçlanma oranına yönelik bir hedefin bulunup bulunmadığı, firmaların borç/özsermaye oranının ne olduğu, yatırımların finansmanında kullanılan fon kaynaklarının tercih sırası, finansman politikasının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin öncelik sırası, borçlanma politikasını belirleyen faktörler, fon ihtiyacını karşılamada yabancı kaynaklarının vadesine yönelik tutum ve seçim kriterleri, borçlanma miktarının belirlenmesinde etkili olan faktörler, özsermaye ile finansmanın tercih edildiği durumlar, özsermaye maliyetinin hesaplanıp hesaplanmadığı ve hesaplanırsa hangi yöntemin tercih edildiği, firmanın ihtiyat amacıyla kullanabileceği boş borç kapasitesi bulundurup bulundurulmadığı, firmanın borçlanma koşullarında değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanma isteğine yönelik tutumu ve borçların sağlandığı kaynakların tercih sırası araştırılmıştır.

[179] Anket formu EK- 1' de verilmiştir.

Anketin ikinci bölümünde firmaların yatırım kararlarında etkili olan faktörleri belirlemeye yönelik sorulara yer verilmiştir. Yatırım kararları ile ilgili sorulan soruların neticesinde; firmaların yatırımları değerlendirmede kullandığı yöntemlerin olup olmadığı, varsa bunların neler olduğu ve yatırım kararlarında etkili olan risk faktörleri araştırılmıştır. Üçüncü bölümde firmanın kar payı dağıtımı kararlarında etkili olan faktörleri belirlemeye yönelik sorulara yer verilmiştir. Firmaların kar payı dağıtım kararları ile ilgili sorulan soruların neticesinde; kar payı dağıtımı şekline yönelik tutum, dağıtılabilecek karların kullanım şekline yönelik tutum ve kar payı dağıtım politikasının belirlenmesinde etkili olan faktörler araştırılmıştır.

Anketin dördüncü bölümü ise firmanın özelliklerini belirlemeye yönelik sorular içermektedir. Bu özellikler; faaliyet yılı, çalışan sayısı, firmanın hukuki yapısı, son mali yıla ait net satış tutarı ve faaliyet gösterdiği alandır. Bu sorular oluşturulurken firmaların cevaplamak istemeyeceği soru türlerinden kaçınılmıştır. Ankette yer alan soruların birçoğu çoktan seçmeli olacak şekilde hazırlanmıştır. Anket, finansal kararları ölçen değişkenlere yönelik firma tutumlarını, "Hiç önemli değil - Çok önemli" ve "Hiçbir zaman - Daima" gibi 5'li Likert ölçeği kullanılarak tepki kategorilerini ölçen ve öncelik sıralamasını belirleyen sıralama sorularından oluşmaktadır.

Anket çalışması, Tiran Sanayi ve Ticaret Odasına kayıtlı olan sanayi firmaları üzerinde yapılmıştır. TSTO' ya kayıtlı olan sanayi firmaların sayısı 341' dir. Örneklemi hesaplamak için aşağıdaki formül kullanılmıştır.[180]

[180] Renckly, R. Thomas; "Air University Sampling and Surveying Handbook", Internet Edition, April, 1996, s. 26, http://dtlweb.au.af.mil///exlibris/dtl/d3_1/apache_media/L2V4bGlicmlzL2R0bC9kM18xL2FwYWNoZV9tZWRpYS8yODYwMw==.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)

$$n = \frac{NZ^2 * .25}{[d^2 * (N-1)] + [Z^2 * .25]}$$

Burada;

n = Örneklem büyüklüğü,

N = Evren birim sayısı,

d = Tolere edilecek örneklem hata yüzdesi,

Z = Belirlenen güven aralığı için Z tablosu değeri anlamına gelmektedir.

Belirlenen evren üzerinden, hata yüzdesi 0,10 ve güven aralığı 1,6449 alınarak örneklem büyüklüğü 57 olarak hesaplanmıştır.

$$n = \frac{341 * 1{,}6449^2 * .25}{[0.1^2 * (341-1)] + [1{,}6449^2 * .25]} = 56{,}584$$

Evreni oluşturan firmalar üzerinden toplam 311 firma ile iletişim kurulmuş ancak firmaların 63 tanesi ankete yanıt vermiştir. Anket geri dönüş oranı %20 olarak gerçekleşmiştir.

Verilerin analizinde IBM SPSS 20.00 ve Excel programı kullanılmıştır. Güvenilirlik analizlerinde Chronbach Alpha güvenilirlik testi uygulanmıştır. Sonuç 0.95 güvenilirlik düzeyinde 0.822 bulunmuştur.[181] Bu çalışmada bulunan α katsayısı 0.822 olduğundan, ölçeğin yüksek derecede güvenilir olduğu söylenebilir.

[181] Güvenilirlik analizi sonuçları EK-2' de verilmiştir.

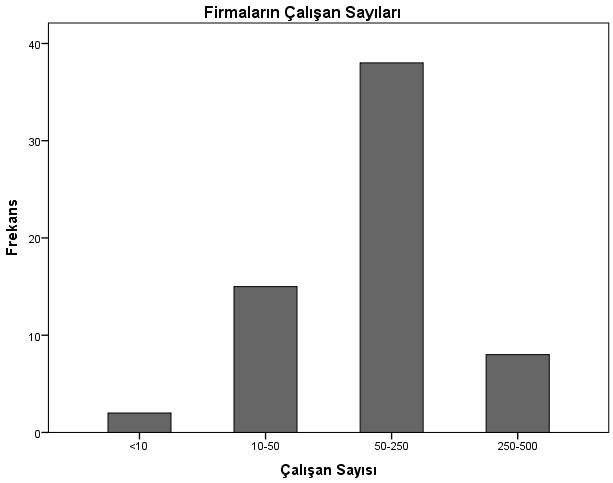
3.5 Anket Verilerinin Analizi ve Değerlendirilmesi

3.5.1 Ankete Katılan Firmaların Özellikleri

Anket uygulamasından elde edilen verilere göre katılan firmalar, çalışan sayıları, hukuki yapıları, faaliyet yılları ve net satış gelirleri dikkate alınarak sınıflandırılmıştır. Ankete katılan firmaların özellikleri şekil 3.5.1.1' de gösterilmiştir.

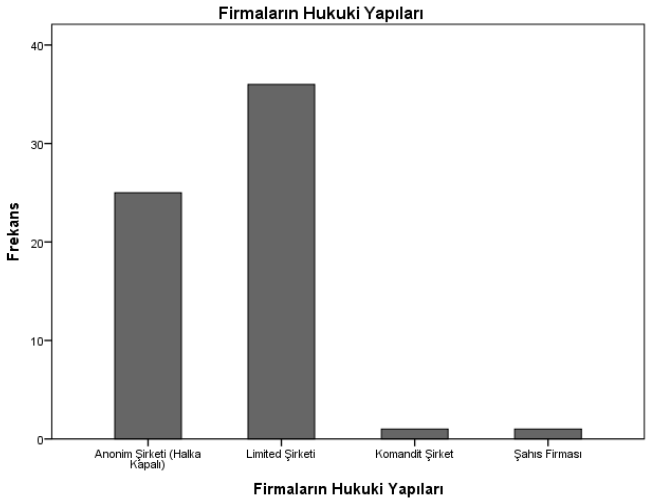
Şekil 3.5.1.1 Ankete Katılan Firmaların Özellikleri

a)



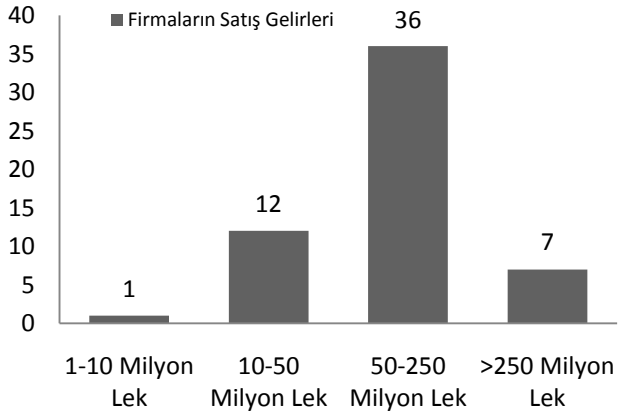
Çalışan Sayısı	Frekans	%
<10	2	3,2
10-50	15	23,8
50-250	38	60,3
250-500	8	12,7
Total	**63**	**100**

b)



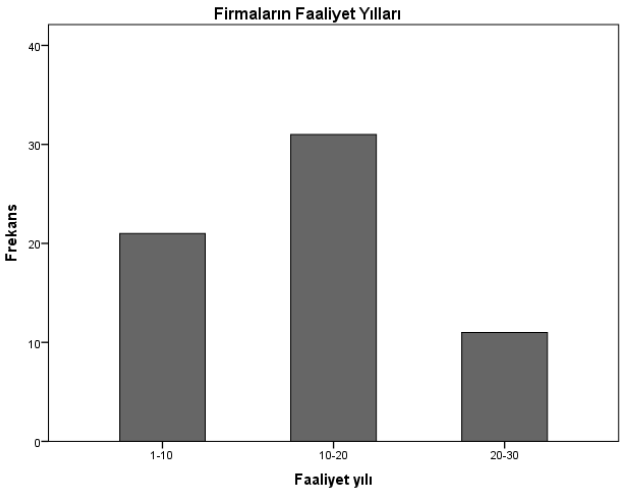
Firmanın Hukuki Yapısı	Frekans	%
Anonim Şirketi (Halka Kapalı)	25	39,7
Limited Şirketi	36	57,1
Komandit Şirket	1	1,6
Şahıs Firması	1	1,6
Total	**63**	**100**

c)



Firmaların Satış Gelirleri (Milyon Lek)	Frekans	%
1-10	1	1,8
10-50	12	21,4
50-250	36	64,3
250'den fazla	7	12,5
Total	**56**	**100**

d)



Faaliyet Yılları	Frekans	%
1-10	21	33,3
10-20	31	49,2
20-30	11	17,5
Total	**63**	**100,0**

Firmaların çalışan sayısı ölçek büyüklüğünün belirlenmesi açısından en önemli göstergedir. Arnavutluk' ta KOBİ' lerin tanımı, çalışan sayısı açısından Avrupa Komisyonu Girişimcilik ve Sanayi' nin[182] sınıflandırılmasına uymaktadır. Ancak çalışan sayısı uyarken satış geliri Avrupa Komisyonu' nun belirlenmiş olduğu değerlerin çok altında kalmaktadır. Arnavutluk' ta, çalışan sayısı 1 ile 10 arasında olan ve yıllık satış hasılatı 10 milyon Lek[183] altında olan firmalar çok küçük ölçekli firmalar; çalışan sayısı 10 ile 50 arasında olan ve yıllık satış hasılatı 50 milyon Lek altında olan firmalar küçük ölçekli firmalar ve çalışan sayısı 50 ile 250 arasında olan ve yıllık satış hasılatı 250 milyon Lek altında olan firmalar orta ölçekli firmalar olarak sınıflandırılmaktadır.[184] Bu tanıma göre, örneklemi oluşturan firmaların 2' si çok küçük ölçekli, 15' i küçük ölçekli, 38'i orta ölçekli ve 8' i büyük ölçekli olarak sınıflandırılmıştır. Dolayısı ile, örneklemi oluşturan firmaların 55' i veya % 87,3' ü KOBİ' lerden ve 8' i veya % 12,7' si büyük ölçekli firmalardan oluşmaktadır.

Firmalar, hukuki yapılarına göre sınıflandırıldığında, %39,7 oranında anonim şirket, %57,1 oranında limited şirket, %1,6 komandit şirket ve %1,6 tek kişi şahıs şirket olarak faaliyet göstermektedir.

Yıllık satış hasılatlarına göre sınıflandırıldığında, firmaların %1,8' i 1 ile 10 Milyon Lek, % 21,4' ü 10 ile 50 Milyon Lek, %64,3' ü 50-250 Milyon Lek ve %12,5' i 250 Milyon Lek' ten fazla satış gelirine sahiptir.

---

[182] European Commission, "The new SME definition", http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_en.pdf (Erişim tarihi: 01.02.2013)

[183] 1 Euro=141,44 Lek (Kaynak: http://www.bankofalbania.org/, Erişim Tarihi: 10.06.2013)

[184] Italian Embassy-Office for Development Cooperation, "Financial and Non-Financial Tools Supporting SMEs", s. 125, http://www.italcoopalbania.org/pdf/20120301105442_studio20idra_web.pdf (Erişim tarihi: 01.02.2013)

Faaliyet yıllarına göre değerlendirildiğinde, firmaların % 17,5' i 20 ile 30 yıl arasında bir sürede, % 49,2' si 10 ile 20 yıl arasında bir sürede ve %33,3' ü son 10 yılda faaliyet göstermektedirler. Büyük ölçekli firmaların %50' sine tekabül eden 4 firmanın son 10 yılda kurulduğu görülmektedir. Örneklemde, 30 yıldan daha uzun sürede faaliyette bulunan firma bulunmamaktadır. Bu olgunun, ikinci bölümde bahsedilen Arnavutluk' un komünizm döneminde izlenen kamulaştırma politikalarının sonucunda, özel mülkiyetin yok olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

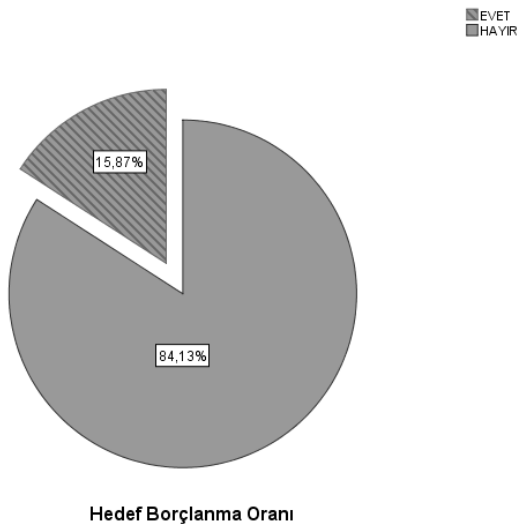
Anket cevaplarının finansal kararları alan merci tarafından verilmesi istenmiştir ve cevaplarının büyük çoğunluğu firmaların ortakları tarafından yapılmıştır. Örneklemin büyük bir çoğunluğunun KOBİ' lerden oluştuğunu göz önünde de bulundurarak, söz konusu şirketlerin uzman personel istihdamı konusuna özen göstermediğini söyleyebiliriz.

3.5.2 Finansal Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Analizi

3.5.2.1 Firmaların Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumu

Denge teorisine göre, firmaların önceden belirledikleri borç-özsermaye oranları vardır ve firmalar, borçlanma miktarını bu orana göre ayarlamaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise firmaların önceden belirlediği bir hedef borçlanma oranı yoktur. Arnavutluk' ta faaliyet gösteren firmaların bu konuya dikkat edip etmedikleri ve dolayısı ile hedef borçlanma oranına yönelik tutumları, borçlanma miktarı ile ilgili planlama yapılıp yapılmadığı ve sermaye yapısı kararlarının nasıl şekillendiği araştırılmıştır. Firmalara hedef borçlanma oranlarının olup olmadığı sorusuna alınan yanıtlar şekil 3.5.2.1' de gösterilmektedir.

Şekil 3.5.2.1 Ankete Katılan Firmaların Borçlanma Oranı



Firmaların % 15,87' sine tekabül eden 10 firma hedef borçlanma oranının bulunduğunu, % 84,13' üne tekabüle eden 53 firma ise hedef borçlanma oranının bulunmadığını belirtmişlerdir. Hipotez 1' i test etmek amacıyla tek örneklem istatistik testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre (p:0,000) Hipotez 1' in boş hipotezi olan H_0 reddedilmiştir ve alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. Dolayısı ile hedef borçlanma oranına sahip firmaların hedef borçlanma oranına sahip olmayan firmaların oranı ile eşit olmadığı sonucuna varılmıştır. İstatistik testinden elde edilen örneklemin ortalamasının değerinin 1,84 olması, hedef borçlanma oranının bulunmadığını belirten firmaların oranının daha yüksek olduğunu göstermektedir.

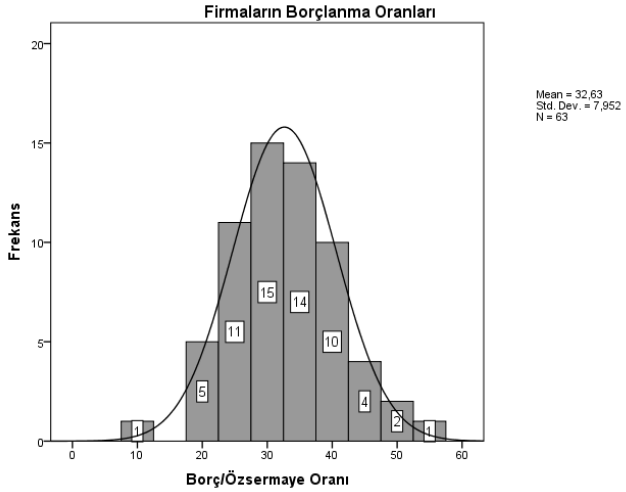
Finans literatüründe hedef borçlanma oranına sahip olmak, denge teorisine olan uyumun bir göstergesi olarak düşünüldüğünden, ankete katılan firmalar denge teorisine uyum göstermemektedir. Örneklemi oluşturan firmaların büyük çoğunluğunun hedef borçlanmalarının bulunmaması, bu firmaların optimal sermaye yapısını oluşturmada borç kullanımının avantajları ile maliyetlerini dengeleme

kaygısında olmadıklarını göstermektedir. Firmaların büyük çoğunluğunun finansal hiyerarşi teorisine uyumlu olarak davrandığı görülmektedir.

3.5.2.2 Firmaların Borçlanma Oranı

Firmaların borçlanma oranlarının dağılımı şekil 3.5.2.2' de verilmiştir. Örneklemi oluşturan firmalar ortalama %32,63 oranında borçlanmaktadır.

Şekil 3.5.2.2 Firmaların Borç/Özsermaye Oranı



Denge teorisi, büyük ve daha tecrübeli firmaların borçlanma oranlarının daha yüksek olacağını öngörmektedir.[185] Finansal hiyerarşi teorisi ise firmaların borçlanma oranı ile firma büyüklüğü arasında negatif bir ilişki olacağını öngörmektedir.[186] Rajan ve Zingales[187] ile Frank ve Goyal[188] çalışmalarında firma büyüklüğü ile borçlanma oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna

[185] M. Z Frank, V. K. Goyal, "Capital structure decisions: Which factors are reliably important?", *Financial Management*, 2009, No. 38, pp. 1-37, s. 16
[186] M. Z. Frank, V. K. Goyal, "Trade-off and pecking order theories of debt", February 10, 2005, s. 38, http://www.tc.umn.edu/~murra280/WorkingPapers/Survey.pdf (Erişim tarihi 15.05.2013)
[187] R. Rajan, L. Zingales , "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, 1995, Vol. 50, No. 5, pp. 1421-1460.
[188] M. Z Frank, V. K. Goyal, 2009

varmışlardı. Fakat çalışmamızda firma ölçeği ile borçlanma oranı arasında yapılan Pearson korelasyon analizi sonucunda istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki (p:0,507 > 0,05) bulunmamıştır. Bu konu ile ilgili kurulan Hipotez 2' nin H_0 hipotezi reddedilemez. Bu çalışmada firmaların büyüklük ölçeği ile borçlanma oranı arasında bir ilişki bulunmadığını söyleyebiliriz.

Anila Çekrezi' nin, firma özelliklerinin sermaye yapısı kararlarında etkisini araştırmak üzere Arnavutluk' ta farklı sektörlerde faaliyet gösteren 65 firma üzerinde yaptığı ampirik çalışmasında ise borçlanma oranı ile firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. [189] Bu çalışmadan elde edilen bulgular, bu sonucu destekler nitelikte değildir.

Firmanın borçlanma miktarını etkileyen faktörler, 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç önemli değil - Çok Önemli" tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Firmaların borçlanma miktarını önemli bir derecede etkilediğini belirttikleri faktörler tablo 3.5.2.2' de gösterilmektedir. Firmanın kredi değerliliği, firmanın satışları ve nakit akımının değişkenliği, müşteri ve hammadde sağlayıcıların güvenini olumsuz etkilememek ve finansal esnekliği sağlamak firmaların borç miktarını belirlemelerinde en çok önem verdikleri faktörlerdir.

[189] A. Çekrezi, "Impact of Firm Specifis Factors on Capital Structure Decision: An Empirical Study of Albanian Firms", *European Journal of Sustainable Development,* 2 Nisan 2013, ISSN:2239-5938, pp.135-148, s. 146

Tablo 3.5.2.2 Ankete Katılan Firmaların Borçlanma Miktarını Etkileyen Faktörler

Borçlanma miktarını etkileyen faktörler	Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Firmanın kredi değerliliği	4,56	,590	,000
Firmanın satışları ve nakit akımının değişkenliği	4,51	,504	,000
Müşteri ve hammadde sağlayıcılarının güvenini olumsuz etkilememek	4,38	,490	,000
Finansal esnekliği sağlamak	4,37	,485	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında firmaların satışları ile nakit akımlarındaki değişkenliğinin borçlanma politikası üzerinde etkili olduğu belirtmiştir. Pinegar ve Wilbricht (1989) çalışmasında da finansal esneklik, firmaların borçlanma politikasında önemli bir belirleyici faktör olarak değerlendirilmiştir.[190] Bu çalışma, firmaların satışları ile nakit akımlarındaki değişkenliğinin önemini vurgulaması bakımından Graham ve Harvey (1999) çalışmalarına ve finansal esnekliğin sağlanmasının önemini vurgulaması bakımından Pinegar ve Wilbricht (1989) çalışmalarına uyum göstermektedir.

[190] J. M. Pinegar, L. Wilbricht, "What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey", *Financial Management*, Winter 1989, Vol. 18, 4 pp. 82-91, s. 88

3.5.2.3 Firmaların Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği

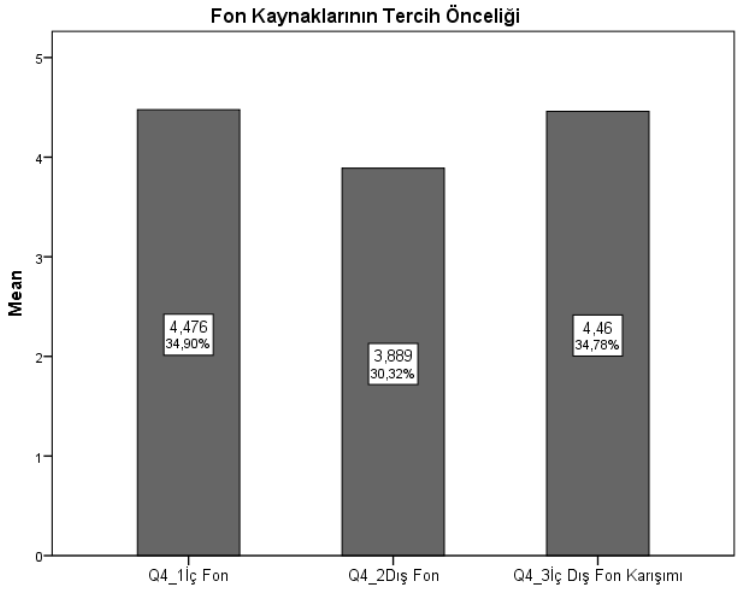
Firmaların fon kaynakları arasında seçim yaparken, öncelikli olarak iç fon kaynaklarının kullanılması, Myers (1984) tarafından önerilmiştir. Myers' a göre firmalar finansman ihtiyacı duyduklarında, öncelikle iç fon kaynaklarının kullanılması; iç kaynaklarının yetersiz olması durumunda ise tahvil ihracı yoluna gidilmesi ve daha sonra hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller gibi karma borçlanma araçlarını ve en son olarak hisse senedi ihracının tercih edilmesi gerekmektedir. Söz konusu sıralama, finansal hiyerarşi teorisini oluşturmuştur. Ankete katılan firmaların finansal hiyerarşi teorisine yakınlığını tespit etmek amacıyla fon kaynaklarının tercih sırası araştırılmıştır. Örneklemi oluşturan firmaların tahvil ve hisse senedi ihracı etmemelerinden dolayı, söz konusu fon kaynakları, 5' li Likert tipi (Hiç bir zaman - Daima) ölçek üzerinden araştırılan fon kaynağı tercih sıralaması sorusunun seçeneklerine eklenmemiştir. Orta değer 3 olarak belirlenmiştir. Fon kaynağı tercih sırası sorusuna ilişkin firmaların cevapları tablo 3.5.2.3.1' de ve şekil 3.5.2.3.1' de gösterilmektedir.

Tablo 3.5.2.3.1 Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği

Fon Kaynakları	Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
İç Fon Kaynakları	4,48	,535	,000
Dış Fon Kaynakları	3,89	,650	,000
İç Dış Fon Kaynakları Karışımı	4,46	,534	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2- Nadiren, 3-Bazen, 4- Genellikle, 5- Daima

Şekil 3.5.2.3.1 Fon Kaynaklarının Tercih Önceliği



Örneklemi oluşturan firmaların fon kaynağı tercih sıralaması, iç fon kaynakları, iç ve dış fon kaynakları karışık kullanımı ve son olarak dış fon kaynaklarının kullanımı olarak görülmektedir. Firmalar fon kaynağı tercih sırasında öncelikli olarak iç fon kaynaklarını, daha sonra iç ve dış fon kaynaklarının karışımını kullanmaktadır. Bu sıralama, örneklemi oluşturan firmaların finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu davrandığını göstermektedir. Allen (1991) çalışmasında firmaların fon kaynağı tercih sıralaması, öncelikli olarak iç fon kaynakları ve daha sonra iç ve dış fon kaynaklarının karışımı şeklinde belirtilmiştir.[191] Pinegar ve Wilbricht (1989) çalışmalarında da firmaların öncelikli olarak iç fon kaynakların tercih ettiklerini ve sabit bir borçlanma oranı yerine, finansal hiyerarşi teorisine uyum gösterdiklerini

[191] D. E. Allen, "The Determinants of The Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective", *Australian Journal of Management,* December, 1991, Vol. 16, No. 2, s. 114.

belirtmişlerdir.[192] Bu çalışmadan elde edilen veriler Allen (1991) ve Pinegar ve Wilbricht (1989) çalışmaları ile uyum göstermektedir.

Firmaların, iç fon kaynakları ile dış fon kaynakları konusundaki tercihleri tablo 3.5.2.3.2' de gösterilmektedir.

Tablo 3.5.2.3.2 Firmaların İç Fon - Dış Fon Kaynakları Tercihleri

		3	4	5	Toplam
İç Fon Kaynakları	**Frekans**	1	31	31	**63**
	%	1,6	49,2	**49,2**	**100**
Dış Fon Kaynakları	**Frekans**	17	36	10	**63**
	%	27,0	57,9	**15,9**	**100**

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Fon kaynağı tercih sıralamasında daima iç fonu tercih eden firmaların sayısı 31 iken, daima dış fonu tercih eden firmaların sayısı 10' dur. Bu rakamlar toplam firmaların içinde sırasıyla %49,2 ve %15,9 oranlarına tekabül etmektedir. Tablo 3.5.2.3.3' te gösterildiği gibi, hedef borçlanma oranına sahip olmayan 53 firmadan 28' i fon kaynaklarından öncelikli olarak iç fonu tercih ettiklerini belirtmişlerdir. Bu rakam, hedef borçlanma oranına sahip olmayan 53 firmanın % 52,83' üne tekabül etmektedir.

[192] J. M. Pinegar, L. Wilbricht, 1989, s. 89

Tablo 3.5.2.3.3 Daima İç Fonu Tercih Eden Firmalar * Hedef Borçlanma Oranına Sahip Olmayan Firmalar

		Hedef Borçlanma Oranına Sahip Olmayan Firmalar		Total
		,00	2,00	
Daima İç Fon	,00	7	25	32
	5,00	3	**28**	31
Total		**10**	**53**	**63**

Firmaların iç fon kaynakları ile dış fon kaynakları tercihleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunup bulunmadığını test etmek amacıyla eşleştirilmiş örneklem testi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre (p:0,000) Hipotez 3' ün boş hipotezi H_0 reddedilmiştir ve alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. Firmaların iç fon kaynakları ile dış fon kaynakları tercihleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık vardır sonucuna ulaşılmıştır. İç fon kaynaklarının tercih ortalaması, dış fon kaynaklarının tercih ortalamasından daha yüksek ortalamaya sahip olmasından dolayı firmalar iç fon kaynaklarını dış fon kaynaklarına göre daha çok tercih etmektedir.

3.5.2.4 Özsermaye Kullanımının Tercih Edildiği Durumlar

Örneklemi oluşturan firmaların özsermaye kullanımını tercih ettikleri durumlar araştırıldıktan sonra elde edilen veriler tablo 3.5.2.4' te gösterilmiştir. Bu verilere göre firmaların, öncelikli olarak, yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yaratması durumunda, genişleme politikalarında ve son olarak şirket devralmalarında özsermaye kullanımını tercih ettikleri görülmektedir.

Tablo 3.5.2.4. Firmaların Özsermaye Kullanımını Tercih Ettiği Durumlar

	Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Genişleme politikalarında	3,59	,816	,000
Şirket devralmalarında	3,03	1,077	,000
Yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yarattığı durumlarda	4,06	,738	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Firmaların genişleme politikalarında ve devralma durumunda ihtiyaç duyulan finansmanın özsermaye ile karşılamayı tercih etmelerinin nedeni olarak, yüksek borçlanmanın getirdiği risk ve maliyetlerinden uzak durmak istemeleri tahmin edilmektedir.

3.5.2.5 Borçlanma Politikasını Etkileyen Faktörler

Ankete katılan firmalarının borçlanma politikasını etkileyen faktörler, 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç önemli değil - Çok önemli" tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Değerlendirmede orta değer "3" olarak belirlenmiştir. Tablo 3.5.2.5.1' de firmaların borç kullanma politikasını etkileyen faktörlerin değerlendirmeleri gösterilmektedir. Örneklemi oluşturan firmalar, firma itibarının korunmasını, firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliğini, iç kaynaklarının yetersiz olmasını, finansal esnekliğinin sağlanmasını ve piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olmasını önemli faktörler olarak belirtmişlerdir.

Tablo 3.5.2.5.1 Firmaların Borçlanma Politikasını Etkileyen Faktörler

	Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması	4,43	,615	,000
Borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanışı	1,75	,621	,000
Finansal sıkıntı ve iflas riski	1,83	,993	,000
Sektörde bulunan firmaların ortalama borçlanma oranı	1,49	,504	,000
Finansal esnekliğinin sağlanması	4,30	,496	,000
Firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanabilmesi	2,08	,576	,000
Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması	4,21	,481	,000
Şirket yönetiminin paylaşılmasının riski	1,70	,528	,000
Firma itibarının korunması	4,79	,446	,000
Firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği	4,48	,535	,000
Hissedarların ödedikleri kişisel vergi oranı	1,71	,455	,000
Şirket üzerinden alınan vergi oranı	1,92	,848	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç önemli değil, 2, 3, 4, 5- Çok önemli

Finans literatüründe finansal esnekliğinin sağlanması, borçlanma politikasını etkileyen önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Pinegar ve Wilbricht (1989) çalışmasında da finansal esneklik, firmaların borçlanma politikasında önemli bir belirleyici faktör olarak değerlendirilmiştir.[193] Bu çalışma, firmalar tarafından finansal esnekliğinin önemli bir faktör olarak değerlendirilmesi yönünden Pinegar ve Wilbricht (1989) çalışması ile uyum göstermektedir.

[193] J. M. Pinegar, L. Wilbricht, 1989, s. 88

Firmaların fon kaynaklarında öncelikli olarak dış fon kullanmalarının nedenlerini araştırmak üzere çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Bu analizde bağımsız değişken olarak firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması, finansal esnekliğinin sağlanması, piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması ve firma itibarının korunması belirlenmiştir. Bağımlı değişken ise öncelikli olarak dış fonun tercih edilmesidir. Regresyon analizinden elde edilen sonuç denklem 1' de gösterilmektedir. Regresyon analizinden elde edilen sonuçlara göre, Hipotez 4' ün boş hipotezi olan H_0 reddedilmiştir ve alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. Buna göre, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında %21,2 (R^2: 21,2) oranında doğrusal ilişki bulunmaktadır (p:0,007<0,01). Firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması, finansal esnekliğinin sağlanması, piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması ve firma itibarının korunması faktörlerinin dış fon kullanma tercihindeki değişimin %21,2' sini açıklamaktadır.

Denklem (1); DFK = 9,406 + 0,221*FİKYO - 0,527*FES - 0,256*FİK + 0,247*PFOSDO

Denklem 1' de gösterildiği gibi, firmalar, finansal esnekliği sağlamak ve firma itibarını korumak amacı ile dış fon kullanmaktan kaçınmaktadır. Firmalar, iç kaynakların yetersiz olması ve piyasa faiz oranlarının düşük olması nedeniyle borç kullanmaya yönelmektedir. Finansal esnekliğinin sağlanması ile firmalar, atıl fonlarını minimum düzeye indirerek kaynak maliyetini ve firma karlılığını olumlu yönde etkileyebilmektedirler. Finansal esnekliğinin sağlanması, firmaların zor zamanlarda finansman yaratmaları açısından önemlidir. Söz konusu faktörün önemli

olarak değerlendirilmesi, ankete katılan firmaların bu konuya olan duyarlılığının bir göstergesi olarak düşünülmektedir. Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması faktörünün önemli olarak değerlendirilmesinin nedeni firmaların eski borçlarını yenilemeleri ve finansal esnekliği sağlayabilmeleri olarak düşünülmektedir. Finansal hiyerarşi teorisi dinamik bir sermaye yapısı önermektedir. Örneklemi oluşturan firmaların finansal esnekliğinin sağlamasına verdikleri önem dikkate alındığında, bu firmaların finansal hiyerarşi teorisine uygun davranışlar sergiledikleri görülmektedir.

Denge teorisine göre firmalar, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı ile iflas ve finansal sıkıntı riski arasında optimal bir denge bulmaya çalışmaktadırlar. Bu teori, firmaların dengeye ulaşıncaya kadar borçlanma yoluna gitmelerini savunmaktadır. Finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, firmaların satışları ve nakit akımının düzenliliği denge teorisini açıklayan faktörlerdendir. Çalışmada, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak dış fon kaynaklarının tercih edilmesi ile borç kullanma politikasını etkileyen faktörlerden denge teorisini açıklayanlar arasında ilişki olup olmadığı çoklu regresyon analizi ile araştırılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak, finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi, borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, firmaların satışları ve nakit akımının düzenliliği belirlenmiştir. Bağımlı değişken ise, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak dış fon kaynaklarının tercih edilmesi olarak belirlenmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı (p:0,254>0,01) bir ilişki bulunmadığını ve söz konusu faktörlerin, öncelikli olarak dış fon kaynaklarını tercih eden firmaların borçlanma politikasını açıklama gücünün bulunmadığı söyleyebiliriz. Hipotez 5' ün boş hipotezi olan H_0

reddedilemez. Dolayısı ile, firmaların bu konuda da denge teorisine uyum göstermediğini söyleyebiliriz.

Tablo 3.5.2.5.1' de gösterildiği gibi, firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği faktörü hariç, denge teorisini açıklayan faktörlerin firmalar tarafından önemli olmayan faktörler olarak değerlendirilmiştir. Literatürde, borçlanma politikasını belirlerken, firmaların, satışları ve nakit akımları düzenliliği konusunda dikkat etmeleri gerektiği vurgulanmaktadır. Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında firmaların satışları ile nakit akımlarındaki değişkenliğinin borçlanma politikası üzerinde etkili olduğu belirtmiştir. Bu çalışma, ankete katılan firmaların söz konusu faktörü önemli olarak değerlendirmeleri açısından Graham ve Harvey' in (1999) çalışmaları ile uyum göstermektedir. Finansal sıkıntı ile iflas riski faktörünün önemli olmayan bir faktör olarak değerlendirilmesi, firmaların finansman gereksinimlerini dış kaynaklar yerine iç kaynaklardan sağlamalarının göstergesi olarak düşünülmektedir. Bu çalışma, finansal sıkıntı ve iflas riskinin önemli bir faktör olmadığı sonucuna ulaşılan Graham ve Harvey (1999) çalışmaları[194] ve Pinegar ve Wilbright (1989) çalışmaları ile uyum göstermektedir. Ankete katılan firmalar, borç kullanım düzeyinin ortaklar tarafından algılanışı, sektörde bulunan firmaların ortalama borçlanma oranı, firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanabilmesi, şirket yönetiminin paylaşılmasının riski ve ortakların ödedikleri kişisel vergi oranları faktörlerini önemli olmayan faktörler olarak değerlendirmiştir. Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanabilmesi önemli bir faktör olarak değerlendirilirken ortakların ödedikleri kişisel vergiler önemli olmayan bir faktör

[194] J. R. Graham, C. R. Harvey, "The Theory and Practise of Corporate Finance: Evidence from the field", *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, December 8 1999, s. 10

olarak değerlendirilmiştir.[195] Bu konuda, Pinegar ve Wilbright (1989) çalışmaları ile Graham ve Harvey (1999) çalışmaları aynı sonuca ulaşmışlardır.

Borçlanma politikasını etkileyen faktörlerin, firmaların ölçeğine göre farklılık gösterip göstermediğini araştırmak ve Hipotez 6' yı test etmek amacı ile varyans analizi yapılmıştır. Tablo 3.5.2.5.2' de gösterildiği üzere test sonucunda sadece finansal sıkıntı ve iflas riski faktörü firmaların ölçeğine göre istatistiksel olarak anlamlı farklılık göstermektedir (p:0,039). Diğer faktörlerin ortalamaları firma ölçeğine göre istatistiksel olarak anlamlı olmayan farklılıklar göstermektedir. Bunun nedeni bu çalışmanın örnekleminde bulunan büyük firmaların sayısının az olduğu tahmin edilmektedir.

[195] J. R. Graham, C. R. Harvey, 1999, s. 10

Tablo 3.5.2.5. 2 Borç Kullanma Politikasını Etkileyen Faktörlerinin Firma Ölçeğine Göre Değerlendirilmesi

		Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması	KOBİ	4,45	,603	0,384
	Büyük Firmalar	4,25	,707	
Borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanışı	KOBİ	1,75	,645	0,985
	Büyük Firmalar	1,75	,463	
Finansal sıkıntı ve iflas riski	KOBİ	1,73	,952	0,039
	Büyük Firmalar	2,50	1,069	
Sektörde bulunan firmaların ortalama borçlanma oranı	KOBİ	1,47	,504	0,429
	Büyük Firmalar	1,63	,518	
Finansal esnekliğinin sağlanması	KOBİ	4,29	,497	0,658
	Büyük Firmalar	4,38	,518	
Firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanabilmesi	KOBİ	2,04	,576	0,121
	Büyük Firmalar	2,38	,518	
Firmanın yüksek oranda ve düşük maliyetli borç sağlayabilmesi	KOBİ	4,22	,567	0,60
	Büyük Firmalar	4,63	,518	
Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması	KOBİ	4,20	,487	0,786
	Büyük Firmalar	4,25	,463	
Şirket yönetiminin paylaşılmasının riski	KOBİ	1,75	,517	0,063
	Büyük Firmalar	1,38	,518	
Firma itibarının korunması	KOBİ	4,76	,470	0,163
	Büyük Firmalar	5,00	,000	
Firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği	KOBİ	4,51	,505	0,203
	Büyük Firmalar	4,25	,707	
Hissedarların ödedikleri kişisel vergi oranı	KOBİ	1,71	,458	0,815
	Büyük Firmalar	1,75	,463	
Şirket üzerinden alınan vergi oranı	KOBİ	1,87	,818	0,243
	Büyük Firmalar	2,25	1,035	
Firmanın piyasa değerinin düşmesi durumu	KOBİ	4,53	,504	0,894
	Büyük Firmalar	4,50	,756	

Büyük ölçekli firmalarda finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerinin küçük ve orta ölçekli firmalara göre daha önemli bir faktör olarak değerlendirildiği görülmektedir. Küçük ve orta ölçekli firmalara göre borçlanma imkanları daha fazla olan büyük firmaların borçlanma oranlarının yükselmesi durumunda finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine daha çok önem verdiği görülmektedir. Bu nedenle firma itibarının korunmasının büyük firmalarda daha önemli bir faktör olarak değerlendirildiği düşünülmektedir. İç kaynaklarının yetersiz olması faktörü ise küçük ve orta ölçekli firmalarda büyük firmalara göre küçük bir farkla olsa bile daha önemli bir faktör olarak gösterilmiştir. Bu konuda çalışma, Graham ve Harvey (1991) çalışmaları ile uyum göstermektedir. Fakat Graham ve Harvey (1991) çalışmalarında bu iki oran arasında daha büyük bir farklılık bulunmuştur.

3.5.2.6 Firmaların Fon Kaynaklarının Vadesine Yönelik Tercihi

Fon kaynaklarının vadesine yönelik tercihlerini araştıran soru ile firmaların faiz oranlarındaki dalgalanmalara olan duyarlılığı ile firmaların varlıklar ile kaynakların zaman uyumunu sağlayacak politika izlenip izlenmediği konusunda bilgi almaya çalışılmıştır. Ankete katılan firmalarının fon kaynaklarının vadesine yönelik tercihleri, 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç bir zaman - Daima" tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Tablo 3.5.2.6.1' de firmaların bu soruya ilişkin verdikleri cevaplar gösterilmektedir.

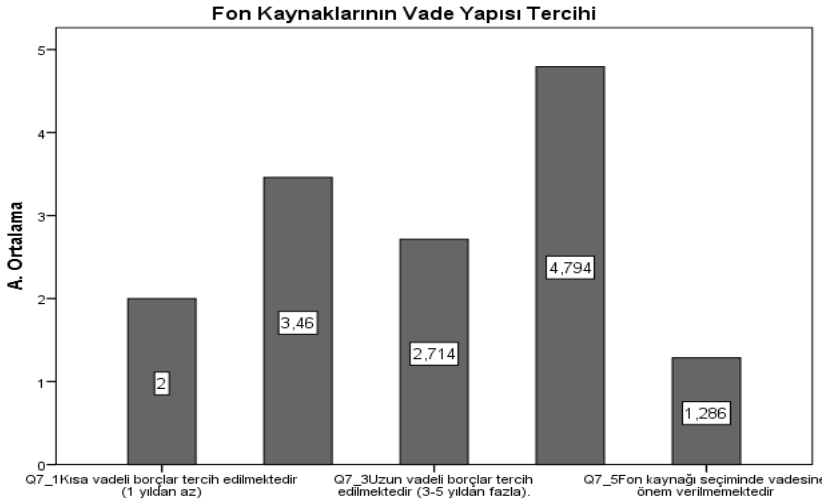
Tablo 3.5.2.6.1 Firmaların Fon Kaynaklarının Vadesine Yönelik Tercih

	Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Kısa vadeli borçlar tercih edilmektedir (1 yıldan az)	2,00	,596	,000
Orta vadeli borçlar tercih edilmektedir (1-3 yıl arası)	3,46	,591	,000
Uzun vadeli borçlar tercih edilmektedir (3-5 yıldan fazla).	2,71	,490	,000
Firma kaynakları ve varlıklarıyla uyumlu politika izlemektedir	4,79	,408	,000
Fon kaynağı seçiminde vadesine önem verilmemektedir	1,29	,455	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Firmaların fon kaynaklarının vadelerine ilişkin tercih sıralaması, vadeleri 1 ile 3 yıl arasında olan orta vadeli borçlar, vadesi 3 ile 5 yıl arasında olan uzun vadeli borçlar ve vadesi 1 yıldan az olan kısa vadeli borçlar şeklinde gerçekleşmiştir.

Şekil 3.5.2.6.1 Fon Kaynaklarının Vade Yapısı Tercihi



Firmalar, fon kaynaklarının vade seçiminde, varlıkları ile kaynakları arasında uyumlu politika izlemektedir. Sorunun bu seçeneği diğer seçeneklerine göre en yüksek ortalamasına (A.O=4,79) sahiptir. Firmaların en çok orta vadeli, bazen uzun vadeli ve daha az kısa vadeli borçları tercih ettikleri görülmektedir.

Firmaların vade tercihlerini belirleyen faktörleri 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç bir zaman - Daima" tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Firmaların vade tercihlerini etkileyen faktörlerin değerlendirilmesi tablo 3.5.2.6.2' de gösterilmektedir.

Tablo 3.5.2.6.2 Firmaların Vade Tercihlerini Belirleyen Faktörler

	A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Kısa vadeli borcun faiz oranı, uzun vadeli borcun faiz oranından düşük olduğu zaman kısa vadeli borç kullanırız.	3,44	,590	,000
Piyasa faiz oranlarının düşmesinin beklenildiği durumlarda kısa vadeli borç kullanırız.	3,51	,716	,000
Yeniden borç sağlama riskini azaltmak için uzun vadeli borç kullanırız	2,84	,820	,000
Borçla finanse edilecek varlığın vade uyumunu sağlarız	4,48	,859	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Firmalar, piyasa faiz oranlarının düşmesinin beklendiği durumlarda ve uzun vadeli borcun faiz oranı kısa vadeli borcun faiz oranından yüksek olması halinde kısa vadeli borç kullandıklarını belirtmişlerdir.

Firmaların en çok orta ve uzun vadeli borçlanmayı tercih etmelerinin birinci açıklaması, varlıkları ile kaynakları arasında uyumlu bir politika izlemelerini dikkate alarak, ankete katılan firmaların çoğunun maddi duran varlıklarını borçla

finanse ettikleri düşünülmektedir. Orta vadeli fon kaynaklarının tercih edilmesinin bir başka nedeni, firmaların, kötü zamanlarda yeniden borçlanma riskini azaltmak istemeleri görülmektedir. Bunların dışında, firmaların, piyasa faiz oranlarının yükselmesinin beklenildiği bir dönemde olmaları düşünülmektedir. Fon kaynaklarının seçilmesinde etkili olan faktörlerin önem sırasını sırasıyla ilgili olarak, ankete katılan firmalar, maliyet, zaman uyumu ve esneklik faktörlerini önemli olarak değerlendirmiştir. Bu değerlendirmede, maliyetin en önemli faktör olması, firmaların orta ve uzun vadeli kaynaklarını tercih etmelerinin nedeni piyasa faiz oranlarının yükselme beklentisinden dolayı olduğu fikrini desteklemektedir.

Tablo 3.5.2.6.3 Firma Ölçeğine Göre Fon Kaynaklarının Vade Tercihi

		A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Kısa vadeli borçlar tercih edilmektedir (1 yıldan az)	KOBİ	1,96	,607	,206
	Büyük Firmalar	2,25	,463	
Orta vadeli borçlar tercih edilmektedir (1-3 yıl arası)	KOBİ	3,40	,596	,032
	Büyük Firmalar	3,88	,354	
Uzun vadeli borçlar tercih edilmektedir (3-5 yıldan fazla).	KOBİ	2,69	,505	,324
	Büyük Firmalar	2,88	,354	
Firma kaynakları ve varlıkları ile uyumlu politika izlemektedir	KOBİ	4,82	,389	,213
	Büyük Firmalar	4,63	,518	
Fon kaynağı seçiminde vadesine önem verilmemektedir	KOBİ	1,27	,449	,557
	Büyük Firmalar	1,38	,518	

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Firmaların fon kaynaklarının vade tercihleri firma ölçeğine göre farklılık gösterip göstermediğini araştırmak ve Hipotez 7' yi test etmek amacı ile yapılan varyans analizi testin sonuçları tablo 3.5.2.6.3' te verilmiştir. Orta vadeli borçların

küçük ve orta ölçekli firmalara (A.O=3,40) göre büyük firmalar (A.O=3,88) tarafından daha çok tercih edildiği görülmektedir. Uzun vadeli borçlar için de aynı durum söz konusudur. Küçük bir farklılık ile ankete katılan küçük ve orta ölçekli firmaların büyük firmalara göre varlıkları ile fon kaynaklarının vadeleri arasında uyuma daha fazla önem verdikleri görülmektedir. Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında, varlıklar ile kaynakların zaman uyumunu sağlanmasına küçük ve orta ölçekli firmaların büyük firmalara göre daha çok önem gösterdiklerini belirtmiştir. Bu çalışmadan elde edilen sonuç, Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında elde edilen sonuç ile uyumludur.

Firmaların dış fon kaynaklarının nereden temin ettiği konusu "Hiç bir zaman-Daima" şeklinde sıralama ölçen soru ile araştırılmıştır.

Tablo 3.5.2.6.4 Dış Fonlarının Temin Edilme Kaynağı

	A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Banka	4,68	,502	,000
Satıcı kredileri	2,10	1,073	,000
Finansal kuruluşlar	3,65	1,109	,000
Kamu sektörü finansal kuruluşları	2,90	,995	,000
İş ortağı kredileri	1,67	,741	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Ankete katılan firmaların temin ettikleri fon kaynaklarının sıralaması, banka, finansal kuruluşlar, kamu sektörü finansal kuruluşları, satıcı kredileri ve iş ortağı kredileri şeklindedir. Bir önceki bölümde bahsedildiği gibi son yıllarda Arnavutluk' ta, finansal kuruluşların sayısı artmıştır ve finansman sağlama konusunda önemli bir adım atılmıştır.

3.5.2.7 Aynı Faiz Oranı İle Daha Fazla Borçlanma İsteği

Finansal hiyerarşi teorisine uyumlu bir davranış sergileyen firmalar kar ettikleri sürece dış fon kaynaklarını tercih etmeyeceklerdir. Çünkü bu teoriye göre firmaların ancak iç kaynaklarının yetersiz kalması durumunda dış fon kaynaklarını tercih etmelidir. Tablo 3.5.2.7' de firmaların bu soruya ilişkin görüşleri gösterilmektedir.

Tablo 3.5.2.7 Firmaların Aynı Faiz Oranından Borçlanma İsteği

	Frekans	%
Evet	17	27
Hayır	46	73
Total	**63**	**100**

Borçlanma maliyetinin etkilenmemesi koşulu ile daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı %73 iken daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı %27' dir. Firmaların % 73' ü borçlanma maliyetine bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak istememeleri finansal hiyerarşisine olan uyumun göstergesidir. Hipotez 8'i test etmek amacıyla tek örneklem istatistik testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre (p:0,000) Hipotez 8' in boş hipotezi olan H_0 reddedilmiştir ve alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. Dolayısı ile borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranı, daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı ile eşit olmadığı sonucuna varılmıştır. İstatistik testinden elde edilen örneklemin ortalamasının değerinin 1,73 olması, borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranının daha fazla borçlanmak isteyen firmaların oranına göre daha yüksek olduğunu göstermektedir. Allen (1991) çalışmasında borçlanma maliyetlerinde değişiklik

olmaksızın daha fazla borçlanmak istemeyen firmaların oranı %78 olarak bulunmuştur. Bu konu ile ilgili çalışmadan elde edilen veriler Allen (1991) çalışması ile uyum göstermektedir. Yukarıda açıklandığı gibi, firmaların borçlanma miktarının belirlenmesinde etkili olduğu düşünülen faktörlerin araştırılmasında, finansal esnekliğinin sağlanması ile firma kredi değerliliğinin oldukça önemli faktörler olduğu değerlendirilmişti. Bu nedenle, ankete katılan firmaların finansal hiyerarşi teorisine uygun davranışlar sergilediği düşünülmektedir.

3.5.2.8 Hazır Borç Kapasitesi Bulundurma

Firmaların ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurup bulundurmadığı konusundaki görüşleri tablo 3.5.2.8.1' de gösterilmektedir. Ankete katılan firmaların %69,8' i ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurduğunu geri kalan %30,2' si ise bulundurmadığını belirtmiştir. Firmaların gelecek dönemlerde kullanmak amacıyla boş borç kapasitesi bulundurması finansal esnekliğin sağlanmasına gösterilen özeni göstermektedir.

Tablo 3.5.2.8.1 Hazır Borç Kapasitesi Bulundurma

	Frekans	%
Evet	44	69,8
Hayır	19	30,2
Total	63	100

Hipotez 9' u test etmek amacıyla tek örneklem istatistik testi kullanılmıştır. Sonuçlara göre (p:0,000<0,05) Hipotez 9' un boş hipotezi olan H_0 reddedilmiştir ve alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. Dolayısı ile ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulunduran firmaların oranının, boş borç kapasitesi bulundurmayan firmaların oranı ile eşit olmadığı sonucuna varılmıştır. İstatistik testinden elde edilen örneklemin ortalamasının değerinin 1,30 olması, ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi

bulunduran firmaların oranının, ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurmayan firmaların oranına göre daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu konu ile ilgili olarak elde edilen sonuçlar Allen (1991) çalışması ile uyum göstermektedir.

Firmaların ihtiyat amacı ile boş borç kapasitesi bulundurma politikasının firma ölçeğine farklılık gösterip göstermediğini araştırmak ve Hipotez 10' u test etmek amacı ile yapılan varyans analizi sonuçları 3.5.2.8.2' de gösterilmektedir.

Tablo 3.5.2.8.2 Hazır Borç Bulundurma Politikaların Firma Ölçeğine Göre Farklılıkları

		A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Hazır borç bulundurma politikası	KOBİ	1,25	,440	,033
	Büyük Firmalar	1,63	,518	

Elde edilen sonuçlara göre (p:0,033<0,05) Hipotez 10' un boş hipotezi olan H_0 reddedilmiştir ve alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. Buna göre, firmaların ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulundurma politikası ölçeğine göre istatistiksel olarak farklılık göstermektedir. Küçük ve orta ölçekli firmaların finansal esnekliğin sağlanmasına daha fazla önem verdiğini görmekteyiz.

3.5.2.9 Yatırımların Değerlendirilmesinde Etkili Olan Faktörler

Ankete katılan firmaların yatırımlarının değerlendirilmesinde etkili olan faktörler, 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç önemli değil - Çok önemli" gibi tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Firmaların bu konu ile ilgili değerlendirmeleri aşağıdaki tablo 3.5.2.9.1' de gösterilmektedir.

Tablo 3.5.2.9. 1 Yatırımların Değerlendirilmesinde Etkili Olan Faktörler

	A.O.	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri(p)
Enflasyon riski	3,98	,458	,000
Faiz oranı riski(Genel faiz oranlarında artış)	1,75	,439	,000
Döviz riski	3,94	,759	,000
Dönemsel (Konjonktürel) dalgalanma riski	4,24	,429	,000
Politik riskler	3,68	,895	,000
Finansal sıkıntı riski(İflas ihtimali)	2,16	,368	,000
Ürün fiyatında olabilecek değişiklik riski	4,35	,676	,000
Kullanılan borcun miktar ve vade yapısına bağlı riskler	2,65	,919	,000
Firma büyüklüğü(küçük firmalar daha risklidir)	4,26	,723	,000
Firmanın "piyasa-defter" değeri oranı	4,16	,545	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç önemli değil, 2, 3, 4, 5- Çok önemli

Firmaların yatırımlarının değerlendirilmesinde, önem sırasına göre, ürün fiyatında olabilecek değişiklik, firma büyüklüğü, dönemsel dalgalanmalar riski, firmanın piyasa-defter değeri, enflasyon riski, döviz riski ve politik risk etkili olan faktörler olarak bulunmuştur. Faiz oranı riski yatırımların değerlendirilmesinde önemli bir faktör olarak belirlenmemiştir. Bu durumun, firmaların yatırımlarının finansmanında daha çok iç kaynakların kullanılmasından dolayı olduğu düşünülmektedir. Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında ise faiz oranı riski, döviz riski, firma büyüklüğü ve enflasyon riski önemli bir faktör olarak değerlendirilmiştir. Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında yurtdışı satışları olan firmaların döviz riskine karşı daha duyarlı olmaları beklendiği belirtilmiştir.[196] Bu çalışmada döviz riskinin önemli bir faktör olarak değerlendirilmesinin ise bir önceki bölümde

[196] J. R. Graham, C. R. Harvey, 1999 s. 9

bahsedildiği gibi Arnavutluk' ta olan Euroizasyon olgusundan kaynaklandığı düşünülmektedir.

Firmalarının yatırımlarının değerlendirilmesinde etkili olan faktörlerin, firma ölçeğine göre farklılık gösterip göstermediğini araştırmak ve Hipotez 11' i test etmek amacı ile yapılan varyans analizi sonuçları tablo 3.5.2.9.2' de gösterilmektedir. Ürün fiyatında olabilecek değişiklik ve kullanılan borcun miktar ve vade yapısına bağlı riskler firma ölçeğine göre istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar göstermektedir.

Tablo 3.5.2.9.2 Yatırımların Değerlendirilmesinde Etkili Olan Faktörlerin Firma Ölçeğine Göre Farklılıkları

		Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Enflasyon riski	KOBİ	3,98	,490	0,917
	Büyük Firmalar	4,00	,000	
Faiz oranı riski	KOBİ	1,75	,440	0,978
	Büyük Firmalar	1,75	,463	
Döviz riski	KOBİ	3,87	,771	0,080
	Büyük Firmalar	4,38	,518	
Dönemsel dalgalanmalar riski	KOBİ	4,24	,429	0,934
	Büyük Firmalar	4,25	,463	
Politik riskler	KOBİ	3,65	,886	0,519
	Büyük Firmalar	3,88	,991	
Finansal sıkıntı riski	KOBİ	2,16	,373	0,784
	Büyük Firmalar	2,13	,354	
Ürün fiyatında olabilecek değişiklik riski	KOBİ	4,42	,658	0,033
	Büyük Firmalar	3,88	,641	
Kullanılan borcun miktar ve vade yapısına bağlı riskler	KOBİ	2,56	,918	0,047
	Büyük Firmalar	3,25	,707	
Firma büyüklüğü(küçük firmalar daha risklidir)	KOBİ	4,28	,685	0,581
	Büyük Firmalar	4,13	,991	
Firmanın piyasa-defter değeri oranı	KOBİ	4,13	,546	0,233
	Büyük Firmalar	4,38	,518	

Ölçek değerleri: 1-Hiç önemli değil, 2, 3, 4, 5- Çok önemli

Küçük ve orta ölçekli firmalarda kullanılan borcun miktar ve yapısına bağlı risk faktörüne verilen önem (A.O=2,56) büyük firmalara (A.O=3,25) göre daha düşük olmaktadır. Ürün fiyatında olabilecek değişiklik faktörüne küçük ve orta ölçekli firmalarda verilen önem (A.O=4,42) büyük firmalara (A.O=3,88) göre daha yüksek olmaktadır. Yatırımların değerlendirilmesinde büyük ölçekli firmaların döviz risk faktörüne verdikleri önem(A.O=4,38) küçük ve orta ölçekli firmalara(A.O=3,87)

göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu konu ile ilgili elde edilen sonuç Graham ve Harvey (1999) çalışmaları ile uyum göstermektedir. Graham ve Harvey (1999) çalışmalarında küçük ve orta ölçekli firmaların faiz oranına verdikleri önemin döviz riskine karşı daha yüksek olduğu belirtilmiştir.[197] Bu çalışmada bu durumun tersi söz konusudur. Dolayısı ile firmaların döviz riskine karşı olan duyarlılığının nedeninin, yurtdışı satışlarının olması değil, Euroizasyon olgusu olduğu düşünülmektedir. Bu çalışmada, diğer faktörlerin firma ölçeğine göre gösterdiği farklılıklar küçük olarak değerlendirilmiştir.

3.5.2.10 Yatırımların Değerlendirilmesinde Kullanılan Yöntem

Yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan yöntemler, 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç bir zaman - Daima" gibi tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Firmaların yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan yöntemler önem sırası, Net Bugünkü Değer Analizi (NBD), Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer Analizi (DNBD), Karlılık Endeksi, Yatırımların Geri Dönüş Süresi, Duyarlılık Analizi, İç Karlılık Oranı Endeksi ve Value-at-Risk veya diğer simülasyon analizleri şeklindedir. Bu durum tablo 3.5.2.10.1' de gösterilmektedir.

[197] J. R. Graham, C. R. Harvey, 1999, s. 9

Tablo 3.5.2.10. 1 Yatırımların Değerlendirilmesinde Kullanılan Yöntem

	A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Net Bugünkü Değer Analizi (NBD)	3,62	,831	,000
İç Karlılık Oranı yöntemi (İKO)	3,03	,782	,000
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer Analizi(DNBD)	3,32	,913	,000
Duyarlılık analizi	3,11	,805	,000
Karlılık endeksi	3,17	,943	,000
Value-at-Risk veya diğer simülasyon analizleri	2,89	,805	,000
Belirli bir dönemdeki tahmini nakit giriş ve çıkışlarını hesaplarız	2,76	,756	,000
Benzer yatırımların oranları ile karşılaştırırız	2,65	,919	,000
Kişisel değer yargıları ve görüşlere dayanarak karar veririz	2,67	,672	,000
Satışlar ile tahmini bilanço kalemleri arasındaki ilişkiye bakarız	2,78	,991	,000
Yatırımın geri dönüş süresine bakarız	3,16	,937	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Yatırımların değerlendirilmesinde, yatırımın geri dönüş süresi hariç en çok tercih edilen yöntemler paranın zaman değerini dikkate alan yöntemlerdir. Yatırımların değerlendirilmesinde kullanılan yöntemlerin firma ölçeğine göre farklılık gösterip göstermediğini araştırmak ve Hipotez 12' yi test etmek üzere yapılan varyans analizi sonuçları tablo 3.5.2.10.2'de verilmiştir.

Tablo 3.5.2.10. 2 Yatırımların Değerlendirilmesinde Kullanılan Yöntemlerin Firma Ölçeğine Göre Farklılıkları

		Aritmetik Ortalama	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Net Bugünkü Değer Analizi (NBD)	KOBİ	3,67	,818	,181
	Büyük Firmalar	3,25	,886	
İç Karlılık Oranı yöntemi (İKO)	KOBİ	3,07	,790	,279
	Büyük Firmalar	2,75	,707	
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer Analizi(DNBD)	KOBİ	3,31	,920	,850
	Büyük Firmalar	3,38	,916	
Duyarlılık analizi	KOBİ	3,05	,803	,145
	Büyük Firmalar	3,50	,756	
Karlılık endeksi	KOBİ	3,09	,928	,064
	Büyük Firmalar	3,75	,886	
Value-at-Risk veya diğer simülasyon analizleri	KOBİ	2,87	,795	,680
	Büyük Firmalar	3,00	,926	
Belirli bir dönemdeki tahmini nakit giriş ve çıkışlarını hesaplarız	KOBİ	2,73	,732	,344
	Büyük Firmalar	3,00	,926	
Benzer yatırımların oranları ile karşılaştırırız	KOBİ	2,56	,918	,047
	Büyük Firmalar	3,25	,707	
Kişisel değer yargıları ve görüşlere dayanarak karar veririz	KOBİ	2,62	,680	,134
	Büyük Firmalar	3,00	,535	
Satışlar ile tahmini bilanço kalemleri arasındaki ilişkiye bakarız	KOBİ	2,73	,971	,293
	Büyük Firmalar	3,13	1,126	
Yatırımın geri dönüş süresine bakarız	KOBİ	3,09	,908	,133
	Büyük Firmalar	3,63	1,061	

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Varyans analizi sonucunda, yalnız benzer yatırımların oranları ile karşılaştırma faktörünün firma ölçeğine göre istatistiksel olarak anlamlı farklılık (p:0,047<0,05) gösterdiği bulunmuştur. Diğer faktörlerin, küçük ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan farklılıklar göstermektedir. DNBD analizi, duyarlılık analizi

ile karlılık endeksi büyük ölçekli firmalarda küçük ve orta ölçekli firmalara göre daha çok kullanıldığı görülmektedir.

3.5.2.11 Dağıtılabilecek Karların Kullanılma Şekli

Firmaların dağıtılabilecek karların nerede kullanacağının tercihi, 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç bir zaman - Daima" gibi tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Örneklemi oluşturan firmanın cevapları tablo 3.5.2.11' de verilmiştir.

Tablo 3.5.2.11 Dağıtılabilecek Karların Kullanılma Şekli

	A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Kar payı dağıtımında	3,35	,806	,000
Yeni yatırımlarda	4,63	,679	,000
Birleşme/Devralmalarda	2,40	,814	,000
Nakit olarak kasada tutulması	1,30	,586	,000
Borçları ödemede	3,95	,455	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç bir zaman, 2, 3, 4, 5- Daima

Anketten elde edilen verilere göre, firmaların dağıtılabilecek karların kullanım tercihi sırasıyla, yeni yatırımlarda, borçları ödemede, kar payı dağıtımında ve son olarak birleşme ve devralmada olarak belirlenmiştir. Firmaların dağıtılabilecek karların yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih etmeleri, finansal hiyerarşi teorisine uygun davranışlar sergilemelerinin göstergesidir.

3.5.2.12 Kar Payı Dağıtım Politikası Etkileyen Faktörler

Firmaların kar payı dağıtımı politikasında etkili olan faktörler, 5' li Likert tipi ölçek ile "Hiç önemli değil - Çok önemli" gibi tepki kategorileri üzerinden araştırılmıştır. Ankete katılan firmaların bu konu ile ilgili değerlendirmeleri tablo 3.5.2.12.1' de verilmiştir.

Tablo 3.5.2.12.1 Kar Payı Dağıtımını Etkileyen Faktörler

	A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Gelirlerde geçici bir değişiklik	3,22	,490	,000
Gelirlerde Süreklilik özelliği taşıyan değişiklik	4,38	,551	,000
Gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı	4,40	,610	,000
İstenilenden fazla nakit bulundurmak	3,22	,958	,000
Aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmaların kar payı dağıtım politikası	2,35	1,180	,000
Ortakların elde ettikleri kar paylarına uygulanan vergi oranı	3,59	,663	,000
Firmamızın yapabileceği karlı yatırımlarının var olması	4,35	,572	,000
Birleşme ve devralma stratejisi	3,29	,792	,000
Firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikasıyla tutarlı olmak	3,95	,633	,000

Ölçek değerleri: 1-Hiç önemli değil, 2, 3, 4, 5- Çok önemli

Firmaların kar payı dağıtımı politikasında etkili olan faktörlerin önem sırası; gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı, gelirlerde süreklilik özelliği taşıyan değişiklik, firmanın yapabileceği karlı yatırımların olması, firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikası ile tutarlı olmak, ortakların ödediği kişisel vergi oranı, birleşme ve devralma stratejisi ve istenilenden fazla nakit bulundurması ve gelirlerde geçici bir değişiklik şeklinde gerçekleşmiştir. Firmaların yapabileceği karlı yatırımların bulunması ile birleşme ve devralma stratejisi faktörlerinin önemli olarak değerlendirilmesi açısından bu çalışma A. Brav vd. (2003) çalışmaları ile uyum göstermektedir.[198] Firmanın yapabileceği karlı yatırımların bulunması, firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikası ile uyumlu olmaktan daha önemli görülmektedir. Bu nedenle kar payı dağıtım politikası, firmaların benimsediği politikalarla tutarlı bir şekilde davranma çabalarına rağmen, yapılabilecek karlı yatırımların bulunmasından etkilenebilmektedir.

Firmaların kar payı dağıtımı politikasını etkileyen faktörlerin belirlenmesini daha ayrıntılı bir şekilde araştırmak için çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Bu regresyon analizinde bağımlı faktör, son mali yılda kar dağıtımı yapan firmalar olarak belirlenmiştir. Bağımsız faktörler ise, gelirlerde geçici bir değişiklik, gelirlerde süreklilik özelliği taşıyan değişiklik, gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı, istenilenden fazla nakit bulundurmak, aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmaların kar payı dağıtım politikası, ortakların elde ettikleri kar payları üzerinde uygulanan vergi oranı, firmanın yapabileceği karlı yatırımlarının var olması, birleşme ve devralma stratejisi ve firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikasıyla tutarlı

[198] A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, R. Michaely, "Payout Policy in the 21st Century", *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, April 2003, Working Paper 9657, s. 12

olması olarak belirlenmiştir. Regresyon analizinden elde edilen sonuç denklem 2' de gösterilmektedir.

Denklem (2); KPD = 4,778 - 0,113*GGD - 0,012*GSD + 0,009*GGİ + 0,015*İFNB + 0,134*RFKPD - 0,162*OKPUVO - 0,205*FYKY - 0,046*BDS + 0,298*FKPDPTO

Regresyon analizinden elde edilen sonuçlara göre, Hipotez 13' ün boş hipotezi olan H_0 reddedilmiştir ve alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. Buna göre, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında %39,9 (R^2: 39,9) oranında doğrusal ilişki bulunmaktadır (p:0,001<0,05). Dolayısı ile gelirlerde geçici bir değişiklik, gelirlerde süreklilik özelliği taşıyan değişiklik, gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı, istenilenden fazla nakit bulundurmak, aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmaların kar payı dağıtım politikası, ortakların elde ettikleri kar payları üzerinde uygulanan vergi oranı, firmanın yapabileceği karlı yatırımlarının var olması, birleşme ve devralma stratejisi ve firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikasıyla tutarlı olmak gibi faktörlerinin kar dağıtımı yapan firmaların bu konu ile ilgili politikalarını açıklama gücü %39,9' dur.

Kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlerin firma ölçeğine göre farklılık gösterip göstermediğini araştırmak ve Hipotez 14' ü test etmek üzere yapılan varyans analizinin sonuçları tablo 3.5.2.12.2' de gösterilmektedir. Gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı faktörü, firma ölçeğine göre istatistiksel olarak anlamlı farklılık göstermektedir. KOBİ' lerin kar payı dağıtımı kararlarında gelirlerin istikrarına büyük şirketlere göre daha çok önem verdiği görülmektedir. Bunun dışındaki faktörler firma ölçeğine göre küçük farklılıklar göstermektedir.

Tablo 3.5.2.12 2 Kar Payı Dağıtım Faktörlerinin Firma Ölçeğine Göre Farklılıkları

		A.O	Std. Sapma	Anlamlılık Değeri (p)
Gelirlerde geçici bir değişiklik	KOBİ	3,20	,487	,349
	Büyük Firmalar	3,38	,518	
Süreklilik özelliği taşıyan değişiklik	KOBİ	4,38	,527	,974
	Büyük Firmalar	4,38	,744	
Gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı	KOBİ	4,45	,571	,048
	Büyük Firmalar	4,00	,756	
İstenilenden fazla nakit bulundurmak	KOBİ	3,18	,964	,384
	Büyük Firmalar	3,50	,926	
Aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmaların kar payı dağıtım politikası	KOBİ	2,31	1,153	,484
	Büyük Firmalar	2,63	1,408	
Firmamızın yapabileceği karlı yatırımlarının var olması	KOBİ	4,40	,596	,064
	Büyük Firmalar	4,00	,000	
Birleşme ve devralma stratejisi	KOBİ	3,25	,799	,417
	Büyük Firmalar	3,50	,756	
Firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikasıyla tutarlı olmak	KOBİ	3,93	,604	,414
	Büyük Firmalar	4,13	,835	

Firmanın yapabileceği karlı yatırımlarının bulunması faktörünün küçük ve orta ölçekli firmalarda (A.O=4,40) büyük ölçekli firmalara(A.O=4,00) göre daha önemli olduğu görülmektedir. Dolayısıyla büyük firmaların benimsediği kar payı dağıtım politikasına tutarlı davranmaları konusuna daha fazla önem verdiği düşünülmektedir.

3.6 Değerlendirme

Firmaların, finansal kararlarına yönelik tutum ve davranışları firma özelliklerinden ve faaliyet gösterdiği çevreden kaynaklanan pek çok faktörden etkilenmektedir. Bu çalışmada, Arnavutluk'ta faaliyet gösteren sanayi firmalarının finansal kararlarının verilmesinde etkilendikleri faktörler ve genel tutumlar ortaya çıkarılmıştır.

Firma özellikleri dikkate alınarak değerlendirilen firmaların; %39,7' ü Anonim şirket, %57,1' i Limited şirket, %1,6' sı Komandit şirket, %1,6' sı tek kişi şahıs şirket ve %87,3' ü KOBİ olarak faaliyet gösterdiği, % 64,3' ü 50 ile 250 Milyon Lek satış gelirine sahip olduğu, %82,5' i son 20 yılda kurulduğu görülmektedir. Firmalardan halka açık firma bulunmamaktadır. Örneklemi oluşturan firmaların çoğunun küçük ve orta ölçekli firmalardan oluşması, bu çalışmadan elde edilen sonuçların küçük ve orta ölçekli firmalarının finansal karar süreçlerini açıklaması sonucunu doğurmaktadır. Arnavutluk' ta komünizm dönemi boyunca özel mülkiyetin olmamasından dolayı firmalar 1990 yılından sonra kurulmaya başlamıştır. 90' lı yıllarda özel mülkiyet yeni bir olgu olarak ortaya çıkmış ve dolayısıyla firmaların faaliyet yılı tecrübesi azdır. Yukarıdaki nedenlerden dolayı, asimetrik enformasyonun sermaye yapısına ve kar payı dağıtım politikasına olan etkisi ve hangi kar payı dağıtım politikasına uyum gösterildiği ölçülememiştir. Ancak Arnavutluk' ta faaliyet gösteren firmaların yaklaşık %99' unun KOBİ' lerden oluştuğunu göz önünde bulundurursak, bu çalışmadan elde edilen sonuçlar Arnavutluk firmalarının finansal kararlarını tanımlar nitelikte olmaktadır.

Firmaların hedef borçlanma oranları olup olmadığı araştırılmıştır ve örneklemi oluşturan firmaların % 84,13' ü hedef borçlanma oranlarının olmadığı bulunmuştur. Hedef borçlanma oranının bulunmaması, firmaların finansal hiyerarşi teorisine olan uyumun göstergesidir. Dolayısıyla firmalar borç kullanımının avantajları ile maliyetlerini dengeleme kaygısında bulunmamaktadır.

Firmaların ortalama borçlanma oranı %32,63 olarak bulunmuştur. Borç miktarının belirlenmesinde, firmanın kredi değerliliğine, firmanın satışları ve nakit akımına, finansal esnekliğinin sağlanmasına ve müşteri ve tedarikçilerin güvenini olumsuz etkilememesine önem verildiği görülmektedir.

Denge teorisi, büyük ve daha tecrübeli firmaların borçlanma oranlarının yüksek olacağını öngörmektedir. Hiyerarşi teorisi ise bunun tam tersini savunmaktadır. Örneklemi oluşturan firmaların borçlanma oranları ile firma ölçeği arasında anlamlı ilişki bulunmamıştır. Bu sonuç, firmaların bu konu ile ilgili teorilerin hiç birine uyum göstermediğinden veya örneklemde bunu ölçecek yeterince büyük firmaların bulunmadığından kaynaklanmıştır.

Şirketin sermayeye ihtiyacı olması durumunda finans yöneticilerinin, önce iç fon kaynaklarına ve bunların yetersiz olması durumunda dış fon kaynaklarına yöneldiği görülmektedir. Firmalar, genişleme politikalarında ve şirket devralmalarda ihtiyaç duyulan finansmanın özsermaye ile karşılanmasını tercih etmektedirler. Bu stratejik kararlarda özsermayeye başvurulması; firmaların, yüksek miktarda borçlanmanın getirdiği risk ve maliyetlerinden uzak durmak istemelerinden kaynaklanmaktadır. Finans yöneticileri, firmanın sermaye ihtiyacı duyması durumunda dış fonlara başvurulduğunda; piyasa faiz oranlarının seviyesine, finansal

esnekliğinin sağlanmasına, firmanın itibarının korunmasına, firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliğine önem vermektedirler. Finansal sıkıntı ve iflas riski, endüstrideki diğer firmaların borçlanma düzeyi ve borç kullanımının sağladığı vergi avantajı, denge teorisini açıklayan faktörlerden olup, finans yöneticileri tarafından borçla finansman konusunda karar vermede önemli olmayan faktörler olarak değerlendirilmiştir. Dolayısıyla, iç kaynaklarının yetersizliği ve piyasa faiz oranlarının düşüklüğü, dış fon kullanmayı artıran; finansal esnekliğinin sağlanması ile firma itibarının korunması ise dış fon kullanmayı kısıtlayan unsurlar olarak belirlenmiştir. Piyasa faiz oranlarının düşük olması durumunda, firmaların dış fon kullanmaya yönelmesinin nedeninin, düşük maliyetli kaynak sağlamak ve belki de eski borçları yeni ucuz borçlarla değiştirmek ve dolayısı ile finansal esnekliği sağlamak olduğu düşünülmektedir. Finans literatüründe de, finansal esnekliğinin sağlanmasının borçlanma politikasında önemli bir faktör olduğu vurgulanmaktadır. Finansal esnekliğinin sağlanması ile firmalar, ekonomi biliminin temeli olan kıt kaynaklarının en verimli şekillerde kullanılmasına ve dolayısı ile atıl fonlarının minimum düzeye indirmesine ve kaynak maliyetini minimuma indirerek karlılığı arttırmaya ve en önemlisi zor zamanlarda finansman yaratma konusuna özen göstermektedir. Bu nedenlerden dolayı, firmaların, borçlanma politikasında finansal hiyerarşi teorisine uyum gösterdiği bulunmuştur. Borçlanma politikasının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin, firmaların ölçeğine göre küçük de olsa farklılık gösterdiği görülmektedir. Finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri, istatistiksel olarak anlamlı farklılık gösteren tek faktördür. Yukarıda, firmanın borçlanma oranı ile firma büyüklüğü arasında anlamlı ilişkinin bulunmadığı sonucuna varılmıştı. Ancak, borçlanma politikası kararlarında büyük firmaların finansal sıkıntı ve iflas

maliyetlerine küçük ve orta ölçekli firmalara göre daha fazla önem vermeleri, büyük firmaların daha fazla borçlandığının göstergesi olarak düşünülmektedir. Bu açıdan denge teorisine bir yakınlık olduğu görülmektedir. Bu iki sonuç arasında bir çelişki söz konusudur. Bu nedenle Hipotez 2' de, ikinci tip hatasının ortaya çıktığı düşünülmektedir.

Finans yöneticileri, dış fon kaynaklarına ihtiyaç duyduğunda, öncelikle orta vadeli (1-3 yıl), daha sonra uzun vadeli (3-5 yıl) ve son olarak kısa vadeli kaynaklara başvurmaktadır. Bu fonlar, öncelikle bankalardan ve finansal kuruluşlarından temin edilen kredilerle sağlanmaktadır. Arnavutluk'ta finansal kuruluşların sayısı son yıllarda artmasına rağmen yeterli ölçüde değildir. Bu nedenle, firmaların temel dış fon temin etme kaynağı bankalardır. Firmalar, borçla finanse edilecek varlığın vade uyumu konusunda özen göstermektedir. Bu açıdan, finans yöneticileri, nakit girişi ile çıkışları arasında uyum sağlayarak firmanın sıkıntıya düşme riskini azaltmaktadırlar. Firmanın fon kaynaklarının vadesinin belirlenmesinde, borçla finanse edilecek varlığın vade uyumunun sağlamasının yanı sıra piyasa faiz oranlarının seviyesinin etkili olduğu bulunmuştur. Firmaların orta ve uzun vadeli fonları tercih etmelerinin nedeni; firmaların, maddi duran varlıklarını borçla finanse etmeleri gibi, yeniden borç sağlama riskini azaltma çabaları veya piyasa faiz oranlarının yükseleceği bir donemi beklemeleri de olabilir. Fon kaynaklarının vade seçiminde, öncelikle maliyetin, daha sonra zaman uyumu ve esneklik faktörlerinin etkili olması, piyasa faiz oranlarının yükselmesinin beklendiği bir dönem olduğu fikrini desteklemektedir. Firmaların fon kaynaklarının vade tercihleri, firma büyüklüğüne göre farklılık göstermektedir. Büyük firmaların orta vadeli fon kaynaklarını küçük ve orta ölçekli

firmalara göre daha çok tercih ettikleri bulunmuştur. Vade uyumu konusunda ise küçük ve orta ölçekli firmaların daha fazla özen gösterdiği sonucu elde edilmiştir.

Firmaların %73' ü, borçlanma maliyetinde bir değişiklik olmaksızın daha fazla borçlanmak istememektedir. Aynı zamanda firmaların % 69,8' i ihtiyat amacı ile boş borç kapasitesi bulundurduklarını belirtmiştir. Bu konuda da finansal esnekliğinin sağlanmasına ve finansal hiyerarşi teorisine uygun davranışlarda bulunulduğu görülmektedir. Boş borç kapasitesi bulundurma politikasına küçük ve orta ölçekli firmalar büyük firmalara göre daha fazla önem vermektedir. Bu sonuç, yukarıda bahsedilen büyük firmaların KOBİ' lere göre daha çok borçlandığını ve Hipotez 2' de ikinci tip hatasının olduğu fikrini desteklemektedir.

Firmaların yatırım kararlarını değerlendirmelerinde; ürün fiyatında olabilecek değişikliklere, firma büyüklüğüne, dönemsel dalgalanmalar riskine, firmanın piyasa-defter değerine, enflasyon riskine, döviz riskine ve politik riske önem vermektedir. Finans yöneticileri yatırım kararlarını değerlendirdiklerinde, piyasa faiz oranı riskine önem vermemelerinin sebebinin, yatırımların finansmanında iç kaynakların kullanılması olduğu düşünülmektedir. Bazı ampirik çalışmalarda, yurtdışı satışları olan firmaların döviz riskine karşı duyarlı oldukları belirtilmiştir. Bu çalışmada örneklemi oluşturan firmaların döviz riskine karşı olan duyarlılığın yurtdışı satışlarından dolayı değil, Arnavutluk' ta olan Euroizasyon' dan dolayı olduğu düşünülmektedir. Yatırım kararlarının değerlendirmesinde önemli bir faktör olarak belirlenen ürün fiyatında olabilecek değişiklik, firma ölçeğine göre istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar göstermektedir. KOBİ' lerin bu konuya daha çok önem verdiği görülmektedir. Yatırımların değerlendirmesinde önemli olmayan bir faktör olarak belirlenen, kullanılan borcun miktar ve vade yapısına bağlı riskler faktörü,

firma ölçeğine bağlı anlamlı farklılıklar göstermektedir. Büyük firmaların bu faktöre daha fazla önem vermesi, bu firmaların yatırımların finansmanında KOBİ' lere göre daha fazla dış fon kullanmalarından dolayıdır. Finans yöneticileri, yatırım projelerinin alternatifleri arasında seçim yaparken en çok NBD analizini, DNBD analizini, karlılık endeksini ve bazen de yatırımın geri dönüş süresi yöntemini, duyarlılık analizini ve iç karlılık oranı yöntemini kullandıklarını belirtmektedir. Bu yöntemlerin çoğunun, paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler olması, firmaların yatırım kararlarında rasyonelliği yakalama çabasında olduklarının göstergesidir. Bu yöntemler, firma büyüklüğüne göre küçük de olsa farklılıklar göstermiştir. Benzer yatırımların oranları ile karşılaştırma yapılmasının, büyük firmalarda, küçük firmalara göre anlamlı bir farklılıkla daha çok kullanıldığı görülmektedir. Büyük firmaların bu yöntemi KOBİ'lere göre daha çok kullanmaları şaşırtıcı bir sonuçtur. Çünkü bu firmaların tecrübesi ve uzman personel kullanmalarından dolayı daha rasyonel kararlar almaları beklenmektedir. Ancak bu yöntem en çok kullanılan yöntemler arasında yer almamıştı, bazen başvurulan bir yöntem olarak değerlendirilmiştir.

Finans yöneticilerinin dağıtılabilecek karları, öncelikle yeni yatırımlarda, borçları ödemede ve daha sonra kar payı dağıtımında kullanmalarını tercih ettikleri bulunmuştur. Kar payı politikasının belirlenmesinde; gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarına, gelirlerde süreklilik özelliği taşıyan değişikliklerine, firmanın yapabileceği karlı yatırımların olmasına, firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikası ile tutarlı olmaya, ortakların ödediği kişisel vergi oranına, birleşme ve devralma stratejisi, istenilenden fazla nakit bulundurmasına ve gelirlerde geçici değişikliklere önem verilmektedir. Bu faktörler firma ölçeğine bağlı olarak küçük

farklılıklar göstermektedir. Kar payı dağıtım politikasının belirlenmesinde, elde edilecek gelirlerin istikrarına, küçük firmalarda büyük firmalara göre anlamlı bir şekilde daha çok önem verilmektedir. Firmanın yapabileceği karlı yatırımların olması faktörü, küçük firmaların kar payı dağıtım politikasında, büyük firmalara göre daha etkili bir faktör iken; büyük firmaların kar payı dağıtım politikasında, küçük firmalara göre, benimsenen politikayla uyumlu olmak faktörü daha etkili bir faktör olarak bulunmuştur.

SONUÇ

Sonuç olarak, Arnavutluk' taki firmaların finansal kararları yukarıda açıklandığı gibi firmanın iç ve dış çevresinden kaynaklanan pek çok faktörden etkilenmektedir. Bu çalışmadan elde edilen bilgiler ışığında aşağıdaki kısımda Arnavutluk'taki firmaların finansal kararlar alma süreci özetlenmiştir.

Finans yöneticilerinin, finansman kararları verdiklerinde; öncelikle iç fon kaynaklarına ve bunların yetersiz olması durumunda dış fon kaynaklarına başvurdukları, bu süreçte finanse edilecek varlığın vadesi ile finansman aracının vadesi arasında uyumunun sağlanmasına dolayısı ile olabilecek nakit boşluklarının yönetilmesine, firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliğine, firmanın kredi değerliliği ile itibarına ve finansal esnekliğinin sağlanmasına önem verdikleri ortaya çıkmıştır. Stratejik kararlarda ise borçlanma yerine özsermaye tercih edilerek, yüksek borçlanmanın getirdiği maliyet ve risklerinden korunmaya çalışılmaktadır. Finansman politikasında firmalar, atıl fonlarının minimum düzeye indirilmesine ve kaynaklarının verimliliğini arttırılmasına ve ayrıca fon kaynaklarının maliyetlerinin indirilmesine önem vermektedir. Alternatif kaynaklarının maliyetleri ile risklerinin ve finansman kararlarının piyasa faiz oranlarının değişmesi ile devamlı olarak analiz edildiği sonucuna ulaşılmıştır. Finansman politikasının belirlenmesinde etkili olan faktörlerin önemi, firma büyüklüğüne bağlı olarak değişmektedir. Büyük firmaların daha fazla borçlandığı ve KOBİ' lerin zor zamanlarda finansman yaratma konusunda daha dikkatli davrandığı görülmüştür. Finansman politikasının belirlenmesinde, finansal hiyerarşi teorisine göre davranıldığı sonucuna ulaşılmıştır. Denge teorisi ise, büyük firmaların daha fazla borçlanmaları ve finansal sıkıntı ve iflas maliyetlerine daha çok önem verdikleri durumlar dışında destek bulmamıştır. Yatırım kararlarında,

piyasa yakından takip edilmekte ve ürün fiyatında olabilecek değişiklikler ile firma büyüklüğü önemli rol oynamaktadır. Firmalar yatırımlarını genelde, iç kaynaklarla finanse etmeye çalışmaktadır. Büyük firmaların küçük ve orta ölçekli firmalara göre yatırımların finansmanında kullandıkları dış fon oranının yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finans yöneticileri, yatırım projeleri arasında seçim yaparken genel olarak rasyonel kararlar almaya çalışmaktadırlar. Firmalar, kar payı dağıtımı yapmadan önce, yapılabilir karlı yatırım fırsatlarına ve daha sonra ödenecek borçlara bakarak ve ayrıca benimsedikleri kar payı dağıtımına uyumlu davranmaya çalışarak kar dağıtımı yapmaktadırlar. Büyük firmaların KOBİ' lere göre kar payı dağıtım politikasıyla daha uyumlu davranmaya çalıştıkları görülmüştür.

Finans yöneticilerinin, finansal kararları alma sürecinde, makroekonomik ortamın gelişmelerini takip ettikleri ve bu doğrultuda karar verdikleri gözetlenmiştir. Bu süreçte finans yöneticilerinin, piyasa faiz oranlarının seviyesinin trendi ile piyasanın sunduğu fon temin etme kaynakları konusunda bilgili olduğu söylenebilir. Arnavutluk' ta KOBİ' lerin temel fon temin etme kaynağı bankalardır. Ancak son zamanlarda, finansal kuruluşlarının artması ve firmaların bunları takip edip faydalanmaları, piyasa gelişmelerini yakından takip edildiğinin göstergesidir. Firmaların değer yaratmalarındaki anahtarları yatırımlarıdır. Bu konuda özellikle enflasyon, döviz ve politik risk, karar alma sürecini etkilemektedir. Aynı zamanda, Euroizasyon olgusunun da, karar alma sürecinde etkisinin olduğu görülmektedir. Firmaların, yatırımları değerlendirmelerinde de makroekonomik gelişmeleri takip ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu şekilde firmalar, belirsizlik altında karar verme sürecini kolaylaştırmaya, daha etkin kararlar almaya ve başarıya ulaşmada optimal stratejiyi saptamaya çalışmaktadırlar.

Anket uygulamasının sonucunda elde edilen bilgiler ile Arnavutluk' ta faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli firmaların finansal karar alma sürecinde etkili olan faktörler belirlenmiş ve aralarındaki ilişkiler araştırılarak bu faktörlerin etkili olma nedenleri de belirlenmeye çalışılmıştır. Ayrıca, pratikte finans yöneticileri tarafından alınan kararların, finans literatüründeki teorilere olan uyum derecesi belirlenmiştir. Firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri, gelişmeleri ve piyasada rekabet avantajı elde edebilmeleri için, finansal kararlarının stratejik öneminin fark edilmesi ve buna uygun bir şekilde davranılması gerekmektedir. Finansal kararların uzman personel tarafından alınması ile firmaların daha etkin kararlara yöneleceği ve Arnavutluk makroekonomik ortamında özellikle küçük ve orta ölçekli firmaların para ve sermaye piyasalarından etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlayacak koşulların oluşturulması gerektiği düşünülmektedir. Bu çalışmada elde edilen bilgiler ile yalnız pratikte finansal karar alma sürecine ışık tutmak değil aynı zamanda profesyonel olmaya ve etkin kararlar almaya çalışan yöneticiler için bir kaynak oluşturmasını ümit edilmektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Aydın, N., *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2004

Berk, J., Marzo, P., *Corporate Finance*, Pearson Addison Wesley, 2007

Bierman, H., Smidt, S., *Financial Management For Decision Making*, Second Edition, Washington, Beard Books, 2003

Brealey, R. A., Myers, S. C., *Principles of Corporate Finance*, Seventh Edition, London, The McGraw-Hill Companies, 2003

Brigham, E. F., Houston, J. F., *Fundamentals of Financial Management*, Tenth Edition, Ohio, 2004

Gossy, G., *A Stakeholdes Rationale for Risk Management, , Implications for Corporate Finance Decisions*, Betriebswirt Schaftlicher, 2008

Green, C. J., Prasad, S., Murinde, V., *Company Financing, Capital Sturcture, And Ownership: A survey and Implications for Developing Economies*, Vienna, Suerf, 2001

Hubbard, R. G., *Asymmetric Information, Corporte Finance, and Investment*, Chicago and London, The University of Chicago Press, 1990

Jubani, B., Xhufi, P., Biçoku, K., vd., *Historia e Popullit Shqiptar Per Shkollat e Mesme, Miratuar nga Ministria e Arsimit*, Enti i Teksteve dhe i Mjeteve Mesimore i Kosoves Prishtine, 1996

Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., Scott, D. F., JR, *Financial Management, Principles and Applications*, Tenth edition, New Jersey, Pearson Prentice Hall, 2005

Lee, C. F., Lee, A. C., Lee, J., *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*, First Edition, New York, Springer Science Business Media, 2010

Matos, J. A., *Theoretical Foundations of Corporate Finance*, New Jersey, Princeton University Press, 2001

Moyer, R. C., McGuian, J. R., Rao, R., Kretlow, W. J., *Contemporary Financial Management*, Twelfth Edition, South-Western, Cengage Learning, 2012

Pike, R., Neale, B., *Corporate Finance and Investment, Decision and Strategies*, Fifth Edition, London, Pearson Education Limited, 2006

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., *Corporate Finance*, Sixth Edition, United States of Amerika, The McGraw−Hill Companies, 2003

Sarıaslan, H., Erol, C., *Finansal Yönetim, Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*, Siyasal Kitabevi, Ankara 2008

Vernimmen, P., Quiry, P., Dallocchio, M., Fur, Y., Salvi, A., *Corporate Finance Theory And Practice*, Second Edition, United Kingdom, John Wiley&Sons Ltd., 2009

MAKALELER

Allen, D. E., "The Determinants of The Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 2, December, 1991

Barclay, M. J., Clifford, W. S., "The maturity structure of corporate debt", *Journal of Finance*, Vol. 50. No. 2. pp. 609-63,11995

Bartlett, W., Economic Development in the European Super-Periphery: Evidence From the Western Balkans, Economic Annals, Vol. LIV, No. 181, pp. 21-44, April-June 2009

Beattie, V., Goodacre, A., Thomson, S.J. , Corporate financing decisions: UK survey evidence. *Journal of Business Finance and Accounting* 33(9-10): pp. 1402-1434, 2006

Bradley, M., Gregg, J. A., Han, K. E., "On the existence of an optimal capital structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance,* Vol. 39, No. 3, s. 857-878, Jul. 1984

Brav, A. J., Graham, R., Harvey, C. R., Michaely, R., "Payout Policy in the 21st Century", *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, Working Paper 9657, April 2003

Cassar, G., Holmes, S., "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence", *Accounting and Finance*, Vol.43, 2003

Çekrezi, A., "Impact of Firm Specifis Factors on Capital Structure Decision: An Empirical Study of Albanian Firms", *European Journal of Sustainable Development*, ISSN:2239-5938, pp.135-148, 2 Nisan 2013

Çondur, F., Evlimoğlu, U., Bozdağlıoğlu, E., "Finansal Yenilikler Kapsamında Leasingin KOBİ'lerde Kullanımına İlişkin bir Araştırma", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, C.4, S.2, s:1-26, Güz 2008

Frank, M.Z., Goyal, V.K., "Capital structure decisions: Which factors are reliably important?", *Financial Management*, No. 38, pp. 1-37, 2009

Graham, J. R., Harvey, C. R., "The Theory and Practise of Corporate Finance: Evidence from the field", *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, December 1999

Hallerbach, W., Spronk, J., "A Multidimensional Framework for Financial Economic Decisions", *ERIM Report Series Research In Management*, Rotterdam, ERS-2003-021-F&A, pp.1-23, March 2003

Harvard Business School Publishing Corporation and the Society for Human Resources Management, "The Essentials of Finance and Budgeting", Boston, Harvard Business School Press, 2005

Hirofumi, U., Udell, G. F., Yamori, N., "SME financing and the deployment of lending technologies in Japan", Working Paper, Indiana University Press, March 2007

Lie, E., "Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice", *Journal of Business*, The University of Chicago, Vol.78, No.6, pp. 2179-2202, November 2005

Michael, J. C., Meckling, H.W., "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, s.305-360, 1976

Pinegar, J. M., Wilbricht, L., "What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey", *Financial Management*, Vol. 18, 4 pp. 82-91, Winter 1989

Rajan, R. G., Zingales, L., "What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, s.1421-1460, 1995

Ryen, T. G, Vasconcellos, M. G., Kish, J. R., "Capital Structure Decisions: What Have We Learned?", *Business Horizons*, , pp.41-50, September-October 1997

Sapienza, E., Foreign Direct Investment and growth in Central, Eastern and Southern Europe, *Investigacion Economica*, Vol LXIX, No. 271, pp.99-138, Enero-Marzo 2010

Schauten, M., Spronk, J., "Optimal Capital Structure: Reflections on Economic and Other Values", *ERIM Report Series Research In Management*, Rotterdam, December 2006

Wu, X., Xu, L., "The Value Information of Financing Decisions and Corporate Governance during and after the Japanese Deregulation", *Journal of Business*, The University of Chicago, Vol.78, No.1, pp. 243-280, January 2005

Yamori, N., "Japanese Corporate Finance: What Factors Affect the Financial Decisions of Japanese Firms?: A Survey Result", *Osaka University Institute of Social and Economic Research*, Discussion Paper No. 655 , Osaka, March 2006

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

AİE, http://www.instat.gov.al/al/themes/tregu-i-pun%C3%ABs.aspx (Erişim tarihi: 10.05.2013)

AİE, http://www.instat.gov.al/al/themes/llogarit%C3%AB-kombetare.aspx?tab=tabs-5 (Tarihi:15.05.2013)

AİE, AMB, FB, ETEB, "Economic and Fiscal Program 2012-2014" http://www.mete.gov.al/doc/Programi_Ekonomik_dhe_Fiskal_2012_-_2014.pdf (Erişim tarihi: 05.05.2013)

"Albania Access to Finance for Enterprise Sector", Finance and Private Sector Development Department Europe and Cetral Asia Region, Document of the World Bank, June 29. 2007, Report No. 42061-AL, s.1 https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/6287/420610REPLACEM1n0imagebank10albania.pdf?sequence=1 (Erişim tarihi: 01.05.2013)

Albanian Ministry of Foreign Affairs, http://www.mfa.gov.al/images/stories/PDF/aktet%20e%20ke%20-%2017.01.2013.pdf (Erişim tarihi: 30.04.2013)

Arnavutluk İstatistik Enstitüsü Verileri, http://www.instat.gov.al/al/figures/statistical-databases/Present.aspx?rxid=44152e66-282a-43b3-a0b6-9d69d8b86d10 (Erişim tarihi: 07.05.2013)

Bank of Albania, "Raporti i Stabilitetit Financiar per gjashtemujorin e dyte te vitit 2012" http://www.bankofalbania.org/web/Raporti_i_Stabilitetit_Financiar_per_gjashtemujorin_e_dyte_te_vitit_20_6579_1.php (Erişim tarihi: 03.05.2013)

BBC Website, "EU enlargement: The next eight", http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-11283616 (Erişim tarihi 17.05.2013)

Civici, A., (28.11.2012), " 100 vjet: Ekonomia Shqiptare gjate regjimit komunist(1945-1990)" http://www.monitor.al/100-vjet-ekonomia-shqiptare-gjate-regjimit-komunist-1945-1990/ (Erişim tarihi: 01.05.2013)

European Commission, "The new SME definition", http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_en.pdf (Erişim tarihi: 01.02.2013)

European Commission, "Albania 2012 Progress Report", http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2012/package/al_rapport_2012_en.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)

European Commission Website, "Candidate and Potencial Candidate Countries", http://ec.europa.eu/environment/enlarg/enlargement_en.htm (Erişim tarihi: 17.05.2013)

Frank, M.Z., Goyal, V.K ., "Trade-off and pecking order theories of debt", February 10, 2005, s.38, http://www.tc.umn.edu/~murra280/WorkingPapers/Survey.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

International Monetary Fund, "Albania" Country Report, No. 13/7, http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1307.pdf (Erişim tarihi: 15.05.2013)

International Monetary Fund Survey and Magazine: Countries & Regions, "Albania needs reforms to counter growth slowdown", http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/car011113b.htm (Erişim tarihi:15.05.2013)

Italian Embassy-Office for Development Cooperation, "Financial and Non-Financial Tools Supporting SMEs", s. 125, http://www.italcoopalbania.org/pdf/20120301105442_studio20idra_web.pdf (Erişim tarihi: 01.02.2013)

Jarvis, C. "The Rise and Fall of thePyramidSchemes in Albania," International Monetary Fund WorkingPaper 99/98, *Finance Development*, Washington, March 2000, Volume 37, Number 1 http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/jarvis.htm (Erişim: tarihi: 01.05.2013

Liesz, T. J., "Why Pecking Order Theory Should be Included in Inroductory Finance Courses", http://www.mountainplains.org/articles/2001/pedagogy/PECKING%20ORDER%20THEORY.htm (Erişim tarihi: 28.01.2013)

Michigan State University Website, "Albania: Economy", https://globaledge.msu.edu/countries/albania/economy (Erişim tarihi: 02.05.2013)

Renckly, R. T., "Air University Sampling and Surveying Handbook", Internet Edition, April, 1996, s. 26. http://dtlweb.au.af.mil///exlibris/dtl/d3_1/apache_media/L2V4bGlicmlzL2R0bC9kM18xL2FwYWNoZV9tZWRpYS8yODYwMw==.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)

Rugg, D. S., "Communist Legacies in the Albanian Landscape", *American Geographical Society*, Vol.84, No.1, January 1994, pp.59-73, http://www.jstor.org/discover/10.2307/215781?uid=3739192&uid=2134&uid=19129216&uid=2&uid=70&uid=3&uid=19129208&uid=60&sid=21102212834831 (Erişim tarihi:10.05.2013)

"Shqiperia: Drejt nje modeli te ri te zhvillimit ekonomik postranzicion", http://www.umsh.edu.al/sites/default/files/modeli_i_ri_ekonomik.pdf (Erişim tarihi: 01.05.2013)

The World Bank Website, "Albania Overview", http://www.worldbank.org/en/country/albania/overview (Erişim tarihi: 02.05.2013)

World Bank Website, " Lidhja e rrugeve rurale ne Shqiperi", http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:22648527~menuPK:141310~pagePK:34370~piPK:34424~theSitePK:4607,00.html (Erişim tarihi: 01.05.2013)

EKLER

EK-1 ANKET FORMU

Sayın Finans Yöneticisi,

Firmalar finansman, sermaye yapısı, kar dağıtımı ve yatırım konusunda firma değerini maksimize edecek doğrultusunda belirli kararlar almak zorundadır. Fakat bu kararlar sadece firmaya değil, firmanın faaliyette bulunduğu sektörden genel ekonomiye kadar birçok faktörlerden etkilenerek değişmektedir. Bu çalışmada firmaların finansal kararlarını alırken etkisinde kaldığı bu faktörlerin neler olduğu araştırılmaktadır. Bu kapsamda; firmanızın finansman ve sermaye yapısı, yatırım ve kar payı dağıtımı kararlarının alınmasında en çok etki eden faktörler araştırmanın ana konusunu oluşturmaktadır.

Araştırmada, Arnavutluk'ta faaliyet gösteren imalat, ticaret, hizmet ve inşaat firmaların finans politikaları ile ilgili bilgi edinmek amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda hazırlanan ankette 28 soru bulunmaktadır.

Ankette verdiğiniz cevaplar tamamen gizli tutulacaktır. Ankette bulunan sorular firmanızın kimliğini teşhir eder nitelikte değildir. Soruların cevaplanması yaklaşık 20 dakika sürecektir. Mail ile gönderilen anket formlarının iki hafta içerisinde teslim edilmesi gerekmektedir. Araştırmanın sonuçları,talep ettiğiniz takdirde tarafınıza gönderilebilecektir.

Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Öğrencisi

Mimoza Marko

E-mail: mimoza.marko@gmail.com

Tel: +90 555 459 31 07

1. Firmanız finansman sağlamada sıkıntı çekiyor mu?

O Çok O Orta O Hayır

2. Firmanızın borç/özsermaye oranına yönelik bir hedefi var mı?

O Evet O Hayır

3. Firmanızın borç/özsermaye oranı nedir?

.....

4. Firmanızın yatırımların finansmanında kullandığı fon kaynaklarını önem sırasına göre belirtiniz. (Hiç bir zaman 1 - Daima 5)

1 5

O O O O O İç fon kaynakları (Otofinansman)

O O O O O Dış fon kaynakları (Borç)

O O O O O İç ve dış fon kaynakları karışık olarak kullanılmaktadır.

O O O O O Dış Sermaye (Hisse senedi ihracı)

O O O O O Firmanın o anki kapasitesine bağlıdır.

O O O O O Fon kaynaklarında tercih önceliği yapılmamaktadır.

O O O O O Diğer.....

5. Firmanızın finansman politikasında etkili olan faktörleri önem derecesine göre belirtiniz.(Önemli değil 1-Çok önemli 5)

1 5

O O O O O Şirket vergisi

O O O O O Kişisel vergi oranları

O O O O O İflas maliyetleri

O O O O O Yönetim kontrolü

O O O O O Finanse edilecek yatırımın riski

6. Firmanızın borçlanma politikasını etkileyen faktörler nelerdir?(Önemli değil 1 - Çok Önemli 5)

1 5

O O O O O Firmanın iç kaynaklarının yetersiz olması.

O O O O O Borç kullanım düzeyinin hissedarlar tarafından algılanışı.

O O O O O Finansal sıkıntı ve iflas riski.

O O O O O Sektörde bulunan firmaların ortalama borçlanma oranı.

O O O O O Finansal esnekliğinin sağlanması.

O O O O O Firmanın borç kullanımının sağladığı vergi avantajından yararlanabilmesi.

O O O O O Firmanın yüksek oranda ve düşük maliyetli borç sağlayabilmesi.

O O O O O Piyasa faiz oranlarının seviyesinin düşük olması.

O O O O O Şirket yönetiminin paylaşılmasının riski.

O O O O O Firma itibarının korunması.

O O O O O Firmanın satışları ve nakit akımının düzenliliği.

O O O O O Hissedarların ödedikleri kişisel vergi oranı.

O O O O O Şirket üzerinden alınan vergi oranı.

O O O O O Firmanın piyasa değerinin düşmesi durumu.

O O O O O Borç kullanmanın hisse senedi çıkarmaya göre yatırımcılar üzerinde olumlu bir izlenim bırakması

O O O O O Diğer.....

7. Dış kaynakların vadeleri göz önünde bulundurulduğunda; firmanız fon ihtiyacını karşılarken hangi kaynaklara öncelikli olarak başvurmaktadır? (Hiç bir zaman 1 - Daima 5)

1 5
O O O O O Kısa vadeli borçlar tercih edilmektedir (1 yıldan az).
O O O O O Orta vadeli borçlar tercih edilmektedir (1-3 yıl arası).
O O O O O Uzun vadeli borçlar tercih edilmektedir (3-5 yıldan fazla).
O O O O O Firma kaynakları ve sorumluluklarına uyumlu politika izlemektedir.
O O O O O Fon kaynağı seçiminde vadesine önem verilmemektedir.

O O O O O Diğer.....

8. Firmanın kısa ve uzun vadeli borçlanma arasındaki seçimi hangi faktörlere göre yapmaktadır?(Hiç bir zaman 1 -Daima 5)

1 5

O O O O O Kısa vadeli borcun faiz oranı, uzun vadeli borcun faiz oranından düşük olduğu zaman kısa vadeli borç kullanırız.

O O O O O Piyasa faiz oranlarının düşmesinin beklenildiği durumlarda kısa vadeli borç kullanırız.

O O O O O Yeniden borç sağlama riskini azaltmak için uzun vadeli borç kullanırız.

O O O O O Borçla finanse edilecek varlığın vade uyumunu sağlarız.

9. Firmanız için uygun olan borç miktarının belirlenmesinde hangi faktörler önemlidir? (Önemli değil 1 - Çok önemli 5)

1 5

O O O O O Faizin sağladığı vergi avantajı.

O O O O O İflasın potansiyel maliyetleri, iflasa yakın olmak veya finansal sıkıntı.

O O O O O Sektördeki diğer firmaların borçlanma düzeyi.

O O O O O Firmanın kredi değerliliği.

O O O O O Borç edinmenin getirdiği işlem maliyetlerinin düzeyi.

O O O O O Yatırımcılarımızın gelirleri için ödedikleri kişisel vergi oranının seviyesi.

O O O O O Finansal esnekliği sağlamak.

O O O O O Firmanın satışları ve nakit akımının değişkenliği.

O O O O O Müşteri ve hammadde sağlayıcılarımızın güvenini olumsuz etkilememek.

O O O O O Firmamıza olabilecek ele geçirme saldırılarını önleyecek miktarda borçlanma.

O O O O O Borçlanırsak rakiplerimiz üretimin düşmeyeceğini bilecektir.

O O O O O Üst yönetimin çalışmalarını artırmak ve etkinliği sağlamak.

O O O O O Yeni yatırım projelerinden gelebilecek karları borçlulara faiz olarak değil hissedarlara aktarmak için borçlanmayı kısarız.

O O O O O Diğer.....

10. Firmanız, öz sermaye kullanımını hangi durumlarda tercih etmektedir? (Hiç bir zaman 1 - Daima 5**)**

1 5

O O O O O Genişleme politikalarında.

O O O O O Şirket devralmalarında.

O O O O O Yüksek miktarda borçlanmanın maliyet ve risk artışı yarattığı durumlarda.

O O O O O Pazar şartları hisse senedi ihracına uygun olduğu durumlarda.

O O O O O Özsermaye kullanımından kaçınırız.

O O O O O Diğer.....

11. Firmanız, özsermaye maliyeti hesaplıyor mu?

- o Evet
- o Hayır

12. Özsermaye maliyetini hesaplamak için aşağıdaki yöntemleri hangi sıklıkta kullanıyorsunuz? (Hiç bir zaman 1 - Daima 5)

1 5

O O O O O Tarihsel yöntem.

O O O O O Kar payı iskonto modeli.

O O O O O Sermaye varlıkları fiyatlama modeli(CAPM).

O O O O O Yatırımcı beklentileri.

O O O O O Diğer.....

13. Firmanızın, ihtiyat amacıyla, kullanmaya hazır borç bulundurma politikası var mı?

- Evet
- Hayır

14. Diğer tüm şartlar ve koşullar sabit kalmak üzere, aynı faiz oranından daha fazla borçlanmak ister miydiniz?

- Evet
- Hayır

15. Borçları hangi kaynaktan sağladığınızı öncelik sırasına göre belirtiniz. (Hiç bir zaman 1 - Daima 5)

O Banka

O Satıcı kredileri

O Finansal kuruluşlar

O Kamu sektörü finansal kuruluşları

O İş ortağı kredileri

16. Firmanızın finansmanında kullanılan fon kaynaklarının seçimi hangi faktörlere göre yapılmaktadır? (Hiç bir zaman1 -Daima 5)

1 5
O O O O O Uygunluk
O O O O O Esneklik
O O O O O Zamanlama
O O O O O Maliyet
O O O O O Risk

17. Firmanızın yatırım kararlarını değerlendirme aşamasında kullandığı bir yöntem var mı?

- Evet
- Hayır

18. Yatırım kararları değerlendirmede aşağıdaki yöntemlerden hangisini kullanıyorsunuz? (Hiç bir zaman 1 -Daima 5)

1 5

O O O O O Net Bugünkü Değer Analizi (NBD).

O O O O O İç karlılık oranı yöntemi (İKO).

O O O O O Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer Analizi(DNBD).

O O O O O Duyarlılık analizi.

O O O O O Karlılık endeksi.

O O O O O Value-at-Risk veya diğer simülasyon analizleri.

O O O O O Belirli bir dönemdeki tahmini nakit giriş ve çıkışlarını hesaplarız.

O O O O O Benzer firmaların sermaye yapısı ve tipik oranları ile karşılaştırırız.

O O O O O Kişisel değer yargıları ve görüşlere dayanarak karar veririz.

O O O O O Satışlar ile tahmini bilanço kalemleri arasındaki ilişkiye bakarız.

O O O O O Yatırımın geri dönüş süresine bakarız.

O O O O O Diğer.....

19. Proje değerlendirmelerinizde hangi risk faktörleri etkili olmaktadır? (Hiç önemli değil 1 - Çok önemli 5)

1 5

O O O O O Enflasyon riski.

O O O O O Faiz oranı riski(Genel faiz oranlarında artış).

O O O O O Döviz riski.

O O O O O Dönemsel (Konjonktürel) dalgalanma riski.

O O O O O Politik riskler.

O O O O O Finansal sıkıntı riski(İflas ihtimali).

O O O O O Ürün fiyatında olabilecek değişiklik riski.

O O O O O Kullanılan borcun miktar ve vade yapısına bağlı riskler.

O O O O O Firma büyüklüğü(küçük firmalar daha risklidir).

O O O O O Firmanın "piyasa-defter" değeri oranı.

O O O O O Diğer.....

20. Son mali yılda firmanız:

- o Kar payı dağıtımı yaptı.
- o Kar payı dağıtımı yapmadı.

21. Dağıtılabilecek karların hangi şekilde kullanılması tercih edilir? (Hiç bir zaman 1 -Daima 5)

1 5

O O O O O Kar payı dağıtımında.

O O O O O Yeni yatırımlarda.

O O O O O Birleşme/Devralmalarda.

O O O O O Nakit olarak kasada tutulması.

O O O O O Borçları ödemede.

O O O O O Diğer.....

22. Firmanızın kar payı dağıtım politikasında etkili olan faktörlerinin önemini belirtiniz. (Hiç önemli değil 1 - Çok önemli 5)

1 5

O O O O O Gelirlerde geçici bir değişiklik.

O O O O O Süreklilik özelliği taşıyan değişiklik.

O O O O O Gelecekte elde edilecek gelirlerin istikrarı.

O O O O O İstenilenden fazla nakit bulundurmak.

O O O O O Aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmaların kar payı dağıtım politikası.

O O O O O Hissedarların elde ettikleri kar payı/yeniden satın alma kazançlarına uygulanan vergi oranı.

O O O O O Firmamızın yapabileceği karlı yatırımlarının var olması.

O O O O O Kurumsal hissedarların etkisi.

O O O O O Birleşme ve devralma stratejisi.

O O O O O Firmanın benimsediği kar payı dağıtım politikasıyla tutarlı olmak.

O O O O O Kar payı dağıtımı/yeniden satın alma yaparak yatırımcılara yatırımların karlılığı düşme eğiliminde olduğu sinyali vermesi.

23. Firmanıza uygun olanı seçiniz:

Çalışan sayısı

- 10'dan az
- 10 ile 50 arası
- 50 ile 250 arası
- 250 ile 500 arası
- 500'den fazla

24. Firmanıza uygun olanı seçiniz:

Faaliyet yılı

- 1 ile 10 yıl arası
- 10 ile 20 yıl arası
- 20 ile 30 yıl arası
- 30 yıldan fazla

25. Firmanıza uygun olanı seçiniz:

Firmanızın hukuki yapısı

- Anonim Şirket (Halka Açık)
- Anonim Şirket (Halka Kapalı)

- Limited Şirket
- Komandit Şirket
- Şahıs Şirketi
- Kolektif Şirket
- Diğer.....
-

26. Firmanızın faaliyet alanı

.....

27. Son 2 mali yılda firmanız:

Sondan önceki mali yılda:

- Kar etti
- Zarar etti

Son mali yılda:

- Kar etti
- Zarar etti

28. Firmanızın son mali yıla ait net satış tutarı:

.....

Anketiniz tamamlanmıştır. Katılımınız için teşekkürler.

EK-2 GÜVENİLİRLİK ANALİZİ

ÖLÇEK (TÜM DEĞİŞKENLER) / SCALE('ALL VARIABLES') ALL
MODEL= ALFA / MODEL=ALPHA
İSTATİSTİKLER = BETİMLEYİCİ / STATISTICS=DESCRIPTIVE
ÖZET= TOPLAM/ SUMMARY=TOTAL.

Güvenilirlik İstatistikleri
Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
,822	109

Tüm Maddelerin İstatistikleri / Item-Total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Q2	338,09	304,086	-,183	,824
Q4_1	335,50	298,104	,195	,821
Q4_2	336,06	306,469	-,221	,826
Q4_3	335,48	306,669	-,277	,826
Q4_4	338,85	297,110	,441	,820
Q4_5	335,44	297,270	,179	,821
Q4_6	338,44	298,327	,160	,821
Q5_1	338,50	297,953	,220	,821
Q5_2	338,31	299,842	,070	,823
Q5_3	338,35	298,195	,169	,821
Q5_4	338,24	296,828	,270	,820
Q5_5	335,41	294,510	,237	,820
Q6_1	335,56	300,742	,041	,823
Q6_2	338,24	301,809	-,003	,823
Q6_3	338,22	299,384	,057	,823
Q6_4	338,50	297,953	,220	,821
Q6_5	335,65	298,949	,161	,821
Q6_6	337,93	300,711	,054	,822
Q6_7	335,69	301,767	-,004	,823
Q6_8	335,76	299,356	,144	,821
Q6_9	338,28	303,186	-,080	,824
Q6_10	335,15	304,770	-,211	,824
Q6_11	335,46	304,933	-,169	,825
Q6_12	338,30	304,061	-,136	,824
Q6_13	338,13	298,719	,098	,822
Q6_14	335,41	297,491	,229	,820

Q6_15	338,24	296,828	,270	,820
Q7_1	337,96	299,659	,101	,822
Q7_2	336,43	299,910	,107	,822
Q7_3	337,20	297,977	,235	,821
Q7_4	335,19	292,682	,639	,817
Q7_5	338,72	297,676	,280	,820
Q8_1	336,52	300,368	,062	,822
Q8_2	336,44	286,327	,600	,814
Q8_3	337,20	295,788	,197	,821
Q8_4	335,48	294,594	,219	,820
Q9_1	338,07	300,108	,030	,824
Q9_2	335,74	296,309	,158	,821
Q9_3	338,02	292,622	,272	,819
Q9_4	335,39	301,978	-,013	,823
Q9_5	335,91	292,954	,486	,817
Q9_6	336,83	296,028	,194	,821
Q9_7	335,59	307,718	-,346	,827
Q9_8	335,48	299,990	,103	,822
Q9_9	335,57	297,721	,240	,820
Q9_10	336,09	301,671	,006	,823
Q9_11	337,39	300,016	,025	,825
Q9_12	336,48	291,613	,338	,818
Q9_13	336,48	288,707	,524	,815
Q10_1	336,44	293,950	,284	,819
Q10_2	337,09	287,671	,389	,817
Q10_3	335,89	294,327	,278	,819
Q10_4	338,26	288,158	,342	,817
Q10_5	336,52	301,349	,007	,824
Q11_1	338,96	302,036	,000	,822
Q12_1	336,89	299,497	,119	,822
Q12_2	337,17	301,575	-,003	,824
Q12_3	337,19	299,474	,045	,824
Q12_4	337,22	298,516	,156	,821
Q13_1	338,67	302,151	-,020	,823
Q14_1	338,24	297,167	,299	,820
Q15_1	335,31	302,597	-,046	,824
Q15_2	337,94	309,714	-,234	,831
Q15_3	336,33	300,113	,014	,826
Q15_4	336,98	301,226	-,004	,825
Q15_5	338,24	300,865	,022	,824
Q16_1	336,48	300,254	,006	,826
Q16_2	336,65	285,402	,315	,818
Q16_3	335,76	289,356	,451	,816
Q16_4	335,22	296,063	,380	,819
Q16_5	335,83	294,142	,198	,821
Q17_1	338,96	302,036	,000	,822
Q18_1	336,33	295,396	,202	,821
Q18_2	336,98	284,132	,672	,813

Q18_3	336,69	281,427	,625	,812
Q18_4	336,93	285,881	,573	,814
Q18_5	336,83	287,236	,430	,816
Q18_6	337,13	280,530	,784	,810
Q18_7	337,20	289,712	,478	,816
Q18_8	337,33	283,472	,574	,813
Q18_9	337,24	306,337	-,199	,826
Q18_10	337,22	283,950	,546	,813
Q18_11	336,76	291,922	,321	,818
Q19_1	336,02	301,566	,017	,823
Q19_2	338,24	301,432	,026	,823
Q19_3	336,07	293,768	,291	,819
Q19_4	335,72	301,186	,044	,822
Q19_5	336,31	294,635	,215	,820
Q19_6	337,80	300,656	,095	,822
Q19_7	335,61	295,487	,250	,820
Q19_8	337,33	283,472	,574	,813
Q19_9	335,67	304,189	-,109	,825
Q19_10	335,78	295,195	,323	,819
Q20_1	338,69	311,390	-,599	,829
Q21_1	336,69	296,408	,200	,821
Q21_2	335,28	301,525	,014	,823
Q21_3	337,67	288,189	,508	,815
Q21_4	338,72	296,393	,284	,820
Q21_5	335,98	306,132	-,270	,825
Q22_1	336,74	298,837	,170	,821
Q22_2	335,56	293,610	,417	,818
Q22_3	335,59	300,133	,070	,822
Q22_4	336,74	292,573	,265	,819
Q22_5	337,69	293,729	,187	,821
Q22_6	336,37	296,615	,209	,820
Q22_7	335,61	301,374	,022	,823
Q22_8	337,09	294,463	,204	,821
Q22_9	336,74	283,479	,651	,812
Q22_10	336,00	291,358	,492	,817