

İMKB'DE İŞLEM GÖREN SPOR FİRMALARININ SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ¹

M. Başaran ÖZTÜRK²

Eyyüp Ensari ŞAHİN³

ÖZET

Bu çalışmada hisse senetleri İMKB'de işlem gören eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün alt grubunda yer alan spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarının belirleyicilerinin tespiti amaçlanmaktadır. Bu amaçla, 2005-2011 yıllarını kapsayan dönemde hisse senetleri İMKB'de işlem gören spor firmalarını kapsayan bir örneklem kullanılmış olup, örnekleme dâhil edilen firmaları kapsayan veri seti çoklu regresyon modeli ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, modelde yer alan bağımsız değişkenlerden aktif kârlılığının (ROA), firmanın (aktiflerinin) büyüklüğünün (AKTİF) ve firmanın maddi duran varlıklarının (toplam aktiflere oranının) (MDV); bağımlı değişken olan firmanın uzun vadeli borç/özsermaye bileşenini istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilediği görülmektedir. Modele dâhil edilen diğer bağımsız değişkenler olan firmanın piyasa değeri/defter değeri oranı ile (satışlardaki) büyüme oranının ise, uzun vadeli yabancı kaynaklar/özsermaye oranını istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Spor Firmaları, Aktif Kârlılığı.

1 Bu çalışma, Eyyüp Ensari ŞAHİN tarafından Doç. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK danışmanlığında hazırlanmış olan "İMKB'de İşlem Gören Spor Firmalarının Sermaye Yapısının Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz" başlıklı yüksek lisans tez çalışmasının özetidir.

2 M. Başaran ÖZTÜRK, Doç. Dr., Niğde Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD Öğretim Üyesi.

3 Eyyüp Ensari ŞAHİN, Hitit Üniversitesi, MYO, İktisadi Programlar Bölümü Öğretim Görevlisi.

FIRMS LISTED ON THE ISE SPORTS AN ANALYSIS ON THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE

ABSTRACT

The aim of this study is to find out the determinants of capital structure of the firms of which stocks are traded in the Istanbul Stock Exchange (ISE) and which operate in Sports Activities classified under Education, Health, Sport and Other Social Services. For this aim, a sample consisting of sports firms of which stocks are traded in ISE during the period of 2005-2011 have been used, the data set has been tested by a multiple regression model. The empirical findings of the study indicate that among the independent variables in the model return on assets (ROA), size of the firm (assets) and the ratio of the firm's tangible assets to total assets (MDV) have statistically significant effects on the dependent variable, that is the long term debt/equity capital component. The other independent variables included in the model –the market-to-book value and the growth rate of the (sales of the) firm- have no statistically significant effects on the firm's long term foreign liabilities/equity capital ratio.

Keywords: Capital Structure, Sport Firms, Return on Assets.

1. GİRİŞ

Finansal yönetim açısından firmanın amacı, firmanın piyasa değerini maksimum kılmaktır. Bu sebeple sermaye yapısı kararları da firmanın piyasa değerini maksimum kılma amacını destekleyecek biçimde oluşturulmalıdır. Sermaye yapısı; firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklardan oluşan bir yapıdır. Sermaye yapısı ile finansal yapı çoğu zaman aynı kavramlar gibi algılandıkları da literatürde farklı şekilde tanımlanmaktadır. Finansal yapı sermaye yapısından daha geniş kapsamlıdır. Sermaye yapısı; firmanın kullandığı uzun vadeli kaynakların bir karması iken, finansal yapı; bilançonun pasifinde yer alan kalemlerin tamamını ifade etmektedir. Ancak, kısa vadeli kaynakların devamlı olarak yenilenerek kalıcı özelliğe sahip olmaları ve firmaların yabancı kaynakları içerisindeki payının oldukça yüksek olması sebebiyle bazı çalışmalarda sermaye yapısı ve finansal yapı kavramlarının birbirlerinin yerine kullanıldığı da görülmektedir. Çalışmada sermaye yapısı kavramı, uzun vadeli yabancı kaynaklar/ özsermaye oranı ifade edilmektedir.

Sporun uluslararasılaşması ile ekonomik yönünün önem kazanması ve her geçen gün büyümesi farklı kesimlerin spor firmalarına olan ilgisini önemli ölçüde artırmıştır. Bu sebeple de uygulama için spor firmaları seçilmiştir. Çalışma, Türkiye'deki spor firmalarının (şirketleşen spor kulüpleri) 2005-2011 yıllarını kapsayan yedi yıllık dönemdeki sermaye yapılarının belirleyicilerini

ve aralarındaki etkileşimi literatürdeki araştırmaların rehberliğinde ölçmeyi amaçlamaktadır.

2. SERMAYE YAPISI

Sermaye yapısı kavramı, finans literatürünün önemli konularından biridir. Sermaye yapısı; işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılan borç ve özsermaye bileşimi olarak tanımlanmaktadır. Sermaye yapısının nasıl olması gerektiği yani, bilançonun pasifinde ne kadar uzun vadeli yabancı kaynak ile ne kadar özsermaye kullanılması gerektiği firmaların finanslama politikasının en önemli kararlarından biridir. Bu kararın önemli olması, finanslama politikasının firma değeri üzerinde yaratacağı etkiden kaynaklanmaktadır.

Firmanın sahip olduğu özkaynakların ve yabancı kaynakların firmaya maliyetleri vardır. Bunlar, toplam sermaye payları içerisindeki ağırlıklarına göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturmaktadır. Firmaların sermaye yapıları incelenirken üzerinde durulması gereken temel noktalardan biri de borç özsermaye bileşimindeki değişmelerin, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve firmanın piyasa değerini etkileyip etkilemeyeceğidir. Bu sebeple sermaye yapısı oluşturulurken sermaye maliyetinin minimum firma değerinin maksimum olduğu nokta (optimal sermaye yapısı) belirlenmeye çalışılmaktadır (Özgülbaş, 2010: 43).

2.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

Optimal sermaye yapısının nasıl olması gerektiği sorusuna yanıt arayan klasik yaklaşımlar Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Geleneksel Yaklaşım sonrasında Modigliani ve Miller (M-M) Yaklaşımıdır.

Net Gelir Yaklaşımı, sermaye yapısı içerisinde borcun payının artmasına bağlı olarak firma değerinin artacağını savunmaktadır. Söz konusu yaklaşım kaldırma faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate almakta olup, maksimum borç düzeyinde firmanın değerinin de maksimum olacağını belirtmektedir (Akgüç, 1998: 487).

Borçlanma maliyeti özkaynak maliyetinden düşük olduğu için, firmalar sermaye yapıları içerisinde borç oranını arttırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve böylece piyasa değerlerini arttırmak olanağına sahiptir. Net Gelir Yaklaşımı'nın dayandığı kritik varsayım, borç/özsermaye oranı artarken borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin değişmeyeceğidir (Mukherjee ve Mahakud, 2012: 41-55). Net gelir yaklaşımı; borçlanmanın firmanın finansal riskini arttıracığını, bunun sonucunda borçlanmanın maliyetinin yükseleceğini, dolayısıyla da özsermaye sahiplerinin daha yüksek getiri beklentisine gireceklerini göz ardı etmektedir.

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, firma değerinin firma sermaye yapısından bağımsız olduğu görüşünü savunmaktadır. Firmanın sermaye yapısını değiştirmesinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkilemeyeceğini

dolayısıyla da firma değerinin değişmeyeceğini belirtmektedir (Ercan ve Ban, 2008:231). Net faaliyet geliri yaklaşımının dayandığı temel varsayım, borçların maliyetinin tüm borç/özsermaye bileşimlerinde aynı olduğudur. Firmanın borçları arttıkça borçlara bağlı olarak firmanın finansal yapısı riskli hale gelmekte, firmanın artan riskine karşı ortaklar daha yüksek getiri beklentisi içerisine girmektedir. Bu nedenle, borç maliyeti düşük olsa bile daha yüksek oranda bir borç düzeyinin özsermaye maliyetini yükseltmesi sonucunda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltmak, dolayısıyla da firmanın piyasa değerini yükseltmek mümkün olmamaktadır (Okka, 2005:372).

Net faaliyet geliri yaklaşımının dezavantajı borçlanma düzeyinin yükselmesi sonucunda borç maliyetinin aynı kalacağını savunması, diğer bir ifade ile finansal risk düzeyinin değişmeyeceğini varsaymasıdır.

Geleneksel yaklaşım, her firma için tek bir optimal sermaye yapısı olduğunu savunmaktadır. Firmalar finansal kaldıraçtan yararlanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmekte, buna bağlı olarak piyasa değerlerini yükseltmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 130). Söz konusu yaklaşım net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımının ortak bir uygulamasını oluşturmaktadır. Firmalar belli bir düzeye kadar borçlanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte, o borçlanma düzeyinden sonra hem özsermaye maliyeti hem de borç maliyeti, artan finansal risk nedeniyle yükseldiğinden, ortalama sermaye maliyeti de yükselmektedir. Ancak bir firma sınırsız bir şekilde borçlanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltamaz (Bryan vd., 2001: 393).

Modigliani-Miller (1958) yılında yapmış oldukları çalışmalarında, etkin bir piyasada vergi, iflas maliyetleri ve asimetrik bilginin olmadığı varsayımı altında firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu belirtmiştir. Bir başka ifade ile finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun firmanın sermaye maliyeti değişmemektedir.

Modigliani-Miller yaklaşımının dayandığı temel varsayımlar aşağıda belirtilmiştir (Türko, 1994:505; Akgüç, 1998:497):

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Başka bir ifadeyle piyasa ile ilgili bilgiler yatırımcılar tarafından kolaylıkla ve sıfır maliyetle elde edilebilmektedir. Menkul kıymetler en küçük parçalara bölünebilmekte ve yatırımcılar rasyonel bir şekilde hareket etmektedirler.
- Gelecek dönemlerde elde edilmesi umulan faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarının değerleri ile şimdiki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımları aynıdır.
- Firmalar eş risk kategorilerine göre sınıflandırılabilir. Her eş risk kategorisine giren firmanın iş riski, diğer bir deyişle gelecekte beklenen gelirin elde edilmeme olasılığı aynıdır.
- Gelir üzerinden alınan vergiler modele dâhil edilmemiştir (daha sonra kaldırılmıştır).

- İflas maliyetleri yoktur.
- Firmaların yatırım beklentileri konusunda yatırımcılarda homojen beklentiler söz konusudur.

Söz konusu varsayımlardan hareket eden Modigliani-Miller, daha sonra aşağıdaki sonuçlara ulaşmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 253–254):

- Firmanın piyasa değeri, sermaye maliyeti ve sermaye yapısından bağımsızdır. Firmanın piyasa değeri, gelecekte beklenen nakit akımlarının firmanın risk sınıfına uygun iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda bulunan değerdir.
- Firmanın borçlanması nedeniyle finansman riski arttığından, özsermaye maliyeti de artmaktadır. Ortaklar, artan finansman riski nedeniyle, daha yüksek kâr payı beklemektedir. Başka bir ifadeyle, düşük maliyetli yabancı kaynağın ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisi, özsermaye maliyetinin yükselmesi ile ortadan kalkmaktadır.
- Yatırım kararları için uygulanacak iskonto oranı yatırımın finansman kompozisyonundan tamamen bağımsız olup, Modigliani-Miller’in görüşüne göre, yatırım kararları ile finansman kararlarının birbirine etkisi yoktur.
- Vergiden sonraki borçlanma maliyeti sabittir.
- Ortalama sermaye maliyeti, firma borçlandıkça azalmaktadır.

Modigliani-Miller üç temel önerme ileri sürmektedir:

Modigliani-Miller’in I. Önermesi

Modigliani-Miller’in I. önermesinde firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğu kabul edilmektedir. Modigliani-Miller’in I. önermesine göre aynı risk sınıfında bulunan firmaların, varlıklarını özsermaye ya da yabancı kaynak ile finanse etmeleri firma değerinde bir değişikliğe neden olmayacaktır (Baldemir ve Süslü, 2008: 259-268). Eğer aynı risk kategorisinde bulunan iki firmadan biri tamamen özsermaye ile diğeri kısmen özsermaye kısmen de yabancı kaynak ile finanslanmışlarsa, bu iki firmanın piyasa değerleri tam rekabet piyasasında aynı olacaktır. Bunun nedeni arbitraj işlemidir. Modigliani-Miller’in önermeleri sermaye piyasasında arbitraj yapılmasına dayanmaktadır. Modigliani-Miller I. önermesinde “Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı” nı desteklemektedir.

Modigliani-Miller’in II. Önermesi

Modigliani-Miller’in II. önermesi ise firmanın özsermaye maliyetinin, sermaye yapısının pozitif yönde doğrusal fonksiyonu olduğunu kabul etmektedir. Firmanın kazançları üzerinden ödedikleri kurumlar vergisi modele eklenerek, kurumlar vergisinin firma değeri ve kaynak maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir. Faiz borcu muhasebe açısından bir gider kalemi olduğundan, vergiye konu olan kazançtan indirilebilmektedir. Modigliani-Miller, II. önermelerindeki bu

durumu, verginin olduğu bir piyasada yabancı kaynak kullanımının, özsermayede doğabilecek olumsuz etkiyi vergi kalkını ile önlediğini savunmaktadır. Modigliani-Miller'in II. önermesine göre borç düzeyi arttıkça firma değeri de artmaktadır. Ancak bu durum sonsuza kadar devam etmemekte ve firmaların kullandıkları borç miktarı belirli bir noktayı geçtiğinde firma değeri azalmaya başlamaktadır.

Modigliani-Miller'in III. Önermesi

Modigliani-Miller'in III. önermesi ise iflas maliyetleri ve temsil maliyetlerinin dikkate alınmasıyla, kaldıracın bir düzeye kadar firmayı olumlu etkilediği, bu düzeyden sonra ise firma değerini düşürdüğünü savunmaktadır. Modigliani-Miller'in III. önermesine göre bu durumun nedenleri finansal sıkıntı ve temsil maliyetleridir. Finansal sıkıntı maliyetleri, kredi açanlara verilen sözler yerine getirilemediğinde veya ödemede güçlüklerle karşılaşıldığında ortaya çıkan maliyetlerin bütünüdür. Temsil maliyetleri ise, firmanın yöneticileri ile hissedarları, hissedarları ile kredi verenleri arasındaki zıt yönlü kazanç beklentilerinden oluşan maliyetlerdir (Özaltın, 2006: 26).

2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

M-M (1958)'in sermaye yapısı üzerine öncü çalışmasından sonra sermaye yapısı üzerine modern teoriler geliştirilmiştir. Bunlar; Dengeleme, Asimetrik Bilgi, Finansal Hiyerarşi ve Temsil Maliyetleri teorileridir. Söz konusu teorilerde firmaların sermaye yapısı kararlarını ve finansman tercihlerini etkileyen değişkenler belirlenmeye çalışılmaktadır.

Dengeleme Teorisine göre, firmanın borç-öz sermaye yapısı, borçlanmanın sağladığı avantaj ile neden olduğu dezavantaj arasındaki bir denge noktasında yer almalıdır. Firmalar, borçlanma sayesinde ödenen faizin sağlayacağı vergi tasarrufu ile yöneticileri finansal anlamda disipline edilmesi gibi avantajlara sahip olmaktadır (Azhagaiah ve Gavoury, 2011: 378). Bunun yanında firmalar aşırı borçlanma nedeniyle doğabilecek finansal sıkıntılara ve ortaklar ile kredi verenler arasında doğacak olan temsil maliyetlerine katlanmak zorundadır. Firmalar, böylece borçlanmanın yaratacağı maliyetler ile sağlayacağı avantajlar arasında bir dengeleme yapmak durumunda kalmaktadır (Jagdish, 2011: 27-29).

Dengeleme teorisinin açıklayamadığı bazı firma davranışlarının olduğu finans teorisyenleri tarafından belirtilmektedir. Firmaların hedef sermaye yapısı belirlemeleri gerektiğini savunan dengeleme teorisine karşılık 1984'de Myers ve Majluf, Donaldson tarafından ortaya konan gagalama teorisinden esinlenerek finansman hiyerarşisi teorisini geliştirmiştir (Manaseer vd., 2011:85).

Finansman Hiyerarşisi Teorisine göre, firmanın finansman politikası belirli bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Finansman hiyerarşisi, en az riskli ve bilgi maliyetinden en az etkilenen finansal kaynakların sıralanmasıyla oluşmaktadır. Fir-

maların kâr payı ödemelerinde veya yatırım fırsatlarının finansmanında ilk tercih edilen kaynak firma içinde yaratılan finansal kaynaklardır. Bunu kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli borçlar izlemektedir. Hiyerarşinin en sonunda ise bilgi maliyetlerinden en fazla etkilenen hisse senedi ihracı bulunmaktadır. Teorinin temel dayanağını yöneticiler, hissedarlar ve tahvil sahipleri arasındaki bilgi asimetrisi oluşturmaktadır. Buna göre yöneticiler hissedarlara kıyasla hissedarlar da tahvil sahiplerine kıyasla firma hakkında daha fazla bilgiye sahiptir (Ercan vd., 2006: 19).

Sermaye yapısı ile ilgili olarak incelenen konulardan biri de temsil maliyetleridir. **Temsil Maliyetleri**, temsil sorunu sonucu ortaya çıkmaktadır. Firmaların hissedarları firma yönetimini profesyonel yöneticilere bırakmaktadır. Yöneticiler çalışmakta oldukları firmalarda hisse sahiplerinin temsilcisi konumunda bulunmakta olup, firma değerini maksimum kılma amacına hizmet etmelidir. Ancak bazı yöneticiler kendi çıkarları doğrultusunda firma kaynaklarını kullanabilmektedir. Söz konusu durum hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına sebep olmaktadır.

İşaret Etkisi Teorisi, firmaların neden öncelikle iç kaynakları daha sonra borcu ve en son da özsermaye artırımını tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. Borç kullanımındaki artış, şirketlerin piyasaya rapor olarak bildirdiği olumlu bir durumdur. Çok kârlı ve büyüme eğilimli firmalar daha az kârlı ve büyüme eğilimi olmayan firmalara nazaran daha fazla borçlanmaya gitmektedirler.

İşaret teorisinde borçlanma, firmanın başarısı hakkında dışarıdaki yatırımcılara işaret vermektedir. İşaret etkisi teorisine göre sadece düşük kârlı firmalar özsermaye artırımına gitmektedir. Rasyonel yatırımcılar ise bunu önceden görebilmekte ve ilk halka arzda iskonto talep etmektedir. Bu iskonto, özsermaye artırımının maliyetini oluşturmaktadır. Borçlanma, sermaye piyasasına firmanın yüksek bir performansa sahip olduğunu göstermektedir.

Modigliani – Miller, yatırımcıların bir firmanın geleceği konusunda onun yöneticileri ile aynı bilgiye sahip olduğunu varsayar. Bu durum simetrik bilgi olarak da adlandırılmaktadır. Ancak yöneticilerin kendi firmaları konusunda dışarıdaki yatırımcılardan gerçekte daha iyi bilgi sahibi olduğu bilinmekte olan bir gerçektir. Bu durum asimetrik bilgi olarak adlandırılmaktadır ve optimal sermaye yapısı üzerinde önemli etkiye sahiptir (Brigham, 1989: 637).

3. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Sermaye yapısına ilişkin literatür incelendiğinde, sermaye yapısı ile ilgili yapılmış birçok uygulamalı bilimsel çalışmaya rastlamak mümkündür. Söz konusu çalışmaların büyük bölümü sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla kaleme alınmıştır. Çalışmanın bu bölümünde söz konusu çalışmalardan bazılarına yer verilecektir.

Sermaye yapısı ile ilgili olarak Amerika’da yapılan çalışmalara göz atacak olursak; sermaye yapısı ile ilgili ilk çalışma, Modigliani ve Miller (1958) tarafından

yapılmıştır. Yapılan bu çalışmada, 43 elektrik firmasının 1947-1948 yıllarına ait veriler ile 42 petrol firmasının 1953 yılına ait verileri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Modigliani ve Miller (1963) diğer bir çalışmada da firmanın vergileri ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ferri ve Jones (1979) çalışmalarında 233 firmanın 1969-1974 ve 1971-1976 dönemlerindeki bilanço ve gelir tablosu verilerini kullanarak yaptığı çalışmasında, firmanın finansal yapısı ile sektörel sınıfı, büyüklüğü, gelirlerindeki değişkenlik ve faaliyet kaldırıcı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Titman ve Wessels (1988) çalışmalarında 469 Amerikan firmasının 1974-1982 dönemindeki verilerini kullanarak yaptığı çalışmada farklı borç değişkenleri ile sermaye yapısını etkileyen etmenleri saptamayı amaçlamıştır. Barton ve Gordon (1988), 1974 yılında Fortune 500 listesinde olup 1982 yılında da Fortune 500 listesinde olan 279 Amerikan firmasında 1970-1974 yılları arasında firma stratejisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi, Harris ve Raviv (1991); temsil maliyetleri, asimetric bilgi, ürün/girdi piyasa etkileşimleri ve firma kontrol unsurlarını temel alan sermaye yapısı teorilerini, Hatfield, Cheng ve Davidson (1994) ise, ABD'de borsaya kote 183 firmayı endüstri ortalamasının altında ve üstünde (altında 77 firma ve üstünde 106 firma) borçlananlar olmak üzere iki gruba ayırarak ve bu firmaların 1982-1986 yıllarına ait borçlanma duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir.

Sermaye yapısı ile ilgili olarak Avrupa ülkelerinde yapılan çalışmalarda;

- Chen, Lensink ve Sterken (1998) Hollanda firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörler üzerinde çalışmıştır.
- Doesomsak, Puaudyal ve Pescetto (2004) Fransa'da firmaların sermaye yapılarının belirleyicileri üzerine incelemelerde bulunmuşlardır.
- Byoun (2008) firmaların hedef sermaye yapısının belirlenmesi üzerine çalışmıştır.
- Váradi (2008) Budapeşte faaliyette bulunan firmalar üzerine, asimetric bilgi açısından sermaye yapısı ve endüstri arasındaki ilişkiyi incelemiştir.
- Brav (2009) İngiltere'deki tüm firmaların (kamu ve özel sektör) fon gereksinimi ve sermaye yapısının incelenmesi üzerine çalışmıştır.
- Said ve Kouki (2012) Fransa'da 277 firma üzerinde, pecking order teorisinin sermaye yapısı üzerine etkilerini incelemiştir.
- Artikis ve Nifora (2012) ise, Yunanistan'daki firmaların sermaye yapısı ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır.

Asya ve Uzakdoğu ülkelerinde yapılan çalışmalara bakıldığında ise;

- Chen'in (2010) çalışmasında sermaye yapısının belirleyicileri ele alınmıştır.
- Chang ve Yu (2010), ikincil pazarlardaki hisse senedi fiyatlarının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkilerini incelemiştir.

- Ruan, Tian ve Ma (2011) yılında yaptıkları çalışmada 2002-2007 yılları arasında Çin borsasındaki özel sektör firmalarının verilerini kullanarak sermaye yapısı tercihlerinin firma performansı üzerine (yönetimi elinde bulunduranlar açısından) etkilerini incelemişlerdir.
- Heng ve Azrbajani (2012) Malezya’daki Kuala Lumpur Borsası’nda (KLSE) 2005-2008 yılları arasında işlem gören 75 firma üzerine regresyon analizi yapmıştır. Araştırmada bağımlı değişken olarak Borç/ Varlıklar, bağımsız değişken olarak da firmanın büyüklüğü ve temsil maliyetleri kullanılmıştır.
- Najjar ve Petrov (2011) Bahreyn’deki sigorta şirketlerinin sermaye yapısı üzerine etkilerini çoklu lineer regresyon analizi ile test etmeye çalışmışlar ve bağımlı değişken olarak pd/dd kullanmıştır.
- Zaheer, Saeed, Mir (2011) Pakistan’da tekstil firmalarının sermaye yapısının belirlenmesi üzerine yaptıkları çalışmada 172 firmanın 2003-2008 yıllarındaki verilerini kullanmışlardır.
- Afza ve Hussain (2011) yılında Pakistan’da faaliyet gösteren otomotiv sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısının belirleyicileri üzerine çalışmışlardır.
- Mukherjee ve Mahakud (2012) çalışmalarında dengeleme ve pecking order teorisinin en uygun sermaye yapısı üzerine etkisi olup olmadığını incelemiştir.
- Lin ve Hung (2012) yılında Tayvan’daki uluslararası ve ulusal alanda faaliyette bulunan elektronik firmalarının sermaye yapısı ve finansman kararlarını incelemişlerdir.

Afrika ülkelerinde yapılan çalışmalara bakıldığında ise;

- Leary (2009) yılında banka fonlarının kısıtlamalarında iki değişikliğin firmaların finansal yapıları üzerine etkilerini incelemiştir.
- Bhamra, Kuehen ve Strebulaev (2010) yaptıkları çalışmada makro ekonomik risk ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışmışlardır.
- Adeyemi ve Oboh (2011) Nijerya borsasındaki işlem gören firmaların piyasa değerinin kaldıraç üzerine etkisini araştırmışlardır.
- Al-Najjar (2011) Ürdün’de gelişen pazarlarda, kâr payı dağıtımı ve sermaye yapısını incelemiştir.
- Fan, Titman ve Twite (2012) yaptıkları çalışmada kurumsal çevrenin, firmaların borç seçimi ve sermaye yapısı üzerine etkilerini incelemişlerdir.
- Sermaye yapısı konusu Türkiye’de birçok araştırmacının ilgisini çekmiş ve konuyla ilgili çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalardan bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir.
- Ölçal (1993) yaptığı çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların optimal sermaye yapısının varlığı ve bu kavramın hangi faktörlerden

etkilendiği çoklu regresyon analizi yardımıyla test etmiştir.

- Kula'nın (2000) çalışması Türkiye'de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli imalat işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri piyasa koşulları ve firmanın özellikleri kapsamında ele almıştır.
- Yener (2002) yaptığı çalışmada finans literatüründe sermaye yapısı üzerinde etkisi olduğu kabul edilen faktörleri belirlemiş ve Türkiye açısından test etmiştir.
- Sayılğan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu'nun (2006) çalışması Türkiye'de faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen firmaya özgü faktörleri panel veri yöntemiyle test etmişlerdir.
- Korkmaz, Albayrak ve Karataş'ın (2007) çalışmasında çalışmanın amacı, Türkiye'de faaliyet gösteren ve hisseleri İMKB'de işlem gören küçük ve orta ölçekli (KOBİ) işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen en önemli faktörleri saptamaktır.
- Terim ve Kayalı'nın (2009) çalışması Türkiye'de imalat sanayinde faaliyet gösteren halka açık firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler ile bu firmaların sermaye yapılarına ilişkin kararları almalarındaki davranışlarını ortaya koymayı amaçlamıştır.
- Akkaya (2008) yaptığı çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisse senetleri 1997-2006 yılları arasında işlem gören deri-tekstil sektöründen tesadüfi seçilmiş şirketlerin sermaye yapısı, varlık ve kârlılık değişkenleri arasındaki neden sonuç ilişkisini tespit etmiştir.
- Muzir (2011) çalışmasında İMKB'de işlem gören 114 firmanın (1994-2003) yılları arasındaki verilerini kullanarak sermaye yapısı ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmıştır.

4. ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de İMKB'ye kayıtlı, eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün alt grubunda yer alan spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkilemesi beklenen faktörlerin 2005Q1 - 2011Q3 yılları arasındaki etkinliklerini literatürdeki diğer araştırmaların ışığında istatistiksel olarak ölçmektir. Konu ile ilgili literatür taramasında, hisse senetleri İMKB'de işlem gören spor firmalarına ilişkin çalışmanın yetersiz olması çalışmayı önemli hale getirmektedir.

Söz konusu çalışmada, İMKB'de eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün alt grubunda yer alan spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren (Galatasaray, Fenerbahçe, Beşiktaş ve Trabzon Spor Kulübü AŞ.) firmalarına ait bilanço ve gelir tablolarından elde edilen verilerin, analize hazır hale getirilmesi için yapılan işlemler ayrıntılı olarak anlatılmıştır. Ayrıca araştırmanın yöntemi

ve araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ayrıntılı olarak literatürdeki benzer çalışmalar ışığında anlatılmıştır.

4.2. Araştırma Verileri

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve eğitim, sağlık, spor ve diğer sosyal hizmetler sektörünün alt grubunda yer alan spor hizmetleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkilemesi beklenen faktörlerin konu ile ilişkili finansal verilerinden faydalanılmaktadır. İlgili veriler, 2005Q1 - 2011Q3 döneminde ilgili yıllara ait bilanço ve gelir tablolarından elde edilmiş olup, belirtilen mali tablolara www.imkb.gov.tr internet sitesinden ulaşılmıştır. Çalışmanın bağımlı değişkeni olan uzun vadeli borçlar/özkaynak ve toplam borç/toplam aktif olmak üzere dört bağımsız değişken kullanılmış olup, bunlara ilişkin bilgiler aşağıda sunulmaktadır.

Çizelge 1. Değişkenler ve Analizdeki Simgeleri

BAĞIMLI DEĞİŞKEN	DEĞİŞKENLER	FORMÜL
		<i>UOK</i>
BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	<i>ROA</i>	Net Kâr/Toplam Aktif
	<i>MDVTA</i>	Maddi Duran Varlık/Toplam Aktif
	<i>SATD</i>	$\text{Log}_e \text{SATIŞLAR}$
	<i>LAKTİF</i>	$\text{Log}_e \text{AKTİF}$

Çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler *Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak* olup *UOK* ile ifade edilmektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynakların özkaynaklara oranı, firmanın özkaynakları ile uzun vadeli yabancı kaynakları arasındaki ilişkiyi gösterir. Literatürde Güloğlu ve Bekçioğlu (2001), Acaravcı (2004), Kabakçı (2007), Başaran (2008), Demirhan, (2009) çalışmalarında bu oranı kullanmıştır.

Çalışmada dört farklı bağımsız değişken kullanılmıştır. Bunlar net kâr/toplam aktif, maddi duran varlık/toplam aktif, net satışların doğal logaritması, aktiflerin doğal logaritmasıdır.

ROA, firma aktiflerinin işletme tarafından etkin olarak kullanılma başarısını değerlendirmede kullanılır. 1 TL'lik varlığın yüzde kaç kâr ettiğini ifade etmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 46). M-M'den beri pek çok çalışma yapılmış olmasına rağmen, bu çalışmaların hiçbiri borç ve kârlılık arasında ilişkiyi açığa çıkarmamıştır.

Vergiye dayalı model, normal şartlar altında, firmaların vergiden kazanabilecekleri kadarıyla borçlanmaları gerektiğini iddia etmektedir. Jensen (1986) ve Williamson (1988) borcu, kârların ödenmesi (kâr dağıtımı) için bir garanti aracı olarak tanımlamaktadır. Serbest nakit akışı olan firmalar için yüksek kârlılık ya da borç yönetim inisiyatifini sınırlandırabilir. Diğer taraftan, Chang (1999) iç ve dış yatırımcılar arasındaki en uygun ilişkinin, özsermaye ve borcun bir kombinasyonu olarak yorumlanmış olabileceğini göstermektedir ve kârlı firmaların daha az borçlanma eğiliminde olduğunu ileri sürmüştür. Kârlılığın artışı ile borç tercihinin azalacağını öngören teori, negatif yönlü ilişkiyi işaret ederken, kârlarını arttıran firmaların vergi kalkanından yararlanmak adına daha fazla borçlanma yoluna gideceklerini öngören dengeleme teorisine göre ise işaret pozitif yönlü olacaktır.

Teorik çalışmaların aksine pek çok ampirik çalışma kaldıracın verimlilikle negatif ilişkisi olduğunu göstermektedir. Friend and Lang (1988) ve Titman and Wessels (1988) Amerika'daki firmalardan bu bilgileri elde etmiştir. Kester (1986) Japonya ve ABD de kaldıracın verimlilikle negatif ilişkisini bulmuştur. Uluslararası veriler kullanılarak yapılan son çalışmalar bu bulguları doğrulamaktadır. Long and Maltz (1985) kaldıracın kârlılıkla pozitif ilişkisini bulmuştur fakat ilişki istatistiksel olarak önemli değildir. Hatta Walt (1999) kârlılığın, borç/ varlıklar oranı üzerinde en büyük etkiye sahip olduğunu iddia etmektedir. Bu çalışmada kârlılık, toplam varlıklar tarafından ölçeklendirilen vergi faiz öncesi kazanç olarak tanımlanmaktadır.

Çalışmada kullanılan bir diğer değişken ise MDVTA'dır. Sabit Varlıkların Payı (Tangibility): Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar ile ölçülmektedir. Dengeleme teorisine göre sabit varlıkların payı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır. Çünkü daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar borçla finansmanda daha fazla teminata sahiptirler.

Finansal hiyerarşi teorisinde ise daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar daha az asimetrik bilgiye sahiptirler dolayısıyla daha fazla özsermaye sağlama eğilimindedirler. Vade açısından incelendiğinde ise finansal hiyerarşi teorisinde sabit varlıkların payı ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif, kısa vadeli borçlanma ile negatif ilişki bulunmaktadır (Feidakis ve Rovolis, 2007; Qian ve Wirjanto, 2007). Titman ve Wessels (1988), Rajan ve Zingales (1995), Fama ve French (2002) gibi birçok araştırmacı tarafından, sabit varlıkların toplam varlıklara oranı olarak açıklanan bu değişken ile kaldıraç arasında, dengeleme teorisi ve temsil maliyetleri teorisini destekler nitelikte pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Bununla birlikte temsil maliyeti çerçevesinde ortaya konan bir başka açıklama da, teminat gösterilebilecek varlıkların büyüklüğünün, yöneticilerin daha rahat borçlanmasını sağlayabileceği fikri ile optimalin üzerinde harcama gerçekleştirme eğilimleri olabileceği hipotezi ele alınmıştır. Söz konusu durumun, iflas riskini arttıracak olması borç verenlerin firmayı mercek altına alacaklarını düşünmeleri yöneticilerin borçlanma isteğini azaltabilecektir.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerden bir diğeri ise, firmanın aktif varlıklarının oran olmaması nedeniyle, firmanın aktiflerini diğer değişkenlere benzetmek amacıyla aktiflerin doğal logaritması alınarak varlık yapısı değişkenine ulaşılmıştır.

Sermaye yapısı ve varlık yapısı arasındaki ilişki hakkında, teoriler genellikle varlık yapısının kaldıraçla pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Jensen ve Meckling (1976) sermaye yapısı, sahiplik ve temsil maliyetleri hakkındaki öncü çalışmalarında, Özsermayeden faydalanmak için kreditorlerden hisse senedi sahiplerine varlık transferi ve borç ihracı sonrasında firmanın belki daha riskli yatırımlara kayabildiği için borcun temsil maliyeti olduğuna işaret etmektedir. Eğer bir firmanın sabit varlıkları yüksekse bu varlıklar borç verenlerin borcun temsil maliyeti gibi katlandığı riski azaltmak için teminat olarak kullanılabilir. Bu yüzden sabit varlıkların yüksek bir bölümünün kaldıraç ile ilişkilendirilmiş olması beklenilir. Aynı zamanda sabit varlıkların değeri iflas durumunda maddi olmayan duran varlıklardan daha yüksek olmalıdır. Harris and Raviv (1990) and Williamson (1988), kaldıraçın likit değeri ile artması gerektiğini iddia etmektedir. Her iki makalede maddi duran varlıklarla pozitif yönlü ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Çalışmada kullanılan diğer bir bağımsız değişken ise büyüme oranıdır. Büyüme oranının hesaplanmasında firmaların net satışlarının doğal logaritması dikkate alınmıştır. Wald (1999) yapmış olduğu çalışmada satışlardaki büyüme ile borçlanma oranı arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Marsh (1982), küçük firmaların kısa vadeli borcu tercih ederken büyük firmalar genellikle uzun vadeli borcu tercih ettiğini bulmuştur. Büyük firmaların uzun dönemli borçlanmada ölçek ekonomilerinin avantajlarından faydalanabilirler hatta kreditorler üzerinde pazarlık gücüne sahip olabilirler. Böylece özsermaye ve borcun maliyeti pozitif, firmanın büyüklüğü ise negatif ilişkilidir. Diğer taraftan firmanın büyüklüğü aynı zamanda dış yatırımcıların sahip olduğu bilgi için bir değişken olabilir. Fama ve Jensen (1983) büyük firmaların borç verenlere küçük firmalardan daha fazla bilgi sağlama eğiliminde olduğunu iddia etmektedir. Büyük firmalar borçtan daha çok özsermaye eğiliminde olmalı ve böylece daha düşük kaldıraca sahip olmalıdır. Ancak büyük firmalar daha istikrarlı nakit akışına sahiptir ve genellikle daha çeşitlidir. Büyük firmaların iflas ihtimali küçük firmalara kıyasen daha azdır. Normal şartlar altında her iki iddia firma büyüklüğünün kaldıraç ile pozitif ilişkisi olduğunu ileri sürer. Aynı zamanda pek çok teorik çalışma da kaldıraçın şirketin değeri ile arttığını iddia etmektedir. Ampirik çalışmalarda (Harris and Raviv (1990), Narayanan (1988), Noe (1988), Poitevin (1989) ve Stulz (1990)), kaldıraçın şirketin büyüklüğü ile pozitif korelasyonda olduğu bulunmuştur.

İşletmenin büyüklüğü, borçlanma olanaklarını etkileyen en önemli değişkenlerden biridir. Ödünleşme kuramına göre küçük ölçekli işletmelerin teminat gösterilebilir varlıklarının sınırlı olması, bu işletmeleri ekonomik koşullardaki

değişikliklerden daha yüksek oranda etkilenmesine, finansal kurumların bu işletmelere kredi verme isteklerinin azalmasına veya daha yüksek faiz oranları istemelerine neden olmaktadır. Finansman ihtiyaçlarını borçlanarak karşılayamayan küçük işletmeler ancak ortaklarından sağlayabildikleri özsermaye ve satıcı kredileri ile faaliyetlerine devam edebilmektedirler (Hall vd., 2004). Diğer taraftan ekonomik dalgalanmalara karşı daha dayanıklı olan büyük işletmeler, yüksek kredi notları alabilmektedirler. İflas maliyetlerinin düşmesini beraberinde getiren yüksek kredi notları işletmelerin çok daha uygun koşullarla borçlanabilmesini sağlar (Ferri ve Jones, 1979). Sonuç olarak ödünleşme kuramına göre işletme büyüklüğü ile borçlanma arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur.

Diğer taraftan finansman hiyerarşisi kuramı konuya bilgi asimetrisi açısından da bakar. Büyük işletmelerde bilgi asimetrisi daha düşük seviyede olacaktır, büyük işletmeler borçlanmak yerine hisse senedi ihracına yönelir. Dolayısıyla işletme büyüklüğü ile borçlanma arasındaki negatif yönlü bir ilişki beklenir. Ancak ampirik çalışmaların çoğunluğu bu iki değişken arasında pozitif ilişki bulmuştur (Muzir, 2011: 351-352).

4.3. Araştırmanın Yöntemi

Analizimizde aynı yatay kesit birimlerinin, belirli bir zaman aralığında incelendiği panel veri yöntemi kullanılmıştır. Bir panel veri denklemi, i yatay kesit birimlerini ($i = 1, \dots, N$), t ise zaman serisini ($t = 1, \dots, N$) ifade etmek şartıyla ;

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \epsilon_{it}$$

şekilde tanımlanabilir. ϵ_{it} ise hata terimidir.

$UVYK/\ddot{O}Z_{it}$ = i firmanın t zamandaki Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Özkaynak oranı,

ROA_{it} = i firmanın t zamandaki Aktif Kârlılığı (Net Kâr/Toplam Aktif),

$LAKTİF_{it}$ = i firmanın t zamandaki Aktif Büyüklüğünün Doğal Logaritması,

$SATD_{it}$ = i firmanın t zamandaki Net Satışlarının Doğal Logaritması,

$MDVTA_{it}$ = i firmanın t zamandaki Maddi Duran Varlıklar/Aktif Toplamı oranı,

β_{it-1} = i firmanın t zamandaki Değişkenlerin Tahmin Edilen Beta Katsayıları

ve

ϵ_{it} = i firmanın t zamandaki Hata Terimi'dir.

4.4. Araştırmanın Kısıtları

Bu çalışma, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören dört spor firmasını (GS, BJK, FB, TS AŞ.) kapsamaktadır. Araştırmada oluşması muhtemel kayıp gözlem sorununu gidermek için tüm firmaların verilerine aynı anda ulaşılabilen 2005Q1-2011Q3 çeyrek dönemler itibariyle bilanço ve gelir tablolarından alınan veriler analizde kullanılmıştır. Çalışma kapsamında İMKB'de işlem

görmeyen spor firmaların örnekleme dâhil edilmemesi araştırmada önemli bir kısıtı oluşturmaktadır.

4.5. Araştırmanın Bulguları

Bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkiler, yukarıda belirtilen çoklu regresyon modeli ile analiz edilmiş olup, sonuçlar Çizelge 2’de verilmektedir.

Çizelge 2. UYVK/ÖZ Modeli Özet Sonuçları

	Katsayı	Std Sapma	T istatistiği
C	-2,383659	1,434103	-1,662125
ROA	0,920811*	0,411848	2,235800
MDVTA	-0,058916	0,263741	-0,223386
SATD	-0,437377*	0,222702	-1,963950
LAKTİF	0,721855*	0,217531	3,318406
R ²	0,162	F	2,77*
Durbin Watson	1,943	F (Olasılık)	0,011

* %1 anlamlılık düzeyindeki ilişkileri göstermektedir

$$UYVK/ÖZ_i = a_i + \mathbf{0,920ROA}_i + (-0,836)MDV_i + \mathbf{(-0,437)SATD}_i + \mathbf{0,721AKTİF}_i$$

Regresyon analizi sonucunda, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkende meydana gelen değişimi açıklama oranının (R²) %16 olduğu görülmektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden aktif kârlılığının (ROA), firmanın (aktiflerinin) büyüklüğünü (AKTİF); firmanın satışlarının logaritması (SATD), bağımlı değişken olan firmanın uzun vadeli borç/özsermaye bileşenini istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilediği görülmektedir. Bu değişkenlerden ROA ve AKTİF, UYVK/ÖZ istatistiksel olarak pozitif yönde sırasıyla $\beta_{ROA} = 0,920$; $\beta_{AKTİF} = 0,721$ etkilemekte iken; SATD, bağımlı değişkeni negatif yönde $\beta_{SATD} = -0,437$ etkilemektedir.

Modele dâhil edilen diğer bağımsız değişken MDVA oranının ise, uzun vadeli yabancı kaynaklar/özsermaye oranını istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği görülmektedir.

5. SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Spor firmalarının, sermaye yapısı belirleyicilerinin birbirini etkileyip etkilemediğini ortaya koymayı amaçlayan 2005Q1-2011Q3 yılları arasındaki yedi yıllık dönemde hisse senetleri İMKB’de işlem gören spor firmalarının verilerinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda, kârlılığın ve aktiflerdeki büyümenin, uzun

vadeli yabancı kaynak/öz kaynak oranını pozitif yönde; satışların doğal logaritmasının da, uzun vadeli yabancı kaynak/öz kaynak oranını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Oluşturulan panel veri modelinde kullanılan diğer bağımsız değişkenlerin maddi duran varlık oranının ise, uzun vadeli yabancı kaynaklar/öz sermaye oranını istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği görülmektedir.

Kârlılık değişkenine ilişkin katsayılar ele alındığında, anlamlı sonuçlarla karşılaşılmıştır. Literatürdeki çalışmaların varsayım ve sonuçları incelendiğinde, dengeleme teorisi kabullerinin geçerliliğinden ve finansal hiyerarşi teoremini destekleyici yöndeki eğilimlerden bahsedilebilir.

Firma büyüklükleri aktifler ile sermaye yapısı arasında ilişkileri ortaya koyan 2005Q1-2011Q3 yılları arasındaki analiz sonuçları ele alındığında, firma büyüklüğü bağımsız değişkeninin regresyon analizlerinin sonucunda pozitif yönlü olarak gözlemlenmiştir. Firma büyüklüğü değişkeni olarak toplam aktifler kaleminin ele alındığı analizlerde ise istatistikî anlamlılık gözlemlenmektedir.

Araştırmada elde edilen pozitif yönlü ve anlamlı firma büyüklüğü değişkeni bulguları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılan pek çok araştırmadaki beklentilerle aynı yönde olup dengeleme ve temsil maliyetleri teorisini destekler niteliktedir. Bilgi asimetrisinin geçerli olduğu varsayımı ile oluşan hatalı seçim problemlerinin göz önünde bulundurulduğu durumlara ilişkin bu sonuç, finansal hiyerarşi teoremindeki negatif yönlü beklentinin aksi yönde sonuçlara sebebiyet vermektedir.

Maddi duran varlıkların toplam aktifler içindeki payı olarak değerlendirmeye tabi tutulan varlık yapısı, ele alınan değişkenlerinin önemli çoğunluğunda istatistiksel açıdan anlamsız sonuçlar vermiştir.

Literatürdeki genel beklenti, maddi duran varlıklar ile borçlanma arasında pozitif ilişki yönündedir. Dengeleme teorisi, maddi duran varlıkları yüksek olan firmaların düşük iflas riskleri ile daha rahat borçlanabileceklerini öngörmektedir (Terim ve Kayalı, 2009: 125-154). Temsil maliyetleri teoremine göre de yine aynı sebeplerle bu tip firmalarda düşük bilgi asimetrisi beklentisi ile temsil maliyetleri daha düşük olacak ve böylelikle yine yüksek borçlanma beklenebilecektir.

Ancak Haris ve Raviv (1991) araştırmalarında düşük bilgi asimetrisinin maddi duran varlıklar ile ele alındığı noktada, öz sermaye ile finansmanın, borç kullanımına nazaran daha düşük maliyetli olacağını ortaya koymuş ve finansal hiyerarşi hipotezine uygun şekilde borçlanma ile negatif yönlü sonuçlar elde etmişlerdir.

Analizlerde elde edilen sonuçlardan yola çıkarak firmalara ilişkin varlık yapısı borçlanma eğilimi ile negatif yönlü ilişkisi, finansal hiyerarşi teoremini destekler niteliktedir.

KAYNAKÇA

- ADEYEMI, S. B. and C.S. OBOH, (2011), “**Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria**”, *International Journal of Business and Social Science* Vol. 2 No. 19 [Special Issue - October].
- AFZA, T., and A. HUSSAIN, (2011), “**Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan**”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol: 2, No:10.
- AKGÜÇ, Ö., (1998), *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.
- AKŞAR, T., (2008), “**Taraftar Müşteriye mi Dönüşüyor**”, s.39.
- AL-NAJJAR, B., (2011), “**The Inter-Relationship Between Capital Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Jordanian Data**”, *International Review of Applied Economics* Vol. 25, No. 2, March, 209–224.
- ASARKAYA, Y. ve S. ÖZCAN, “**Determinants of Capital Structure in Financial Institutions: The Case of Turkey**”.
- AZHAGIAH, R., and C. GAVOURY, “**The Impact of Capital Structure on Profitability with Special Reference to it Industry in India**”, *Managing Global Transitions* 9 (4): 371–392.
- BREALEY, R. A. MYERS, S.C. and MARCUS, A.C., (2003), *Principles of Corporate Finance*, USA: The McGraw-Hill.
- BALDEMİR, E. ve B. SÜSLÜ, (2008), “**Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi, Modigliani-Miller Teoremi**”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* Cilt:23 Sayı:2, ss:259-268.
- BHAMRA, H.S., KUEHN, L.A. and I. A. STREBULAEV, (2010), “**The Aggregate Dynamics of Capital Structure and Macroeconomic Risk**”, *The Review of Financial Studies* / v 23 n 12.
- BRIGHAM, F. E., (1989), *Fundamentals of Financial Management*, 5. Edition, USA.
- BRYAN, S., NASH, R. And A. PATEL, (2006), “**Can the agency costs of debt and equity explain the changes in executive compensation during the 1990s?**”, *Journal of Corporate Finance*, 12516– 535.
- BYOUN, S., (2008), “**How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures Toward Targets?**”, *The Journal Of Finance*, Vol. LXIII, No. 6.
- CHEN, L. and Y.Zhao, (2004), “**The Modified Pecking Order Theory: New Empirical Evidence from Corporate Financing Decisions**”, *Working Paper*, Michigan State University.
- CHANG, C. and X. YU, (2010), “**Informational Efficiency and Liquidity Premium as the Determinants of Capital Structure**”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 45, No. 2, Apr., pp. 401–440.
- DORUKKAYA, Ş., (2000), “**Beden Eğitimi ve Spor İstanbul Olimpiyatları (Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı)**”, DPT: 2513.ÖİK:530, Ankara.
- ERCAN, M. K. ve Ü. BAN, (2008), “**Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal Yönetim**”, 2. Baskı, *Gazi Kitabevi*, Ankara.

- ERCAN, M. K, M. B. ÖZTÜRK, K. DEMİRGÜNEŞ, İ. KÜÇÜKKAPLAN ve E. S. BAŞCI, (2006), **"Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması"**, *Gazi Kitapevi*, Ankara.
- FAN, P.H.J., TITMAN, S. And G. TWITE, (2012), **"An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices"**, *Journal of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 47, No. 1, Feb., pp. 23–56.
- G.S.G.M.,(1998), **"İl Spor Merkezleri Uygulaması Sporcu Sayısı"**, Doküman, Ankara.
- G.S.G.M., (1990), **"Spor Şurası"**, Kalkınma Planlarında Spor, Doküman, Ankara.
- JAGDISH, R.R., (2011), **"The Impact of Financial Risk on Capital Structure Decisions in Selected Indian Industries: A Descriptive Analysis"**, *Advances In Management*, Vol. 4 (11) Nov.
- KARADENİZ, E., (2008), **"Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi"**, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi*, Adana.
- KENÇ, T., (2003), **"Reel Opsiyonlar Yöntemi ile Yatırım Projeleri Değerlemesi"**, *Active Dergisi*, s. 30.
- KORKMAZ, T. ve A. CEYLAN, (2007), **"Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi"**, *Gözden Geçirilmiş 4. Baskı*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- LEARY, M.T., (2009), **"Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure"**, *The Journal Of Finance*, Vol. LXIV, No. 3.
- MANASEER AL, M. A., GONIS, E., HINDAWI AL, R.M. and I.I. SARTAWI, (2011), **"Testing the Pecking Order and the Target Models of Capital Structure: Evidence from UK"**, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences – Issue 41*.
- MUKHERJEE, S. And J. MAHAKUD, (2012), **"Are Trade-off and Pecking Order Theories of Capital Structure Mutually Exclusive?"**, *Journal of Management Research* Vol. 12, No. 1, pp. 41-55.
- MUZİR, E. (2011), **"Triangle Relationship among Firm Size, Capital Structure Choice and Financial Performance Some Evidence from Turkey"**, *Journal of Management Research* Vol. 11, No. 2, pp. 87-98.
- OKKA, Osman, (2005), **"Finansal Yönetime Giriş"**, (1. Basım), *Nobel Yayın Dağıtım*, Ankara.
- ÖZGÜLBAŞ, N., (2010), **"Sağlık Kurumlarında Finansal Yönetim"**, (2. Baskı), Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- ÖZALTIN, O., (2006), **"Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama: 2000-2003"**, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- RUAN, W., TIAN, G. And S. MA, (2011), **"Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms"**, *AAFBJ*, Volume 5, No 3.
- TERİM, B. ve C.A. KAYALI, (2009), **"Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye'de İmalat Sanayi Örneği"**, *Sosyal Bilimler*, Cilt: 7 Sayı: 1 Celal Bayar Üniversitesi S.B.E.
- <http://www.imkb.gov.tr/malitablo/> , Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2012.