



**T.C.  
HİTİT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**BORSA İSTANBUL'A (BİST) KOTE REEL SEKTÖR  
FİRMALARINDA BORÇLANMA DİNAMİKLERİNİN  
BELİRLENMESİ**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Sercan KIRIK**

**Çorum 2021**



**BORSA İSTANBUL'A (BİST) KOTE REEL SEKTÖR  
FİRMALARINDA BORÇLANMA DİNAMİKLERİNİN  
BELİRLENMESİ**

**Sercan KIRIK**

**Sosyal Bilimleri Enstitüsü  
İşletme Anabilim Dalı**

**Yüksek Lisans Tezi**

**TEZ DANIŞMANI**

**Doç. Dr. Çiğdem KURT CİHANGİR**

**ÇORUM-2021**

## KABUL VE ONAY

*Sercan KIRIK* tarafından hazırlanan *Borsa İstanbul (BİST)*'a Kote Reel Sektör Firmalarında Borçlanma Dinamiklerinin Belirlenmesi başlıklı bu çalışma, 24/03/2021 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak yüksek lisans yeterlilik tezi olarak kabul edilmiştir.

**Prof. Dr. Cihan TANRIÖVEN (Başkan)**

**Doç. Dr. Fatih KONAK (Jüri)**

**Doç. Dr. Çiğdem KURT CİHANGİR (Danışman)**

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

**Prof. Dr. Muhammed Asif YOLDAŞ**

Enstitü Müdür V.

**T.C.**  
**HİTİT ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yaptığımı beyan ederim. (...../...../2021)

Sercan KIRIK

## ÖZET

KIRIK, Sercan. *Borsa İstanbul'a (BİST) Kote Reel Sektör Firmalarında Borçlanma Dinamiklerinin Belirlenmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Çorum, 2021.

Borçlanma, işletmenin ihtiyacı olan fonları işletme içinden karşılayamadığında, belirli bir süre sonra belirli bir faiz oranı ile geri ödemek şartıyla, sermaye piyasalarından veya finansal araçlardan temin ettiği ödünç kaynaklardır. Bu çalışmada, BİST Sınai Endeksindeki (XUSIN) işletmelerin borçlanma dinamiklerine etki eden işletmeye özgü, sektöre özgü ve makroekonomik faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Literatürde bu faktör gruplarından bir ya da birkaçının kullanılmasına karşılık, bu çalışmada üç grup da araştırmaya dâhil edilmiştir. Analiz dönemi olarak 2010Ç1-2019Ç4 dönemi belirlenmiş olup, çalışmada panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda; kısa vadeli finansal borç oranı ile borç dışı vergi kalkanı, likidite oranı, bankacılık sektörü ve ekonomik güven endeksi; uzun vadeli finansal borç oranı ile büyüklük; toplam finansal borç oranı ile büyüklük, likidite oranı, enflasyon ve sermaye piyasası değişkenleri arasında anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Ayrıca, her üç kaldıraç ile kârlılık, varlık yapısı ve sektör ortalamaları arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kavramlar:** BİST Sınai Endeksi (XUSIN), Borçlanma Dinamikleri, Sermaye Yapısına Etki Eden Faktörler, Finansal Liberalizasyon, Panel Veri Analizi.

## ABSTRACT

KIRIK, Sercan. *Determination of Leverage Dynamics in Real Sector Companies Which is Quoted to Borsa Istanbul (BIST)*, (Master Thesis), Çorum, 2021.

Borrowing is the resources a firm obtains from capital markets or financial intermediaries on the condition that it repays with a certain interest rate after a certain period if it cannot meet the funds it needs from within the enterprise. In this study, it is aimed to determine the firm-specific, sector-specific and macroeconomic factors that affect the leverage dynamics of the companies in the BİST Industrials Indice (XUSIN). Although one or more of these factor groups are used in the literature, in this study all three groups are included in this investigation. The period of 2010Q1 - 2019Q4 is determined as the analysis period, and panel data analysis method is used in the study. Based on the results of the study; between short-term financial debt ratio and non-debt tax shield, liquidity ratio, banking sector, and economic confidence index; between long-term financial debt ratio and size; significant results are obtained between the total financial debt ratio and the variables of size, liquidity ratio, inflation, and the capital market. Besides, a significant relationship between all three leverage and profitability, asset structure, and sector averages has been determined.

**Keywords:** BİST Industrials Indice (XUSIN), Leverage Dynamics, Factors Affecting Capital Structure, Financial Liberalization, Panel Data Analysis.

## TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde, gece gündüz ayırımı yapmadan, bilgisini ve emeğini esirgemeyen tez danışmanım Doç. Dr. Çiğdem KURT CİHANGİR'e özel teşekkürlerimi sunarım.

Analiz sürecinde desteğini esirgemeyen Amasya Üniversitesi Merzifon İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Araştırma Görevlisi Muhammed Emin KARAARSLAN'a, bu tanışmaya vesile olan Amasya Üniversitesi Merzifon Meslek Yüksekokulu Öğretim Görevlisi Muhammed Mert AYKUT'a ve Hitit Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesindeki değerli hocalarıma teşekkürlerimi sunarım.

Bu süreçte desteğini hiçbir zaman esirgemeyen sevgili eşim Handenur KIRIK'a, annem Mine KIRIK'a, kardeşim Sertan KIRIK'a ve kıymetli aileme teşekkürlerimi borç bilirim.

Yüksek lisans konusunda bana gerekli imtiyazı gösteren T.C. Merzifon Belediyesi Belediye Başkanı Alp KARGI'ya, belediye başkan yardımcıları Erkan ERGÜL ve M. Tuncer BASMACI'ya, başta Sertaç ÖZTÜRK olmak üzere Strateji Geliştirme Müdürlüğündeki değerli çalışma arkadaşlarıma ve adlarını buraya sığdıramayacağım kıymetli dostlarıma teşekkür ederim.



# İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
<b>ÖZET</b> .....	<b>i</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>ii</b>
<b>TEŞEKKÜR</b> .....	<b>iii</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>iv</b>
<b>TABLolar DİZİNİ</b> .....	<b>viii</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>ix</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>

## BİRİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE YAPISI VE KALDIRAÇ

<b>1.1. SERMAYE YAPISI KAVRAMI</b> .....	<b>5</b>
1.1.1. Kaynak İhtiyacının Karşılanması (Finansman Kaynakları) .....	5
1.1.1.1. Özkaynaklar .....	6
1.1.1.1.1. Öz Sermaye .....	6
1.1.1.2. Oto-finansman .....	7
1.1.1.2. Borçlar (Yabancı Kaynaklar) .....	8
<b>1.2. SERMAYE YAPISI KARARLARI VE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ TEORİLER</b> .....	<b>8</b>
1.2.1. Geleneksel Sermaye Yapısı Teorileri .....	10
1.2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri .....	12
1.2.2.1. Dengeleme Teorisi (DT) .....	12
1.2.2.2. Sinyal Teorisi (ST) .....	12
1.2.2.3. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (FHT) .....	13
1.2.2.4. Piyasa Zamanlaması Teorisi (PZT) .....	13
1.2.2.5. Temsilci Maliyetleri Teorisi (TMT) .....	14
1.2.2.6. Asimetrik Bilgi Teorisi (ABT) .....	15
<b>1.3. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER</b> .....	<b>15</b>
1.3.1. İşletmeye Özgü Faktörler .....	16

	<b><u>Sayfa</u></b>
1.3.1.1. Kârlılık Yapısı.....	16
1.3.1.2. Varlık Yapısı.....	16
1.3.1.3. İşletme Büyüklüğü.....	17
1.3.1.4. Likidite.....	18
1.3.1.5. Risk.....	18
1.3.1.6. Büyüme Fırsatları.....	19
1.3.1.7. Temettü Politikaları.....	20
1.3.1.8. İşletmenin Organizasyon Şekli ve Hukuki Yapısı.....	20
1.3.1.9. Vergi Kalkanı.....	20
1.3.1.10. Borç Dışı Vergi Kalkanı.....	21
1.3.1.11. Kontrol Hakkı.....	21
1.3.2. Sektöre Özgü Faktörler.....	21
1.3.2.1. Mevsimsel Hareketler.....	22
1.3.2.2. Genel Ekonomik Dalgalanmalara Olan Duyarlılık.....	22
1.3.2.3. Sektördeki Rekabet Şekli.....	22
1.3.2.4. Sektörün İçinde Bulunduğu Evre.....	22
1.3.2.5. Yerleşmiş Gelenek ve Görenekler.....	23
1.3.3. Makroekonomik Faktörler.....	23
1.3.3.1. Enflasyon Oranı.....	23
1.3.3.2. Faiz Oranı.....	24
1.3.3.3. Döviz Kuru.....	24
1.3.3.4. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Büyüme Oranı.....	25
1.3.3.5. Ekonomiye Duyulan Güven.....	25
<b>1.4. KALDIRAÇ KAVRAMI.....</b>	<b>26</b>
1.4.1. Faaliyet Kaldırıcı.....	26
1.4.2. Finansal Kaldıraç.....	27
1.4.3. Bileşik Kaldıraç.....	27

## İKİNCİ BÖLÜM

### DIŞ BORÇLANMA VE TÜRKİYE’DE FİNANSAL LİBERALİZASYON

<b>2.1. BORÇLANMA KAVRAMI VE BORÇLARIN SINIFLANDIRILMASI.....</b>	<b>28</b>
2.1.1. Sağlandıkları Kaynaklara Göre Borçlar .....	28
2.1.1.1. İç Borçlar.....	29
2.1.1.2. Dış Borçlar .....	30
2.1.2. Vadelerine Göre Borçlar .....	31
2.1.2.1. Kısa Vadeli Borçlar.....	31
2.1.2.2. Orta Vadeli Borçlar .....	31
2.1.2.3. Uzun Vadeli Borçlar .....	32
2.1.3. Gönüllü Olup Olmadıklarına Göre Borçlar .....	32
<b>2.2. TÜRKİYE’DE FİNANSAL LİBERALİZASYON VE DIŞ BORÇLANMA SÜRECİ .....</b>	<b>32</b>
2.2.1. 1923-1979 Dönemi .....	33
2.2.2. 1980-1989 Dönemi .....	35
2.2.3. 1990-2001 Dönemi .....	38
2.2.4. 2002 Sonrası Dönem.....	41
<b>2.3. FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ.....</b>	<b>44</b>
2.3.1. İç Finansal Liberalizasyon .....	44
2.3.1.1. Doğrudan Finansman ve Sermaye Piyasaları.....	45
2.3.1.2. Dolaylı Finansman ve Finansal Araçlar.....	46
2.3.2. Dış Finansal Liberalizasyon.....	46
<b>2.4. BORÇLANMA DİNAMİKLERİNİ ORTAYA KOYAN KALDIRAÇ GÖSTERGELERİ .....</b>	<b>48</b>
2.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar.....	50
2.4.2. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar .....	50
2.4.3. Toplam Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar .....	51

### **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

#### **BİST SANAYİ SEKTÖR ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ REEL SEKTÖR FİRMALARINDA UYGULAMA**

	<u>Sayfa</u>
<b>3.1. LİTERATÜR.....</b>	<b>52</b>
<b>3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI .....</b>	<b>56</b>
<b>3.3. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE YÖNTEMİ .....</b>	<b>56</b>
<b>3.4. PANEL VERİ ANALİZİ.....</b>	<b>59</b>
3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Homojenlik Testleri .....	59
3.4.2. Birim Kök Testlerinin Uygulanması.....	61
3.4.3. Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Modellerinin Test Edilmesi ve Hausman Testinin Uygulanması .....	62
<b>3.5. ANALİZ SONUÇLARI.....</b>	<b>71</b>
<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....</b>	<b>75</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>76</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>93</b>
<b>EK-1 .....</b>	<b>93</b>

## TABLolar DİZİNİ

<b><u>Tablo</u></b>	<b><u>Sayfa</u></b>
Tablo 1.1. Özkaynakların Avantaj ve Dezavantajları.....	7
Tablo 2.1. 1980-1989 Dönemi Türkiye'nin Dış Borç Stokunun Vadelerine Göre Gelişimi.....	37
Tablo 2.2. 1990-2001 Dönemi Türkiye'nin Dış Borç Stokunun Vadelerine Göre Gelişimi.....	40
Tablo 2.3. 2002 ve Sonrasında Türkiye'nin Dış Borç Stokunun Vadelerine Göre Gelişimi.....	43
Tablo 3.1. Veri Seti ve Açıklamaları .....	57
Tablo 3.2. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi Sonuçları.....	60
Tablo 3.3. Homojenlik Sınaması .....	60
Tablo 3.4. Pesaran CADF Birim Kök Testi.....	62
Tablo 3.5. KVFBO için Sabit Etkiler Modeli Test Sonuçları.....	63
Tablo 3.6. KVFBO için Rassal Etkiler Modeli Test Sonuçları .....	64
Tablo 3.7. KVFBO için Hausman Testi Sonuçları .....	65
Tablo 3.8. UVFBO için Sabit Etkiler Modeli Test Sonuçları.....	66
Tablo 3.9. UVFBO için Rassal Etkiler Modeli Test Sonuçları .....	67
Tablo 3.10. UVFBO için Hausman testi sonuçları .....	67
Tablo 3.11. TFBO için Sabit Etkiler Modeli Test Sonuçları .....	68
Tablo 3.12. TFBO için Rassal Etkiler Modeli Test Sonuçları.....	69
Tablo 3.13. TFBO için Hausman Testi Sonuçları .....	70

## KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABT	: Asimetrik Bilgi Teorisi
AK Parti	: Adalet ve Kalkınma Partisi
BAP	: Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası
BİST	: Borsa İstanbul
CDS	: Kredi Temerrüt Swapı (Credit Default Swap)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DT	: Dengeleme Teorisi
DTH	: Döviz Tevdiat Hesabı
EVDS	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
Fed	: Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
FHT	: Finansman Hiyerarşisi Teorisi
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GMM	: Arellano-Bold Genelleştirilmiş Momentler Metodu
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GY	: Geleneksel Yaklaşım
HBK	: Hisse Başı Kâr
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Money Fund)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KVFBO	: Kısa Vadeli Finansal Borçlar/Toplam Varlıklar
KVK	: Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar
M-MY	: Modigliani-Miller Yaklaşımı
NFGY	: Net Faaliyet Gelir Yaklaşımı
NGY	: Net Gelir Yaklaşımı

OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)
PLS-SEM	: Kısmi En Küçük Kareler Yapısal Eşitlik Modellemesi
PZT	: Piyasa Zamanlaması Teorisi
S&P	: Standard & Poor's
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
ST	: Sinyal Teorisi
TBÖ	: Toplam Borçlar/Özsermaye
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFBO	: Toplam Finansal Borçlar/Toplam Varlıklar
TK	: Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar
TL	: Türk Lirası
TMS-23	: Türkiye Muhasebe Standardı-23 Borçlanma Maliyetleri
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TMT	: Temsilci Maliyetleri Teorisi
TPKK	: Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
USD	: Amerika Birleşik Devletleri Doları
UVFBO	: Uzun Vadeli Finansal Borçlar/Toplam Varlıklar
UVK	: Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar
WB	: Dünya Bankası (World Bank)
XUSIN	: BİST Sınai Endeksi

## GİRİŞ

Sermaye yapısı ve sermaye yapısı kararları, finans literatüründe üzerinde en çok çalışılan konuların başında gelmektedir. İşletmeler; getiri ve risk arasındaki dengeyi sağlayan, ortalama sermaye maliyetini minimize, piyasa değerini maksimize eden optimal (en uygun) sermaye yapısına ulaşmak isterler (Aydın vd., 2017, s.217). Sermaye yapısının değiştirilerek ortalama sermaye maliyetinin ve böylece piyasa değerinin etkilenip etkilenmeyeceğini ele alan teorileri, geleneksel ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Geleneksel sermaye yapısı teorileri, piyasa değeri ile ortalama sermaye maliyeti açısından değerlendirmede bulunmaktadır. Ortalama sermaye maliyeti, işletmenin kullanmış olduğu yabancı kaynak, özkaynak, imtiyazlı hisse senedi ve hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi kaynakların ortalama maliyetidir (Yücel, 2006, s.6). Geleneksel sermaye yapısı teorileri; vergi ve işlem maliyetlerinin bulunmaması, firma kârının tamamen kâr payı olarak dağıtılması ve faaliyet kârlarının büyümemesi gibi çeşitli varsayımlara dayanmaktadır (Van Horne, 1978, s.279). Özkaynağın reel maliyeti, borçlanmanın reel maliyetine göre nispeten daha fazladır. Özkaynak ile borçlanmanın reel maliyetlerinin eşitlendiği noktada, firma optimal sermaye yapısına ulaşarak, firma değerini maksimize etmektedir (Akgüç, 1998, s.500). Modigliani ve Miller (1958)'in çalışmalarında göz ardı ettikleri vergi, bilgi asimetrisi, temsilcilik maliyeti gibi kavramlar nedeniyle başlayan tartışmalar bir kırılma noktası oluşturmuş ve modern sermaye yapısı teorilerinin ortaya çıkmasını sağlamıştır (Kartal, 2017, s.429-437). Ancak, geliştirilen bu teorilerden hangisinin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğuna yönelik bir fikir birliğine varılamamıştır. Çünkü sermaye yapısının belirlenmesi kararlarının modern işletmecilik veya değere dayalı yaklaşımdaki eksikliği ve sosyal bir varlık olan işletmelerin kararlarını etkileyen içsel ve dışsal faktörlerin bulunması nedeniyle sermaye yapısı işletmeye, sektöre ve makroekonomik faktörlere göre değişkenlik göstermektedir. Dolayısıyla, geleneksel sermaye yapısı teorilerinin sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiye yoğunlaşmasına karşın; modern sermaye yapısı teorilerinin öncelikle firmanın sermaye yapısını etkileyen faktörlerin belirlenmesi ve sonrasında firma değeri ile ilişkilendirilmesi üzerine yoğunlaştığı söylenebilir.



İşletmelerin finansman ihtiyacını karşılamada iç kaynaklar (öz sermaye artışı, oto-finansman) ve dış kaynakların (borçlanma ‘banka kredisi, tahvil’) yanında teknolojik gelişmelerin finansal hizmetlere de yansımaları ile birçok araç geliştirilmektedir (çevrimiçi finansman, kitlesel fonlama, P2P gibi). Bu yeni araçlar, yadsınamaz birer finansal kaynak olsalar da, henüz hukuki düzenlemelerin yapılmadığı dikkate alınmalıdır. Dolayısıyla, firmalar için etkin finansman kaynaklarını özkaynaklar ve borçlanma olarak iki başlıkta değerlendirmek mümkündür. Özkaynaklar, firma içinden (dağıtılmamış kârlar, yedek akçeler vb.) veya dışından (sermaye artışı, yeni ortakların alınması, katılma intifa senedi satışı, birikim sahiplerine pay senedi vb.) sağlanabilmektedir (Akgüç, 1998, s.481). Borçlar ise işletme dışındaki üçüncü şahıslardan temin edilen, belirli bir vade sonunda geri ödenen ve karşılığında belirli bir faiz ödemesinin olduğu bir kaynaklardır (Aksoy, 2017, s.239). Özkaynak ile fon temin edemeyen işletmeler, borçlanma yoluna gitmektedirler.

Borçlanmayı tercih eden ülke ve/veya şirket, ihtiyacı olan kaynağı iç ve dış piyasalardan sağlamaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) ulusal tasarrufların yetersiz olması, ülkeleri dış borçlanmaya yönlendirmektedir. Borçlanmanın yapısı gereği taşıdığı risklerin üzerine, dış borçlanma ile gelen kur riskinin de eklenmesi, GOÜ’lerin kırılgan ekonomileri üzerinde büyük bir etki meydana getirmektedir. Türkiye özelinde, özellikle 1980’li yıllarda gerçekleşen iç ve dış finansal liberalizasyona yönelik hamleler ile başlayan süreçten günümüze kadar, dış borçlanmanın artış gösterdiği görülmektedir. Devletin dış borçlanmaya yönelmesi, temel finansal birimler olan şirketleri, bankaları ve hane halkını da etkilemektedir.

Kamunun ulusal piyasada, firmalara kıyasla, daha uygun koşullarda ve fazla borçlanmasının ekonomide neden olduğu dışlama etkisi, şirketlerin sermaye yapısı kararlarında etkili bir faktördür. Bu etki, fon arz eden finansal birimler olarak bankaların ve hane halkının, geri ödeme riski açısından nispeten daha güvenli olduğu kabul edilen kamuyu tercih etmeleri ve dolayısıyla firmaların finansal sistemden etkin bir biçimde yararlanamamaları ile ortaya çıkmaktadır. Kamunun iç borçlanması faizlerin artmasına ve dolayısıyla şirketlerin kur riskini üstlenerek, dış borçlanmaya yönelmelerine neden olur. GOÜ’lerden sermaye çıkışları ile yaşanabilecek kur atakları, kur ve faiz ile enflasyonun doğrudan ilişkisi ve beklentiler kanalının ekonomi üzerindeki etkileri, şirketlerin, finansman ihtiyacını sağlarken borçlanma veya

öz kaynağa yönelmelerini etkilemektedir. Bu nedenle makroekonomik faktörlerin, şirketlerin sermaye yapılarına etki ettiği söylenebilir. Şirketlerin, kendilerine has özellikleri de onları, diğer şirketlerden ayırmaktadır. Şirketin hukuki yapısı, büyüklüğü, kâr elde edebiliyor olması veya likiditeye sahip olması gibi işletmeye özgü birçok faktör sermaye yapısının oluşmasında etkili olmaktadır. İşletmenin ürettiği ürünün niteliği, mevsimsel durgunlukları barındıran bir sektörde faaliyet göstermesi veya sektörün yeni bir sektör olması gibi sektörel faktörler işletmelerin sermaye yapıları üzerinde etkilidir.

Sayılgan vd. (2006), Okuyan ve Taşçı (2010), Abdioğlu ve Deniz (2015), Kakilli Acaravcı (2015) ve Karacaer vd. (2016) sanayi sektörü firmalarında, sermaye yapısının belirleyicilerine yönelik yaptıkları çalışmalarda işletmeye özgü faktörleri incelemişlerdir. Çalışmalarda, farklı kaldıraç göstergeleri kullanılmış ancak finansal borçlara yönelik kaldıraç göstergeleri kullanılmamıştır. Finansal borçları ve işletmeye özgü, sektöre özgü ve makroekonomik faktörleri birlikte inceleyen çalışmaların az olması, sermaye piyasaları ile ekonomik güven endeksi değişkenlerini içeren bir çalışmanın bulunmaması literatürde bir boşluk olarak görülmüş ve güncel veri seti ile çalışma gerçekleştirilerek, literatüre katkı sağlayacağı değerlendirilmiştir. Sanayi sektörünün uzun vadede yatırım, istihdam ve katma değer yaratması bakımından genel ekonomi içerisinde önemli bir yer tutmasından dolayı (Koç vd., 2017, s.16) çalışma, BİST Sınai Endeksi (XUSIN) üzerine gerçekleştirilmiş ve tezin konusu; “Borsa İstanbul’a (BİST) Kote Reel Sektör Firmalarında Borçlanma Dinamiklerinin Belirlenmesi” olarak belirlenmiştir.

Bu amaçla, çalışmanın birinci bölümünde sermaye yapısı, sermaye yapısı kararları, sermaye yapısı ile ilgili geleneksel ve modern teoriler ile sermaye yapısını etkileyen işletmeye özgü, sektöre özgü ve makroekonomik faktörler açıklanmıştır. Kaldıraçın tanımı ve çeşitlerine de bu bölümde yer verilmiştir. İkinci bölümde tezin konusunu oluşturan borçlanma kavramı irdelenmiştir. Bu kapsamda borçlanma kavramı açıklanmış, borçlanmanın sınıflandırılması yapılarak Türkiye Cumhuriyeti’nin kuruluşundan günümüze kadar olan dönemde Türkiye’de ekonomik durum, dış borçlar ve yaşanan krizler bu bölümde incelenmiştir. Finansal liberalizasyon süreci açıklanmış ve borçlanma dinamiklerini ortaya koyan gösterge kaldıraçlara değinilmiştir. Üçüncü bölüm ise reel sektör firmalarında yapılan uygulamayı içermektedir. Çalışmada Borsa İstanbul (BİST) Sınai Endeksine (XUSIN) kote 127 firmanın, 2010Ç1-2019Ç4

dönemindeki mali tabloları incelenmiştir. Endeksteeki bazı firmalar belirlenen yıl aralığında düzenli verilere sahip olmaması nedeniyle araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır. Geçmiş yıllara dair verilerin düzensiz olması nedeniyle de araştırmanın yıl aralığı sınırlandırılmıştır. Araştırmanın amacı ve kullanılan veri seti de bu bölümde tanımlanarak, panel veri analizi yöntemi ile elde edilen bulgular ortaya konulmuştur. Sonuç bölümünde, bu bulgulardan elde edilen sonuçlar değerlendirilerek yorumlanmıştır. Elde edilen sonuçlardan özellikle, kısa vadeli finansal borç oranı (KVFBO) ile bankacılık sektörü ve tüketici güven endeksi; toplam finansal borç oranı (TFBO) ile sermaye piyasaları arasındaki anlamlı ilişkinin bulunması araştırmayı farklı kılmaktadır.



# BİRİNCİ BÖLÜM

## SERMAYE YAPISI VE KALDIRAÇ

### 1.1. SERMAYE YAPISI KAVRAMI

İşletmelerin kurulabilmesi ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri için çeşitli varlıkları bünyesinde bulundurması gerekir. Bu varlıklara sahip olmak fon ihtiyacını doğurur ve bu fonlar çeşitli kaynaklardan temin edilirler (Büyüktortop, 2007, s.32). İşletmeler fon ihtiyaçlarını borç verenlerden (borç) veya ortaklardan (özkaynak) olmak üzere iki şekilde karşılamaktadırlar (Brealey, 2011, s.4).

Modigliani ve Miller'ın 1958 yılındaki çalışması ile borç ve özkaynağın en iyi kombinasyonunun firma değerini maksimize edip etmediği veya hangi faktörlerin optimal sermaye yapısını etkilediği tartışması başlamıştır (Sayılğan vd., 2006, s.125). Böylece, finansal yönetimin temel politikalarından biri olan finansman politikasının, firma amacına etkisi araştırılmıştır.

İşletme varlıklarının kullanımında izlenen finansal politikalar ile kaynak temininde izlenen finansal politikalar firmanın değer maksimizasyonunu sağlamaktadırlar (Ata ve Ağ, 2010, s.46). Bu sebeple finans yöneticisinin kararları önem arz etmektedir. Finansmanın temel iki kaynağı borçlar (yabancı kaynaklar) ve özkaynaklardır. Borçlanma, özkaynağa göre daha düşük maliyetlidir; ancak iflas riskini de içinde barındırır (Ramagopal, 2008, s.7).

Bu bölümde, bir firmanın finansman kaynakları belirlenerek teorik çerçeve sunulmuştur. Devamında, firmanın kaynak ihtiyacını etkileyen faktörler firmaya özgü, endüstriyel ve makroekonomik faktörler olarak açıklanmıştır. Son olarak borç kullanımı ile ortaya çıkan kaldıraç kavramı üzerinde durulmuştur.

#### 1.1.1. Kaynak İhtiyacının Karşılanması (Finansman Kaynakları)

Kaynakların temininde borçlar firma dışından sağlanan fonlardır. Özkaynaklar ise firma içerisinden (dağıtılmamış kârlar, yedek akçeler vb.) veya dışarisinden (sermaye artışı, yeni ortakların alınması, katılma intifa senedi satışı, birikim sahiplerine

pay senedi vb.) sağlanabilir (Akgüç, 198, s.481). Bu sebeple özkaynaklar; öz sermaye ve oto-finance olarak ikiye ayrılabilir. Bu çalışmada, fon temin kaynakları öz sermaye, oto-finance ve borçlar (yabancı kaynaklar) olarak üç başlığa ayrılmıştır.

#### **1.1.1.1. Özkaynaklar**

Atabey vd. (2010, s.582), özkaynakları, işletmenin sahipleri veya ortaklarının işletmeye koydukları değerler ile işletmenin yaptığı faaliyetler neticesinde oluşan değerlerin işletmeden alınmayan kısımları olarak tanımlamışlardır. 4 Ocak 1961 tarih ve 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 192. maddesine göre özkaynaklar, “*aktif toplamı ile borçlar arasındaki fark, müteşebbisin işletmeye mevzu varlığı teşkil eder*” şeklinde açıklanmıştır (Vergi Usul Kanunu, 1961). Temel özkaynak kalemleri, öz sermayeyi temsil eden hisse senetleri ve oto-finance kaynaklarıdır.

Özkaynaklar, işletmelerin temel finansman kaynağıdır. İşletmelerin özkaynaklarının gücü ile borçlanma potansiyelleri doğrudan bir ilişki içerisindedir (Terim, 2009, s.6).

##### **1.1.1.1.1. Öz Sermaye**

Öz sermayeyi temsil eden hisse senedi; ortaklık veya sahipliği belirten finansal varlıktır (Gönenli, 1991, s.514). Hisse senedi; ihraç eden işletme ile satın alan arasında ortaklık kuran, kârdan pay alma hakkı sağlayan, şirket tasfiyesinden yararlanma ve ihraç edene de tasfiyeye kadar fonları kullanma hakkı sağlayan finansal bir varlıktır (Geçili, 2014, s.8).

Hisse senedi yoluyla kaynak bulma enflasyonun olduğu dönemlerde avantaj sağlayabilir. Böyle dönemlerde şirketler, tahvil ihracında yüksek faiz uygulamak durumundadırlar. Bu koşullarda faiz, hisse senedinin sağladığı gelirden daha yüksek görülebilir (Akgüç, 1998, s.754).

İşletmeler, sadece borçlanarak kaynak sağlamazlar, öz sermayeyi de kullanmaları gerekmektedir. Öz sermaye, işletmeler için sürekli bir kaynak niteliğindedir (Akgüç, 1998, s.753).

### 1.1.1.1.2. Oto-finansman

Oto-finansman, işletmenin kendi kendine finansmanı veya fon oluşturması anlamına gelen, dönem sonunda elde edilen kârın bir kısmının dağıtılmamasıyla ortaya çıkan bir finansman yöntemidir (Geçili, 2014, s.12). Açık ve gizli oto-finansman olarak ikiye ayrılır. Açık oto-finansman, işletmenin gerçekleştirdiği faaliyetler neticesinde elde edilen kârın firma içinde tutulmasıdır (Terim, 2009, s.12). Dağıtılmayan kârlar, yedekler, amortismanlar ve karşılıklar bu kapsamda yer almaktadır (Kılıç, 2018, s.238).

Gizli yedek akçe ayrılarak yapılan gizli oto-finansman yönteminde gizli yedekler, aktif değerlerin olduğundan düşük, amortisman oranlarının yüksek, şüpheli alacakların yüksek veya pasifteki borçların daha fazla gösterilmesiyle oluşturulur (Kılıç, 2018, s.238).

Özkaynakların çeşitli avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır (Aksoy, 2017, s.259):

**Tablo 1.1.** Özkaynakların avantaj ve dezavantajları

ÖZKAYNAKLARIN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI	
AVANTAJLARI	DEZAVANTAJLARI
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Vadeleri bulunmamaktadır,</li><li>▪ Sonsuz sürelidir,</li><li>▪ Borçtaki anapara ve faiz ödemeleri gibi ödeme yapılmaz,</li><li>▪ Kâr varsa kâr dağıtımı yapılır. Zarar ettiği durumlarda kâr payı ödenmez,</li><li>▪ Kredi kullanılırken istenilen teminatlara gerek yoktur,</li><li>▪ İşletmenin gücünü ve kredi değerliliğini gösterir,</li><li>▪ Faaliyetlerde esneklik ve güven sağlar,</li><li>▪ İşletme riskini azaltır,</li><li>▪ Nakitse işletmenin likiditesini artırır,</li><li>▪ Ek borç ve özkaynak teminini kolaylaştırır.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Kâr payı ödemeleri belirsizdir,</li><li>▪ Devlete ve borç verenlere ödemeler yapıldıktan sonra kalanı ortaklara dağıtılır,</li><li>▪ Kâr yoksa kâr payı ödemesi yapılmamasının herhangi bir yasal koruması bulunmamaktadır,</li><li>▪ İşletme tasfiye olursa ve en son kalan tutar varsa ortaklık payına göre dağıtılır,</li><li>▪ Kaynak maliyeti yüksektir,</li><li>▪ Nakit kâr payı bekleyen yatırımcılar, bedelsiz hisse senedi dağıtılmasıyla olumsuz etkilenebilirler,</li><li>▪ Sermaye artırımına gidildiği durumda mevcut ortakların katılma gücü yoksa ortaklık payları azalabilir,</li><li>▪ Vergi tasarrufu etkisi bulunmamaktadır.</li></ul>

**Kaynak:** Finansal Yönetim adlı kitaptan yararlanılarak hazırlanmıştır (Aksoy, 2017, s.259).

### **1.1.1.2. Borçlar (Yabancı Kaynaklar)**

İşletmelerin özkaynak ile; yani öz sermaye artışı ya da oto-finansman yoluyla, finansman imkânı bulamadığı veya bu yöntemlerle finansmanın maliyetinin yüksek olduğu durumlarda tercih edilen diğer yöntem borçla finansmandır (Selçuk, 2018, s.213). İşletme dışındaki üçüncü şahıslardan temin edilen bu fonlar, belirli bir vade sonunda geri ödenen ve karşılığında belirli bir faiz ödemesinin olduğu bir kaynaktır (Aksoy, 2017, s.239). Borçlar vadesine göre; kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli olmak üzere üçe ayrılır. Vadesi bir yıldan kısa olan borçlar kısa vadeli, vadesi bir yıldan beş yıla kadar olanlar orta vadeli, beş yıldan fazla olan borçlar ise uzun vadeli olarak anılmaktadır. Finans literatüründe orta ve uzun vadeli ayrımı yapmadan, vadesi bir yıldan fazla ise uzun vadeli borç olarak adlandırılan görüşler de mevcuttur (Okka, 2013, s.532-533).

Kısa vadeli borçlara; ticari krediler, repo anlaşmaları, menkulleştirme, finansman bonoları, kısa vadeli banka kredileri ve faktoring örnek olarak gösterilirken; orta ve uzun vadeli borçlara ise orta vadeli satıcı kredileri, orta ve uzun vadeli banka kredileri, leasing, forfaiting ve tahviller örnek olarak verilebilir (Selçuk, 2018, s.213).

Borçları; finansal borçlar ve ticari borçlar olarak incelemek de mümkündür. Finansal borçlar; banka ve özel finans kurumlarına olan borçlar ile para ve sermaye piyasası araçları ile sağlanan borçlardır (Atabey vd., 2010, s.504). Ticari borçlar ise işletmenin yurtiçi ve yurtdışında bulunan satıcı firmalardan kredili hammadde, malzeme veya mal alışlarını içerir (Akgüç, 1998, s.528). Ticari borçlar; nakit ödeme olmadan, satıcının alıcıya belirli bir ödeme süresi tanınmasıdır (Berk, 2014, s.194). Bu çalışmada, işletmelerin finansal borçları üzerinde durulmuştur.

## **1.2. SERMAYE YAPISI KARARLARI VE SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ TEORİLER**

Sermaye yapısı kararları, işletmenin ihtiyaç duyduğu fonları borç mu yoksa özkaynak kullanarak mı temin edeceğini ve işletmenin sermaye yapısında borç ve özkaynak kullanma oranı ile sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkiyi tartışmaktadır (Geçili, 2014, s.39). Buna göre her bir finansman kaynağının maliyetinin gerçekçi bir biçimde belirlenmesi önem kazanmaktadır.

Özkaynak maliyetini Akgüç (1998, s.450), işletmenin piyasa değerini sabit tutması için, yatırım projelerinin özkaynak ile finanse edilen kısmı üzerinden kazanması gereken minimum kârlılık oranı olarak tanımlarken; Okka (2013, s.426), işletmenin kendi kaynaklarını kullanarak projesini finanse etmesi olarak tanımlamıştır. Özkaynak maliyeti ölçülmesi çok zor olan bir maliyet türüdür (Van Horne, 1978, s.102).

Borçlanma maliyeti ise, işletmenin projesini dış kaynakla finanse etmesi durumunda sağlanan sermayenin maliyetidir. İşletmeye borç sağlayanların beklediği getiri oranı olarak da ifade edilebilir (Yaslıdağ, 2018, s.57). 09.11.2005 tarih ve 25988 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Borçlanma Maliyetlerine İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı’na (TMS-23) göre ise “*bir işletme tarafından yapılan borçlanma ile ilgili katlanılan faiz ve diğer giderler*” olarak ifade edilmiştir. Borç kullanımı, borcun vergi avantajı ile sermaye maliyetini düşürerek borcu avantajlı hâle getirmektedir. Ancak borçlanmanın artması finansal riski, iflas ihtimalini ve temsilci maliyetini artırmaktadır (Terim, 2009, s.5). Buradaki borçlanma maliyeti, finansal borcu ifade etmektedir.

Ortalama sermaye maliyeti, işletmenin kullanmış olduğu yabancı kaynak, özkaynak, imtiyazlı hisse senedi ve hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi kaynakların ortalama maliyetidir (Yücel, 2006, s.6). İşletmenin borç veya özkaynak kullanması karşılığında doğan yükümlülüklerinin tutarının yatırımdan elde edilen kazancı karşılaması gerekmektedir. Buna ortalama sermaye maliyeti denir (Gönenli, 1991, s.368).

Optimal sermaye yapısı ise ortalama sermaye maliyetinin minimum, firma değerinin maksimum olduğu durumdur (Aksoy, 2017, s.346). Hisse senetlerinin pazar değerinin en yüksek olduğu nokta optimal sermaye yapısını belirler (Gönenli, 1991, s.351). Toplam kaynaklar içerisinde borç ve özkaynak ağırlıklarının firma değerini en yüksek yaptığı ağırlık (oran), optimal (en uygun) sermaye yapısını vermektedir. Firmanın optimal sermaye yapısını üç faktör etkiler. Bunlar; firma değeri, borç dışı vergi kalkını ve finansal sıkıntı maliyetleridir (Bradley vd.,1984, s.869).

Sermaye yapısı teorileri, işletmenin ihtiyaç duyduğu fonların finanse edilmesinde borç ve özkaynak ağırlıklarının nasıl olması gerektiğini ve kaynak finansmanı maliyetini etkileyen unsurları ortaya koymaya yönelik çalışmalardır (Özdemir, 2019, s.29). Sermaye maliyetini minimum, piyasa değerini maksimum hâle getirecek optimal borç/özkaynak oranının bulunması hem yatırımcılar, hem yöneticiler



hem de devlet için önemlidir (Onatça, 2017, s.3). Geleneksel sermaye yapısı teorileri borç/özkaynak oranındaki değişimlerle firma değerini değiştirmenin mümkün olup olmadığını araştırırken, modern sermaye yapısı teorileri firmalardaki sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri araştırmıştır (Karadeniz, 2008, s.15).

Çalışmada, sermaye yapısı teorileri geleneksel teoriler ve modern teoriler olmak üzere iki ana başlıkta incelenmiştir.

### **1.2.1. Geleneksel Sermaye Yapısı Teorileri**

Geleneksel sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısını bazı varsayımlar temelinde piyasa değeri ve sermaye maliyeti açısından incelemektedir (Kartal, 2017, s.429). Geleneksel sermaye yapısı teorilerinin temel varsayımları şu şekildedir (Van Horne, 1978, s.219):

- Kurumlar ve gelir vergilerinin olmadığı varsayılır (Bu varsayım sonradan kaldırılmıştır).
- Borç/özkaynak oranı, hisse senetlerini geri almak için borçlanmak veya borcu ödemek için hisse senedi ihraç etmek suretiyle değişebilmektedir. Sermaye yapısındaki değişiklikler çok hızlıdır ve bu değişikliklerde herhangi bir işlem maliyeti bulunmamaktadır.
- Firma elde ettiği kârın tamamını kâr payı olarak dağıtmaktadır.
- Piyasadaki tüm yatırımcılar için, her firmanın gelecekte beklenen faaliyet kârlarına ilişkin olasılık dağılımlarının beklenen değerleri aynıdır.
- Firmanın faaliyet kârlarının büyümeyeceği beklenmektedir.
- Firmanın işletme riski sabittir.

Geleneksel sermaye yapısı teorilerini; Net Gelir Yaklaşımı (NGY), Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (NFGY), Geleneksel Yaklaşım (GY) ve Modigliani-Miller Yaklaşımı (M-MY) olarak dört başlıkta incelemek mümkündür.

David Durand tarafından geliştirilen NGY'ye göre, işletmeler sermaye yapılarında değişikliğe giderek firma değerlerini artırabilmektedirler (Durand, 1952). İşletmeler borç miktarını artırarak, ortalama sermaye maliyetini düşürüp, firma değerini artırır (Aksoy, 2017, s.371). NGY'nin temelinde borçlanmanın maliyetinin sabit olduğu varsayımı yer almaktadır. Buna göre, sermaye yapısında borcun ağırlığı

artırılarak, ortalama sermaye maliyeti düşürülür ve bu sayede en yüksek firma değerine ulaşılabilir.

Yine David Durand tarafından 1952 yılında yazılan makalede sunulan NFGY, NGY'nin aksine sermaye yapısı ile firma değeri arasında herhangi bir ilişki bulunmadığını ve sermaye yapısındaki değişmelerin firma değeri üzerinde etkisi olmadığını belirtir (Durand, 1952). Bu Yaklaşım, belirli bir optimal sermaye yapısı var olmadığından her sermaye yapısının firmaya yarar sağlayıcı taraflarının olduğunu savunur. Gerekçesi ise işletmenin borçlanma oranının artmasıyla riskin ve özkaynak maliyetinin de artacağı kabul edilmesidir. Borcun, işletmenin finansal riskini artırmasıyla hisse senedi sahipleri artan bu riske karşılık daha yüksek getiri talep edeceklerdir. Böylelikle borcun sağladığı yarar özkaynak maliyetindeki artış ile ortadan kalkacaktır. Bu yüzden ortalama sermaye maliyeti çeşitli sermaye yapıları içinde sabit kalmaktadır (Terim, 2009, s.45).

GY; borç ile finansmanın, özkaynak ile finansmandan daha düşük maliyetli olmasından dolayı sermaye yapısı içerisindeki borcun oranının artırılması ile ortalama sermaye maliyetinin düşeceğini ve böylelikle firma değerini artıracığını ifade eder (Özdemir, 2019, s.32). Bu Yaklaşım, optimal sermaye yapısına ulaşıldığında, finansal kaldıraç etkisi ile sermaye maliyetini düşürüp, firma değerini artıracığını kabul etmektedir (Okka, 2013, s.464). Optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borçlanma devam ederse firma değerini azalacaktır. GY; NGY ve NFGY'nin bir karışımıdır. Bu sebeple ara yaklaşım olarak da adlandırılır (Paramasivan ve Subramanian, 2009, s.51). Bu adlandırmanın nedeni borç kullanımı ile sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiye yaklaşımları açısından dır.

M-MY ise Franco Modigliani ve Merton H. Miller'in 1958 ve 1963 yıllarında yayımlanan makalelerinde ortaya konulmuştur. 1958 yılındaki makalelerinde kurumlar vergisi modele dâhil değilken; 1963 yılındaki makalelerinde kurumlar vergisini de modele dâhil etmişlerdir (Modigliani ve Miller, 1958 ve Modigliani ve Miller, 1963). 1958 yılındaki makalelerinde, firmanın sermaye yapısındaki değişimin, özkaynak maliyetini ve firma değerini etkilemeyeceğini belirtmişlerdir (Modigliani ve Miller, 1958). Modele kurumlar vergisi dâhil edildiğinde vergi tasarrufu sağlandığından dolayı; borcun özkaynağa göre daha avantajlı bir hâle geldiğini belirtmişlerdir. Çünkü, faiz giderleri vergi matrahından düşülebilir. Borcun işletmeye sağladığı tek fayda, faiz

giderlerinin vergi ödemesinde tasarruf sağlayarak ortalama sermaye maliyetini düşürmesi ve firmanın piyasa değerini artırmasıdır (Tecer, 1980, s.129 ve Seyhan, 2010, s.76).

### **1.2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri**

Modern sermaye yapısı teorilerinin başlangıcı Modigliani-Miller'ın 1958 yılında yayımladıkları çalışma ile olmuştur (Harris ve Raviv, 1991, s.297). Modern sermaye yapısı teorileri; Dengeleme Teorisi (DT), Sinyal Teorisi (ST), Finansman Hiyerarşisi Teorisi (FHT), Piyasa Zamanlaması Teorisi (PZT), Temsilci Maliyetleri Teorisi (TMT) ve Asimetrik Bilgi Teorisi (ABT) olmak üzere altı başlıkta incelenmiştir.

#### **1.2.2.1. Dengeleme Teorisi (DT)**

Modigliani-Miller (1963), yapmış oldukları çalışmalarında vergi faktörünü dikkate almaları, finansal sıkıntı maliyetleri ve temsilci maliyetlerini de dâhil etmeleri ile DT ortaya çıkmıştır (Tunçel, 2018, s.21). Bu Teori, işletmenin sermaye yapısı kararını vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyeti arasındaki bir dengelemeye dayandırmaktadır (Brealey vd., 2011, s.458). Firma değeri, vergi avantajı miktarı kadar artmaktadır ancak, borçlanma ile birlikte gelen finansal sıkıntı ve temsilci maliyeti, vergi faktörünün sağladığı avantaj üzerinde sınırlayıcı bir etkiye sahiptir (Kapusuzoğlu ve Ceylan, 2018, s.33).

Normal şartlar altında ise işletmelerin, borç ile özkaynak arasında optimal bir oranı bulmaları gerekmektedir. Sermaye yapısı içinde borcun ağırlığının artması durumunda ortaya çıkan iflas riski, vergi kalkanının olumlu etkisini yok edebilir. Kârı çok olan şirketler vergi avantajından yararlanmak için daha fazla borç kullanmalıdırlar ancak, aşırı borçlanma da iflas riskini artırmaktadır (Ata ve Ağ, 2010, s.47).

#### **1.2.2.2. Sinyal Teorisi (ST)**

Sinyal Teorisi (ST), asimetrik bilginin neden olacağı sorunlardan etkilenecek sermaye yapısı kararlarının değişebileceğini ifade eden yaklaşımlardan birisidir. Bu Teoriye göre yatırımcılar, işletme hakkında yöneticiler kadar bilgili değildir ve işletmenin ihraç edeceği menkul kıymetlerin değerini net bir biçimde hesaplayamamaktadırlar. Bu sebeple firmanın yatırım kararları, kâr payı politikaları ve

sermaye yapısı kararları birer sinyaldir ve firma değeri buna göre yorumlanır (Otluoğlu, 2015, s.23). Yöneticiler, sermaye yapısında yaptıkları değişikliklerle, piyasaya ve yatırımcılara sinyal göndermektedirler (Kartal, 2017, s.439).

1977 yılında Stephen A. Ross, borç oranının işletme hakkında sinyal vermesi hakkında ilk çalışmayı gerçekleştirmiştir. Ross'a (1977) göre işletmenin yüksek kaldıraç oranı<sup>1</sup>, yatırımcı tarafından iyi bir sinyal olarak algılanmaktadır. Borcun, işletmeye getirdiği yükümlülükler ve bu yükümlülüklerin yerine getirilme mecburiyeti yatırımcı tarafından iyi bir sinyal olarak değerlendirilmektedir (Geçili, 2014, s.81). Borç miktarının artması, gelecekte daha yüksek nakit akımları beklendiğinin güvenli bir göstergesidir (Barclay ve Smith, 2005, s.12).

### **1.2.2.3. Finansman Hiyerarşisi Teorisi (FHT)**

Stewart C. Myers ve Nicolas S. Majluf (1984) yaptıkları çalışmaları ile FHT'nin temellerini ortaya çıkarmışlardır. Bu Teoriye göre, yeni yatırımları finanse etmek için sermaye yapısı belirlenirken önce oto-finansmana, sonra borçlara ve son olarak da hisse senedi ihracına başvurulur. İşletmelerin belirleyecekleri optimal borç/öz kaynak oranı yoktur ve borç oranları işletmedeki mevcut kaynakların durumuna ve yatırım harcamalarına göre değişmektedir (Ata ve Ağ, 2010, s.48).

FHT finansman kaynaklarını borç ve öz kaynak şeklinde sınıflandırmak yerine içsel ve dışsal kaynaklar olarak sınıflandırmaktadır. Asimetrik bilgi içsel ve dışsal kaynakların seçimini etkiler; bu nedenle içsel kaynaklar ilk tercihtir. Eğer dış finansman gerekiyorsa nispeten en risksiz olan borçla başlar; daha sonra hisse senedine dönüştürülebilir tahviller gibi hibrit menkul kıymetleri tercih eder ve son olarak da hisse senetleri ihraç edilir (Brealey vd., 2011, s.462).

### **1.2.2.4. Piyasa Zamanlaması Teorisi (PZT)**

Malcolm Baker ve Jeffrey Wurgler (2002) tarafından ortaya konulan ve konuya davranışsal finans açısından yaklaşan bu Teori, işletmelerin fon ihtiyacını karşılarken maliyetin en uygun olduğu finansman türüne yöneldiklerini açıklamaktadır. PZT, piyasa değerinin yüksek olduğu dönemlerin işletmenin hisselerinin aşırı değerlendiği dönemler

---

<sup>1</sup> İlerleyen kısımda açıklanacağı üzere yüksek kaldıraç oranı, borcun toplam kaynak içerisindeki ağırlığının artırılmasıdır.

olduğundan daha az hisse senedi ihraç edilerek daha çok fon sağlayabileceklerini ifade eder. Tam tersi durumda ise hisselerin piyasadan geri satın alınmasını doğru karar olarak nitelendirmişlerdir (Baker ve Wurgler, 2002, s.1). Hisse fiyatlarındaki bu dalgalanmalar, işletmenin sermaye yapısını etkilemektedir (Hassan, 2015, s.21). Eğer yabancı kaynak maliyeti diğer finansman alternatiflerine göre daha düşükse, kredi kullanılabilir veya bono/tahvil ihracı yapılabilir.

#### **1.2.2.5. Temsilci Maliyetleri Teorisi (TMT)**

İşletmelerin profesyonel yöneticileri işe almasıyla birlikte işletme sahipliği ve işletme yöneticiliği birbirinden ayrılmıştır. Bu durum da bir takım çatışma ve maliyetleri doğurmuştur (Yücel, 2006, s.50).

İlk olarak Micheal C. Jensen ve William H. Meckling (1976) tarafından araştırılan temsilci maliyetleri, işletmenin yöneticileri ile hissedarlar ve hissedarlar ile işletmeye borç verenler arasında oluşan çıkar çatışmalarından doğan maliyetler olarak ifade edilmektedir. Jensen ve Meckling (1976, s.309) temsil ilişkisini, işletme sahiplerinin kendi adına bazı kararları vermesi için, bu yetkiyi başkasına devreden bir sözleşme olarak tanımlamaktadır. İki taraf da kendi faydasını maksimize etmeye çalışırsa, temsilci her zaman işletme sahiplerinin çıkarına çalışmayacağını, kendini düşüneceğini varsaymaktadır. Temsilci maliyetleri şu şekilde tanımlanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976, s.309-310):

1- Temsil eden, temsilcinin yaptıklarını gözlemler ve bu izleme maliyetleridir (monitoring cost),

2- Temsil edilenin zarar görmesi veya zararın tazmin edilmesini sağlayan, garanti sağlayıcı maliyet (bonding cost),

3- Temsilcinin aldığı kararlar sonucu temsil edilenin refahında oluşacak azalma, yani önlenemeyen kayıplar (residual loss).

Temsilcilik maliyetleri, firma yöneticileri ile firma hissedarlarının çıkar çatışması olduğunda ve bu çıkarların firma hissedarlarının servetlerini azaltacak yönde kararlar alındığında ortaya çıkar (Ang vd., 2000, s.83).

### **1.2.2.6. Asimetrik Bilgi Teorisi (ABT)**

ABT ilk olarak Akerlof (1970) tarafından Amerika'daki kötü arabaları tanımlamakta kullanılan "limon" piyasası ile ikinci el araçlar üzerinden açıklanmıştır. Bu piyasada satıcı, aracın iyi veya limon olduğunu bilmekte; ancak alıcı bilmemektedir. Yani ikisi arasında bir bilgi asimetrisi bulunmaktadır. Alıcı araca ortalama bir fiyat teklif eder ve bu fiyat satıcı açısından makuldür çünkü aracı o kadar etmemektedir. Bu durum iyi arabalara sahip satıcıların ortalama fiyatı beğenmeyerek piyasadan çıkmalarına neden olur ve piyasada sadece kötü arabalar kalır (Güner, 2016, s.6-7).

ABT, işletme yöneticilerinin ve işletme çalışanlarının nakit akışı ve yatırım fırsatları hakkında özel bilgiye sahip olduğunu açıklar. Bu bilgiler kamuya açık olmayan bilgilerdir (Yakar, 2011, s.17). 1977'de Stephen A. Ross ve Hayne E. Leland ve David H. Pyle işletmenin asimetriye dayanan yatırım kararlarındaki verimsizliğin azaltılması üzerine çalışmışlardır. Öte yandan 1984'te Stewart C. Myers ve Nicolas S. Majluf yatırımcıların işletmenin varlıkları hakkında az bilgiye sahip olması durumunda hisselerin yanlış fiyatlanabileceğini ifade etmişlerdir (Harris ve Raviv, 1991, s.306).

Piyasanın etkinliğini azaltan asimetrik bilgi, sermaye piyasalarında manipülasyon, içeriden öğrenenlerin ticareti, ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve temsil problemlerinin (agency problem) oluşmasına neden olur (Geçili, 2014, s.79).

### **1.3. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

Finans yöneticisinin amaçlarından birisi de işletmenin piyasa değerini ve kazancını artıracak en uygun sermaye yapısını oluşturmaktır. Genel itibarıyla firmalar kaynak maliyetini minimum, işletme değerini de maksimum yapan nokta olan optimal sermaye yapısında faaliyette bulunmak isterler. Optimal sermaye yapısı da işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir (Büyüktortop, 2007, s.4). Benzer biçimde ekonomik şartların da ülkeden ülkeye farklılık göstermesi işletmelere özgü değişkenleri de farklılaştırmaktadır. Aynı ülkede, aynı ekonomik koşullarda ve aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelerde bile sermaye yapısı kararları farklılaşmaktadır (Yücel, 2006, s.74). Bu sebeple, işletmelerin sermaye yapısını etkileyen faktörleri işletmeye özgü faktörler,

sektöre özgü faktörler ve ülkeye özgü değişkenler olan makroekonomik faktörler olarak üç grup altında incelemek mümkündür.

### **1.3.1. İşletmeye Özgü Faktörler**

Kontrolü genellikle işletmede olan faktörler, işletmenin sahip olduğu özellikler sermaye yapısını etkilemektedir. İşletmeye özgü faktörler olarak nitelendirilen bu faktörler; kârlılık yapısı, varlık yapısı, işletme büyüklüğü, likidite, risklilik düzeyi, büyüme fırsatları, temettü politikaları, işletmenin hukuki yapısı, vergi kalkanı, borç dışı vergi kalkanı, kontrol hakkı ve temsilci maliyetleri olarak sıralanabilir.

#### **1.3.1.1. Kârlılık Yapısı**

DT'ye göre, borç kullanımının getirmiş olduğu vergi avantajı ile birlikte finansal sıkıntı ve temsilci maliyetleri, daha kârlı işletmeleri daha yüksek borçlanmaya yönlendirecektir. Bu nedenle borçlanma ve kârlılık arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Borçlanma iyimser bir geleceği işaret ettiği için ST ile de pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Boz, 2016, s.75).

FHT'de, işletmeler önce içsel kaynakları tercih etmekte eğer içsel kaynaklar yetersizse dışsal kaynaklara yönelmektedir. Bu nedenle borçlanma ve kârlılık arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır (Gülşen ve Ülkütaş, 2012, s.52).

#### **1.3.1.2. Varlık Yapısı**

Maddi varlıkların iflas durumunda paraya dönüşme imkânı, borçlulara güven verdiğinden daha düşük maliyetli borçlanmayı sağlar. DT'ye göre finansal sıkıntı maliyetleri ve temsilci maliyetlerinin az olmasından dolayı maddi varlıklarla kaldıraç arasında pozitif bir ilişki mevcuttur (Boz, 2016, s.73-74).

İşletmelerin varlıklarının niteliği, borçlanma düzeyleri konusunda farklı kararlar almalarına neden olan unsurlardan birisidir. Varlıklarının büyük kısmı maddi olmayan duran varlıklardan oluşan firmalar, maddi duran varlığı daha fazla olan firmalara göre daha az borçlanmayı tercih ederler. Çünkü bu varlıklar olası bir kriz anında hızla değer kaybeder (Albayrak ve Akbulut, 2008, s.3-4). Toplam varlıklarında duran varlıkları çok olan işletmelerin uzun vadeli olarak borçlanmaları; stokları ve alacakları çok olan işletmelerin ise kısa vadeli borçlanmaları makuldür (Akgüç, 1998, s.510).

FHT'ye göre daha fazla duran varlığa sahip işletmelerin riskleri düşüktür ve daha az borç kullanmaları olağandır. Bu nedenle duran varlıklar ile kaldıraç arasındaki ilişki negatif yönlüdür (Onatça, 2017, s.25).

TMT'ye göre ise; duran varlıkları az olan işletmelerde yatırımların takip edilmesinin zorluğu sebebiyle hissedarlar borçlanmayı tercih ederek kaynak savurganlığını önlemeye çalışmaktadırlar (Cansız, 2017, s.124). Bu nedenle negatif bir ilişkinin varlığından bahsedilebilir.

### **1.3.1.3. İşletme Büyüklüğü**

Bir işletmenin büyüklüğü niceliksel olarak; yıllık satışlar, yıllık kârlar, varlıklar, öz sermaye miktarı, yatırım toplamı ve çalışanların sayısı ile belirlenirken, niceliksel olarak; sermayedar sayısı, yönetim biçimi, bölge, sektör ve hukuki şekline göre belirlenebilir (Mucuk, 2011, s.94-98). Küçük veya tek sahipli işletmelerin finansman kaynakları arasında seçim yapma olanağı sınırlıdır. Küçük işletmeler sahiplerinin sağladığı özkaynaklar veya satıcı kredileri ile finansman sağladıkları için sınırlı ölçüde borç bulabilmektedirler. Büyük işletmelerin ise finansman ihtiyaçları tek kaynaktan karşılanamayacak kadar fazladır. Bu sebeple her türlü finansman kaynağına ihtiyaç duyarlar (Akgüç, 1998, s.510).

DT'ye göre işletme büyüklüğü ile borçlanma arasında pozitif ilişki, işletme büyüklüğü ile iflas olasılığı arasında negatif ilişki vardır. FHT'ye göre ise işletme büyüklüğü ve borçlanma arasında negatif bir ilişkinin varlığından söz eder (Drobotz ve Fix, 2003, s.15).

TMT'ye göre işletme büyüklüğü ile borçlanma arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur. Çünkü, büyük firmalardaki düşük bilgi asimetrisi, borç pazarına geçişi kolaylaştırmaktadır (Terim, 2009, s.82). Bu sebeple büyük firmalar fon ihtiyacını, küçük firmalara kıyasla daha düşük maliyetle gerçekleştirmektedirler (Titman ve Wessels, 1988, s.6).

ABT'ye göre ise işletme büyüklüğü ile borçlanma arasında negatif bir ilişki vardır. Çünkü yatırımcıların, büyük firmaların bilgilerine kolaylıkla ulaşabilmesi ve bilgi asimetrisinin küçük firmalara kıyasla büyük firmalarda daha az olması dolayısıyla negatif ilişki beklenebilir (Dinçergök, 2010, s.67). Düşük düzeydeki bilgi asimetrisi,



büyük firmaların hisse senedi ihracında ve hisse senedi piyasasından fon temininde daha avantajlı hâle getirecektir (Rajan ve Zingales, 1995, s.1457).

#### **1.3.1.4. Likidite**

Likidite; nakit miktarı, nakde erişim imkânı veya herhangi bir varlığın nakde dönüşebilirliği gibi farklı tanımlara sahiptir (Kurt Cihangir, 2019, s.2). Özellikle 2008 Küresel Krizi'nde, önemi daha iyi anlaşılan likidite, tüm finansal sistemi etkileyen bir kavramdır.

Likidite oranı ise; işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösteren oranlardır (Okka, 2013, s.113). İşletmenin likidite gücü ne kadar fazlaysa, o kadar az borçlanmaya gidebilir. Bu nedenle, likidite oranı ile borçlanma oranı arasında negatif bir ilişki olduğu söylenebilir (Ata ve Ağ, 2010, s.52). FHT'ye göre işletmeler yüksek likidite oranına sahipse daha az borçlanma oranını tercih ederler (Güner, 2016, s.31).

Likidite, sermaye yapısı kararlarının üzerinde çift yönlü bir etkiye neden olabilir. Yüksek likidite oranına sahip işletmeler, kısa vadeli yükümlülüklerini rahat karşılayabildikleri için yüksek borçlanma oranları ile çalışabilirler. Bu durum likidite oranı ve borçlanma oranı arasında pozitif bir ilişkiye neden olur (Güner, 2016, s.31).

#### **1.3.1.5. Risk**

Risk; çeşitli nedenlere bağlı olarak oluşur ve sistematik ve sistematik olmayan risk adı altında iki kaynağa ayrılır (Sharpe, 1964, s.439). Piyasa riski olarak da bilinen sistematik risk; tüm işletmeleri etkileyen ekonomik, politik ve sosyal yaşamı ilgilendiren birçok tehlikeyi barındırır (Akgüç, 1998, s.864-865 ve Brealey vd., 2011, s.170). Sistematik risk kaynakları; piyasa riski, kur riski, enflasyon riski, faiz oranı riski, politik risk, ülke riski vb. olarak sıralanabilir. İşletmeye özgü riskler olan sistematik olmayan riskler ise şirkete veya sektöre ait olan risklerdir. Finansal risk, yönetim riski, sektör (iş) riski ve faaliyet riski olmak üzere dört başlığa ayrılır (Sayım ve Aydın, 2011, s.254). Sistematik risk; pazar riski olup, beta ile ölçülür ve elimine edilemezken; sistematik olmayan risk firmadan doğar, portföy çeşitlendirmesi yapılarak elimine edilir (Okka, 2013, s.450). Çalışmada sistematik risklerin bir bölümü makroekonomik faktörler başlığında incelendiği için; bu kısımda sistematik olmayan risk grubunun tanımlamaları yapılmıştır.

Finansal risk; işletmenin finansal kaldıraç derecesinden doğan ve faiz ve vergiden önceki kârlardaki değişimin hisse başına kârlardaki değişmeye etkisini gösteren risktir. İşletmenin iflas riski de bu riske dâhildir (Okka, 2013, s.428). Şirketin mali yükümlülüklerini yerine getirememesi olarak da tanımlanabilir (Akgüç, 1998, s.867).

Yönetim riski; yönetici kararlarına bağlı olan risktir. Yönetimin hataları satışları ve kârı azaltıp, riski artırabilir (Sayım ve Aydın, 2011, s.256).

Sektör (iş) riski; işletmenin satışları ve faaliyet geliri üzerinde olumsuz etkiye sahip bütün etmenlerdir. Tüketicinin tercihlerinin değişmesi, teknolojik gelişmeler ve hammaddeye ulaşmadaki güçlükler bu riske örnek olarak verilebilir (Akgüç, 1998, s.868).

Faaliyet riski; işletmenin faaliyetlerinde sabit gider payının fazla olmasıdır (Sayım ve Aydın, 2011, s.257). Faaliyet (işletme) kaldıraç derecesi ile ölçülür. Eğer işletmenin faaliyet kaldıraç derecesi yüksekse, satışlarda yaşanacak dalgalanmalar işletme kârını büyük ölçüde etkiler (Okka, 2013, s.451).

#### **1.3.1.6. Büyüme Fırsatları**

Piyasa değeri yüksek olan firmaların, büyüme fırsatları, nispeten, daha fazla olmaktadır. Bu da firmalara daha fazla yatırım yapma imkânı verir. Ancak, bu firmaların büyüme fırsatlarının fazla olması aynı oranda iflas tehdidi ve finansal sıkıntı maliyetini de beraberinde getirir. Bu firmalar, finansal sıkıntı maliyetinden ve optimal olmayan yatırım problemlerinden kaçınmak için daha az borçlanırlar (Boz, 2016, s.76). İşletmenin kısa bir sürede hızlıca büyüme isteği, özkaynağın güçlendirilmesini gerekli kılabilir (Akgüç, 1998, s.511).

DT'ye göre büyüme fırsatları ile borçlanma arasında negatif bir ilişki vardır. Çünkü hızlı büyüme iflas riskine neden olur (Terim, 2009, s.86). FHT'ye göre büyüme fırsatları işletmelerin gelecekteki borçlanmalarını artıracığından aralarında pozitif bir ilişki vardır (Cansız, 2017, s.27). TMT'ye göre ise büyüme fırsatları ile borçlanma arasındaki negatif ilişkinin nedeni varlık ikamesi problemidir (Yıldırım, 2011, s.48).

### 1.3.1.7. Temettü Politikaları

Temettü politikaları borç/öz kaynak yapısını etkilemektedir. Düzenli temettü ödeyen işletmeler, pay sahipleri tarafından daha olumlu algılanırlar ve bu şekilde kaynak ihtiyaçlarını hisse senedi ihracıyla karşılarlar. Bu durum daha az borç kullanılması anlamına gelmektedir (Kakilli Acaravcı, 2004, s.38).

DT'ye göre temettü dağıtan işletmeler eğer daha az riskli kabul ediliyorlarsa daha fazla borç kullanmalıdırlar (Karadeniz, 2008, s.63). TMT'de temettü dağıtımını yöneticinin kontrolündeki serbest nakit akımları azaltması açısından borcun yerini tutmakta ve bu sebeple temettü ödemeleri ve kaldıraç arasında negatif bir ilişkiye neden olmaktadır (Yıldırım, 2011, s.58). FHT'ye göre ise geçmiş yıllarda ödenen temettülerle, mevcut borç durumu arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. İşletmenin oto-finansmanla kendini fonlaması yerine kar payı dağıtması, finansmanda dışsal kaynağa ihtiyaç duyulmasına neden olur (Gülşen ve Ülkütaş, 2012, s.52).

### 1.3.1.8. İşletmenin Organizasyon Şekli ve Hukuki Yapısı

İşletmenin organizasyon şekli ve hukuki yapısı finansman olanaklarını etkilemektedir. 13.01.2011 tarih ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na göre "*kollektif ve komandit şirketler şahıs; anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket sermaye şirketi sayılır*". Bu nedenle şirketler şahıs ve sermaye şirketleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tek sahipli işletmelerde kaynağın sağlanması o kişinin kredibilitésine ve şahsi varlığına bağlıdır. Kollektif, komandit ve adi şirketlerde kaynağın bulunması ortakların şahsi varlığına ve kredi temin olanaklarına bağlıdır. Anonim şirketler, kaynak bulmada diğer şirket yapılarına kıyasla daha üstündür (Akgüç, 1998, s.509). Borcun sorumluluğunun bir ya da birkaç kişi veya çok sayıda kişi tarafından üstlenilmesi, işletmenin fona ulaşmasını ve fon maliyetini etkilemektedir (Yücel, 2006, s.82).

### 1.3.1.9. Vergi Kalkanı

Vergi kalkanı, işletmenin fon sağlamak amacıyla kullandığı borçların faiz giderlerinin, kanunen gider kabul edilmesi ve kurumlar vergisinden düşülmesi ile sağladığı avantajdır (Çelik ve Uyar, 2012, s.393). Vergilerin kaynak maliyetini

düşürücü bir unsur olduğu göz önünde bulundurulduğunda, kurumlar vergisi ve gelir vergisi uygulamalarının sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğu ifade edilmektedir (Yener, 2002, s.22).

DT'ye göre, firmalar vergi kalkanından yararlanmak için daha çok borçlanmaya gitmektedirler. Bu durumda pozitif bir ilişkiden söz edilebilir (Frank ve Goyal, 2009, s.19). Borçlanma, vergi avantajı sağlarken; anapara ve faizi ödeyememe olasılığı ve firmanın gelirlerinde yaşanacak dalgalanmalar dolayısıyla finansal sıkıntı maliyetlerini ortaya çıkartabilir. Yatırımcılar finansal sıkıntı ile karşılaşılacağını düşünürlerse veya bu durumdan endişe duyarlarsa firmanın piyasa değeri düşecektir (Terim, 2009, s.62).

#### **1.3.1.10. Borç Dışı Vergi Kalkanı**

Borcun faizi gibi vergi matrahını düşüren amortismanlar, yatırım indirimleri ve geçmiş yıl zararları gibi muhasebe kalemleri borç dışı vergi kalkanı olarak adlandırılmaktadırlar (Terim, 2009, s.58). Amortisman, tükenme payı, karşılıklar, yatırım indirimi gibi vergiye esas kazancı azaltacak enstrümanlar borç dışı vergi kalkanını sağlarlar (Boz, 2016, s.79). Faiz giderleri dışında, borç dışı vergi kalkanı oluşturacak kalemler vergi tasarrufu olanağı sağlarlar (Sayılğan ve Doğan, 2005, s.37). Borç dışı vergi kalkanı kalemlerinin yüksek miktarda olması, borcun vergi avantajını gereksiz kılabilceğinden, borç miktarı azalabilir (Boz, 2016, s.79).

Borç dışı vergi kalkanı ile borçlanma arasındaki negatif ilişki, DT açısından mevcuttur (Akdal, 2010, s.40). FHT için de bu negatif ilişki söz konusudur (Kakilli Acaravcı, 2015, s.162).

#### **1.3.1.11. Kontrol Hakkı**

Ortaklar işletmenin yönetimini ve kontrolünü kaybetmek istemedikleri için halka arz yoluyla finansmanı tercih etmeyebilirler. Kontrol gücünü kaybetmek istemeyen ortaklar için başvurulacak tek yol borçlanmadır (Duman, 2004, s.83).

#### **1.3.2. Sektöre Özgü Faktörler**

Sektöre özgü faktörler; mevsimsel hareketler, genel ekonomik dalgalanmalara olan duyarlılık, endüstrideki rekabet şekli, endüstrinin içinde bulunduğu evre, yerleşmiş gelenek ve göreneklerdir.

### **1.3.2.1. Mevsimsel Hareketler**

Mevsimsel hareketleri satışlarında net bir biçimde gören sektörler, kısa süreli finansman kaynaklarını tercih ederler (Akgüç, 1998, s.507). Mevsime göre daralma ve genişlemenin yaşanması uzun vadeli finansman kullanımı işletmeyi uzun dönemli finansal sorumluluk altına sokar ve bu sebeple tercih edilmez (Yücel, 2006, s.79)

### **1.3.2.2. Genel Ekonomik Dalgalanmalara Olan Duyarlılık**

Sektördeki üretim ve satışlar ekonomik dalgalanmalardan etkilenmektedir. Sektördeki firmaların ürettiği ürünün dayanıklı veya dayanıksız olması, birim fiyatı veya ürünün kullanım alanları bu etkilenmenin derecesini belirler (Yücel, 2006, s.79). Dayanıksız tüketim malı (özellikle gıda sektörü), ucuz mallar ve üretilen malın kullanımını alışkanlığa dönüşmüş ürünler üreten sektörler bu hareketlerden çok fazla etkilenmez. Özellikle dayanıklı tüketim malı üreten sektörler ve sermaye malı üreten sektörler bu hareketlerden fazlasıyla etkilenir (Akgüç, 1998, s.507).

### **1.3.2.3. Sektördeki Rekabet Şekli**

Sektördeki rekabetin arttığı, gelecek dönemlerdeki satışların ve kârların tahminin yapılamadığı durumlarda aşırı risk yüklenmemek için borçlanmadan ziyade özkaynak ile finansmana yönelmek daha rasyonel olabilir. Tam tersi durumda ise yabancı kaynak kullanılıp finansal kaldıraç derecesinin yükseltilmesinde herhangi bir risk bulunmayacaktır (Akgüç, 1998, s.507-508).

### **1.3.2.4. Sektörün İçinde Bulunduğu Evre**

Başlangıç dönemlerinde, başarısızlık olasılığı daha yüksek olduğundan, özkaynak ile finansmana ağırlık vermek finansmanda riski azaltmak için yerinde bir karar olacaktır. Büyüme ve gelişme döneminde finansmanda esneklik ve harekette serbestlik ön plana çıkarken, olgunluk döneminde oto-finansmanın devreye girmesi ile borç/özsermaye oranı azalmaktadır. Sektörün durgunluk veya gerileme dönemlerinde ise kullanılan fonların kolayca daralmasını sağlayacak bir finansal yapı sağlanmalıdır (Akgüç, 1998, s.508).

### **1.3.2.5. Yerleşmiş Gelenek ve Görenekler**

Sektörde finansman ile ilgili bazı yerleşmiş gelenekler gözlemlenebilir. Bir sektörde faaliyet gösteren bir firmanın finansal yapısını ortaya koyan oranların, sektördeki diğer firmalarla uyuşmaması durumunda, ek kaynak bulma durumu zorlaşabilir. Bu nedenle firmalar o sektöründeki gelenek ve göreneklere uygun oranlara sahip olma eğilimdedirler (Akgüç, 1998, s.508).

### **1.3.3. Makroekonomik Faktörler**

Makroekonomik faktörler; enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru, gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH), ekonomik büyüme oranı ve ekonomiye duyulan güven olarak ayrı başlıklarda değerlendirilmiştir.

#### **1.3.3.1. Enflasyon Oranı**

Fiyatlar genel düzeyinde sürekli artış hali enflasyon olarak tanımlanmaktadır (Eğilmez, 2014, s.112). Enflasyon nedenlerine göre talep ve arz (malîyet) enflasyonu olarak ikiye ayrılır (Bocutoğlu, 2012, s.95-96). Talep enflasyonu, toplam talebin toplam arzı aşmasıdır. Ekonomideki kredi hacminin süratle genişlemesi, özel kredilerin tüketim harcamalarına yönlendirilmesi de enflasyonist baskıyı artırmaktadır. Arz enflasyonu ise malîyetlerde meydana gelen artışlar ile ilgilidir (Altınok, 2009, s.72-74). Arz enflasyonu olan durumlarda malîyetteki artış mal ve hizmet fiyatlarını artıracaktır. Yani malîyet enflasyonu talep enflasyonuna neden olacak ve bu gelişme de yeni malîyet enflasyonuna neden olarak bir kısır döngü içerisinde enflasyonist ortamın devamlılığını sağlayacaktır (Birinci, 2011, s.21). Enflasyonun yol açtığı belirsizlik üretici ve tüketicilerin tüketimle ilgili kararlarını etkileyerek mal ve hizmet talebinin azalmasına neden olur (Bocutoğlu, 2012, s.101). Yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde özellikle dış finansman ile yapılan yatırımlarda, ulusal paradaki değer kaybı nedeniyle, borçlanma malîyeti yüksek olacaktır. Bu sebeple enflasyondaki dalgalanmalar yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir. Ayrıca yüksek ve dalgalı enflasyon büyümeyi, ekonomideki belirsizliği ve firmaların borçlarını geri ödeyememe riskini yükseltmektedir (Turan, 2006, s.13).

### 1.3.3.2. Faiz Oranı

Faiz; tasarruf sahibinin, tasarruflarını bir başkasına ödünç vermesinin karşılığında aldığı bir vazgeçme veya kullanımı erteleme bedelidir (Eğilmez, 2014, s.106). Faiz oranı değişkenleri arasında öne çıkan gösterge faiz oranı (risksiz faiz oranı, benchmark index); ikincil piyasada en fazla işlem gören, dolayısıyla likiditesi en yüksek devlet tahvilinin faiz oranıdır ve bu nedenle referans varlık olarak kullanılmaktadır (Uyar vd., 2016, s.588).

İşletmenin kullanacağı kredilerin faiz oranındaki artış, borcun maliyetini artırmaktadır. Bu sebeple faiz oranı ile borçlanma arasında negatif bir ilişki söz konusudur (Kakilli Acaravcı, 2004, s.51). Kredi faiz oranlarındaki değişim, artış yönündeysen, firmaların yatırım kararlarını ertelemelerine ve daha fazla iç kaynaklara yönelmelerine neden olabilir. Dolayısıyla bu durum, banka kredilerine olan talebin düşmesi anlamına gelir.

Diğer taraftan, faiz oranlarındaki artış bankaların da gerek iç (merkez bankası, mevduat) gerekse dış (sendikasyon kredileri) kaynak maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Yüksek kaynak maliyetinin, kredi faiz oranlarına yansımaları (Yıldırım, 2017, s.67) ile dolaylı olarak faiz oranları daha fazla artar. Ayrıca kredi gelirlerinde artışa neden olurken, finansal kurumların elinde bulunan hisse ve bonoların fiyatlarında da artış meydana gelecektir. Bu sebeple faiz oranlarının artması finansal kurumların kârlılığını ve değerini de etkilemektedir. Faiz oranı ekonominin bütününe ilgilendiren bir durumdur (Aslan, 2007, s.82).

### 1.3.3.3. Döviz Kuru

Döviz (yabancı para) cinsinden pozisyon açığı olan ekonomilerde, döviz kurlarındaki dalgalanma ve yerli paranın değer kaybetmesi ekonomik faaliyetleri olumsuz olarak etkilemektedir. Finansal piyasaların sığ<sup>2</sup> olduğu ülkelerde, uzun vadeli yerel para cinsinden borçlanma araçları piyasası gelişmemişse borç dolarizasyonu artmaktadır. Ulusal piyasada, ulusal para biriminden uzun vadeli borçlanamayan firmalar için tek seçenek ulusal piyasadan kısa vadeli borçlanmaktır; ancak bu firma için önemli bir faiz yükü sorunu ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle işletmeler kısa vadeli

---

<sup>2</sup> Piyasada işlem gören hisselerin hacminin ve derinliğinin az olmasıdır. Borsa kapitalizasyon değerinin; yani borsanın toplam işlem hacminin nispeten düşük olmasıdır.

yükümlülüklerinden kaynaklanan faiz yükünden kaçmak için döviz kuru riskini alarak (Alp ve Yalçın, 2015, s.5-7) uluslararası piyasalardan borçlanma yolunu seçerler.

DT'ye göre ülkeler arasında faiz oranı farklılığı varsa, firmalar düşük dış borçlanma maliyeti ile döviz kurunun belirsizliğinden kaynaklanan finansal risk maliyeti arasında bir denge kuracaktır. Buna göre, iki ülke arasındaki faiz oranı farkı arttıkça döviz cinsinden borç kullanımını da o kadar artmaktadır (Allayanis vd., 2003, s.2669).

TMT, ulusal yatırımcıların ulusal firmalar hakkında daha düşük maliyetle bilgi toplamasından dolayı, izleme maliyeti yüksek olan firmaların ulusal piyasadan borçlanması gerektiğini ifade etmektedir. FHT de firmaların ulusal piyasadan borçlanması gerektiğini ifade eder. Çünkü pazar hakkında ulusal yatırımcıların yabancı yatırımcılardan daha fazla bilgisi vardır (Allayannis vd., 2003, s.2681-2682).

#### **1.3.3.4. Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Büyüme Oranı**

Gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH); bir ülkede, belirli bir dönem içerisinde üretilen bütün nihai malların piyasa fiyatları üzerinden toplanması ile oluşan değerdir (Eğilmez, 2014, s.38). Ülkelerin GSYİH, istihdam ve yatırım gibi göstergelerinde meydana gelen değişiklikler, uzun dönemde büyüme ve kalkınmalarını önemli ölçüde etkilemektedir (Terim, 2009, s.93). Bir ülkenin ekonomisi büyüdükçe, ülkede faaliyet gösteren firmaların yatırımlarını finanse etmek için ihtiyaç duyacağı kaynak miktarı da artacaktır. Kaynakların artması ile firma daha fazla yatırım yapacak ve kârlılığını artıracaktır. Bu sebeple GSYİH ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki vardır (Boz, 2016, s.83).

#### **1.3.3.5. Ekonomiye Duyulan Güven**

Tüketicilerin kendi yaşamları ile ilgili tecrübeleri ile yaşadığı toplum ve ülkenin ekonomik gösterge ve performanslarından etkilenecek algıladıkları güven, beklentilerinin temelini oluşturmaktadır (Beşel ve Yardımcıoğlu, 2016, s.475). Finansal birimlerin ekonomiye duydukları güvenin sayısal göstergesi farklı kurum/kuruluşlarca hesaplanan güven endeksleridir. Türkiye'de beklenti yönünün belirlenmesi için Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından Tüketici Güven Endeksi hesaplanmaktadır. Bu endeks Aylık Tüketici Eğilim Anketi ile



hazırlanmakta olup, tüketicilerin kişisel mali durumları, genel ekonomiye yönelik değerlendirmeleri, gelecek dönem beklentileri ve yakın gelecekteki harcama ve tasarruf eğilimlerinin öğrenilmesi hedeflenmektedir (TÜİK, 2019). Tüketici güven endeksi, tüketicilerin satın alma gücü ve satın alma isteğinin ölçülmesini amaçladığından tüketici tutumlarının belirlenmesinde önemlidir (Çelik vd., 2010, s.2).

Bir diğer endeks ise İktisadi Yönelim İstatistikleri ve Reel Kesim Güven Endeksidir. Bu endeksler ile imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin üst düzey yöneticilerinin yakın geçmiş ve mevcut durum hakkındaki değerlendirmeleri ile geleceğe yönelik beklentileri ölçülerek, imalat sanayinin kısa dönemdeki eğilimlerini ortaya koyacak göstergelerin bulunması hedeflenmektedir (TCMB, 2020).

Tüketicilerin hisleri piyasa üzerinde etki yaratmaktadır (İbicioğlu vd., 2013, s.6). Eğer beklentilere kötümserlik hâkimse bunun sonucunda talep, yatırımlar ve istihdam azalır, işsizlik artar ve para yatırıma veya harcamaya yönlendirilmeyip hareketsiz kalır (Özsağır, 2007, s.53).

#### **1.4. KALDIRAÇ KAVRAMI**

Kaldıraç; fiziki anlamda küçük bir kuvvet ile büyük bir ağırlığı kaldırmayı sağlayan kuvvettir. İşletmelerde ise sabit maliyetli varlıklar veya fonlar kullanılarak getirinin artırılmasıdır (Çoşkun, 2015, s.37-39). Kaldıraç; faaliyet kaldırıcı, finansal kaldırıcı ve birleşik kaldırıcı olarak üçe ayrılır.

##### **1.4.1. Faaliyet Kaldırıcı**

Diğer faktörler sabitken, satışlardaki yüzde birlik bir değişimin faiz ve vergi öncesi kârda (FVÖK) meydana getireceği değişime faaliyet kaldırıcı denilmektedir. Firmanın sabit maliyetleri yükseldikçe faaliyet kaldırıcı da yükselir. Firma, ileri teknoloji kullanan firmaysa yani sermaye yoğun ise sabit maliyetleri yüksek olacaktır (Okka, 2013, s.451). Sabit maliyetleri yüksek olan işletmelerde, satışlardaki küçük bir değişiklik bile kârda büyük bir değişime neden olacaktır (Akgüç, 1998, s.136). Bu kısımda sabit maliyetler, değişken maliyetler ve kâr arasındaki ilişkiyi inceleyen bir analiz olan başabaş noktası analizi<sup>3</sup>, finansal ve faaliyet kaldırıcının önemini

---

<sup>3</sup> Başabaş noktası analizi, bir firmanın kâra geçiş noktasını göstermektedir. Buna göre, başabaş noktasında ne kâr ne de zarar durumu vardır; ancak, başabaş noktası sonrasında tüm satışlar, değişken maliyetleri

açıklamaktadır. Sabit maliyetler yüksek değişken maliyetler düşükse, başabaş noktasına geç ulaşılır ancak kârdaki artış ve kaldıraç derecesi yüksektir (Çoşkun, 2015, s.38-40). Bu değişikliğe yol açan, kaldıraç etkisidir. Uzun vadede işletmenin tüm giderleri değişkendir. Bundan dolayı faaliyet kaldırıcı kısa vadeli analizlerde geçerlidir (Akgüç, 1998, s.136-137).

#### **1.4.2. Finansal Kaldıraç**

İşletme borç kullandığında ekonomi iyi bir dönemdeyse daha fazla miktarda FVÖK ve dolayısıyla daha fazla hisse başı kâr (HBK) elde eder. Ekonomi kötü bir dönemde ise bu durum tersine döner. İşletmenin borçlanması finansal riskini artırır. Bu risk de finansal kaldıraç ile ölçülür. Buna göre finansal kaldıraç, hisse başına kârdaki yüzde değişimin net faaliyet kârındaki değişmeye oranıdır (Okka, 2013, s.453). Firmaya sabit yük getiren finansman kaynakları olan sabit faizli borçlar ve imtiyazlı hisse senetleri finansal kaldıraca neden olurlar. Bu kaynakların yatırıldığı varlığın sağladığı gelirin bu kaynakların getirdiği sabit yükü karşılamaması durumunda finansal kârlılık azalır (Akgüç, 1998, s.139).

#### **1.4.3. Bileşik Kaldıraç**

Üretim veya satış hacmindeki değişimin, işletmenin kârlılığı üzerindeki etkisini belirlemek için bileşik kaldıraç kullanılır (Akgüç, 1998, s.142). Bileşik kaldıraç derecesi faaliyet kaldırıcı derecesi ve finansal kaldıraç derecesinin çarpımı ile de bulunabilir (Okka, 2013, s.454).

İşletme, hisse senetlerinin getiri oranlarını yükseltmek için birleşik kaldırıcı kullanır (Okka, 2013, s.454).

---

aşan kısımda (katkı payı), kâra katkı yapar. Detaylı bilgi için Bkz. Kamil Büyükmirza, “Maliyet ve Yönetim Muhasebesi: Tekdüzen’e Uygun Bir Sistem Yaklaşımı”, Ankara, 2019.

## İKİNCİ BÖLÜM

### DIŞ BORÇLANMA VE TÜRKİYE’DE FİNANSAL LİBERALİZASYON

#### 2.1. BORÇLANMA KAVRAMI VE BORÇLARIN SINIFLANDIRILMASI

Bir yatırımın finanse edilmesinde, bütçe açığının veya herhangi bir ihtiyacın karşılanmasında, başka kaynaklardan geçici olarak alınan parasal kaynağa “borçlanma” denilmektedir (Eğilmez, 2014, s.186). Borçlanmanın olumlu ve olumsuz etkileri bulunmaktadır. Borçlanmanın olumsuz etkileri arasında faizin ahlaki olmayan sonuçları, toplumsal adalet açısından ortaya çıkardığı eşitsizlikler, aşırı borçlanmanın getirdiği riskler ve sonraki nesillere yük oluşturması sayılırken; alternatif bir finansman aracı olarak vergi artışı yerine kullanılması ve makroekonomik istikrarı sağlayabilmesi borçlanmanın olumlu etkileri arasında sayılabilir (Akdemir ve Yeşilyurt, 2018, s.280).

Borçlanmanın niteliğini ve esaslarını tamamıyla anlayabilmek için belirli kriterlere göre sınıflandırma yapılmaktadır. Farklı tür ve yapıdaki borçlanmaların ekonomi üzerinde yarattığı etki de farklıdır. Bu nedenle borçlanma; elde edildiği kaynağa, vadeye ve gönüllü olup olmamasına göre üç başlıkta incelenmektedir (Doğanalp, 2005, s.9).

##### 2.1.1. Sağlandıkları Kaynaklara Göre Borçlar

Borçlanma ihtiyaçları iç ve/veya dış piyasalardan karşılanabildiği için, sağlandığı kaynağa göre iç - dış borç olarak iki grupta incelenebilir (Dilbaz, 2012, s.59). Kişisel ve kurumsal gelirlerin ve dolayısıyla tasarrufların gelişmiş ülkelere oranla daha düşük düzeyde olduğu gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) iç borçlanma imkânları sınırlıdır (Şen vd., 2011, s.15). Aynı zamanda maliye ve para politikaları istikrarlı olmayan GOÜ’lerde yatırımcılar iç borçlanma senetlerine yönelmezler (Yılmaz ve Cural, 2011, s.22). İç piyasadan fon temin edilememesi, ülke ekonomisinin dışa bağımlı olması ve ülkeye döviz girişinin yetersiz kalması, ülkeleri dış borçlanmaya yönlendirmektedir (Kayrakçı, 2006, s.11). Sermaye piyasasının kalkınma için yeterli

düzeve ulaşamaması ve yatırımlar için gerekli sermaye malları ve teknik altyapının bulunmaması da ülkeleri dış borçlanmaya iten nedenlerdendir (Doğanalp, 2005, s.21).

İç borçlanma ve dış borçlanmaya yönelmede ülkelerin gelişmişlik düzeyi de etkili olmaktadır. Gelişmiş ülkeler iç borçlanmaya ağırlık verirken, gelişmekte olanlar ise dış borçlanmaya ağırlık verirler (Kayrakçı, 2006, s.11). GOÜ'leri dış borçlanmaya iten temel nedenin, ulusal piyasada tasarrufların yetersiz olduğunu söylemek mümkündür.

### **2.1.1.1. İç Borçlar**

Devletin veya kamunun ülke içindeki kaynakları kullanarak, para veya sermaye piyasalarından aldığı borçlara “iç borçlar” denilmektedir (Koç, 2010, s.22). Devletler, harcamaların finansmanını sağlamak veya ekonomi üzerinde etkiler yaratmak amacıyla iç borçlanmayı tercih edebilir (Doğanalp, 2005, s.21). İç borçlanma, gerek enflasyon ile mücadelede gerekse dış borç krizinden sakınmada bir seçenektir (Okutan, 2010, s.61). İç borçlanmanın temel enstrümanları devlet tahvilleri ve hazine bonolarıdır (Kürkcü, 2004, s.37). Devletin ihraç ettiği bu tür borçlanma araçlarına devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) denir.

İç borçlanmada aşırılığın zararı bulunmaktadır. Aşırı iç borçlanma reel faizlerin aşırı yükselmesine ve özel sektör yatırımlarının dışlanmasına yani dışlama etkisine (crowding-out) neden olur (Okutan, 2010, s.61). Kamunun, özel sektörü dışlama etkisinin, finansal araçların ve yatırımcıların fonlarını nispeten daha güvenli kabul ettikleri kamuya kullandırma isteklerinden kaynaklandığı belirtilebilir. Çünkü, fon arz edenlerin bu tercihleri, aynı ekonomide faaliyet gösteren özel sektörün fon ihtiyacını karşılayamaması anlamına gelmektedir. Bu şekilde dışlama etkisi gerçekleşmiş olur.

Türkiye’de birincil piyasada<sup>4</sup> ihraç edilen DİBS’lerin ve özel sektör borçlanma araçlarının yatırımcılar arasında alım satımının gerçekleştiği iki piyasa bulunmaktadır. Bunlar; Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası (BAP) ve tezgahüstü piyasa niteliğindeki Bankalararası Tahvil Piyasasıdır (Karataş, 2015, s.17).

---

<sup>4</sup> Tahvil ve hisse senedi gibi mali varlıkların ilk satışlarının yapıldığı piyasalar birincil piyasadır (Seyidoğlu, 2016, s.332).

### 2.1.1.2. Dış Borçlar

Gelişmiş ülkelerin, GOÜ'lere sağladıkları her çeşit sermaye akımına dış borç denilmektedir (Kayrakçı, 2006, s.12). Bir başka tanıma göre dış borç, yurtdışı piyasalardan sağlanan borçlardır (Okutan, 2010, s.62). İç borçlanma kaynakların toplam miktarını artırmamaktadır. Buna karşın, dış borçlanma, iç kaynaklara ek yeni kaynaklar getirmektedir ve bu durum yatırım yapma kapasitesini artıracığından GOÜ'ler için önem taşımaktadır (Doğanalp, 2005, s.26).

Dış borçlanmaya birçok nedenle ihtiyaç duyulabilir. Bu nedenler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Adıyaman, 2006, s.22-23);

- a) Kaynak ve tasarruf açıkları,
- b) Dış ticaret ve ödemeler dengesi açığı,
- c) Bütçe açıkları,
- d) Savunma giderleri,
- e) Ekonomik dengeyi sağlayıcı ve koruyucu etkiler,
- f) Büyük yatırımların finansmanı,
- g) Kaynak dağılımı ve kullanımında etkinlik sağlayıcı etkiler yaratılması,
- h) Tasarrufların belirli yatırımlara yönlendirilmesinin amaçlanması,
- i) Vadesi gelmiş borçlar,
- j) Doğal afetler ve savaşlar gibi mücbir sebepler,
- k) Rezerv para ihtiyacı,
- l) Gelişmiş ülkelerin GOÜ'leri borçlanmaya zorlamalarıdır.

Türkiye'nin dış borç istatistikleri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sisteminde (EVDS) takip edilebilmektedir. EVDS dış borçlar bölümünden dış borçlanmanın hangi kesim tarafından (kamu, özel sektör veya TCMB) ve hangi vade ile kullanıldığı gibi verilere ulaşmak mümkündür.

Ulusal tasarrufların yeterli düzeyde olmamasından dolayı dış finansmana ihtiyaç duyan ülkeler, fon ihtiyacını dış borçlanma ile karşılayabileceği gibi doğrudan yabancı sermaye yatırımı veya portföy yatırımı şeklinde de karşılayabilirler.

Ülkelerin veya şirketlerin dış finansman ihtiyacını karşılamada kredibilite önemlidir. Yurt dışındaki finansal birimlerin, dış finansman ihtiyacı olan ülkeyi değerlendirmede kullandıkları iki temel gösterge vardır: ülke kredi temerrüt swap (Credit Default Swap-CDS) primi ve ülkenin kredi derecelendirme notu. Ülke CDS

primi, bir piyasa ortamında ülkenin veya şirketin ihraç ettiği borçlanma aracının geri ödeme riskinin fiyatlanması ile oluşur. Bu nedenle, primin artması, borçlanma maliyetinin artması anlamına gelmektedir. Diğer taraftan, kredi derecelendirme notu ise, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirme ile ülkelerin veya şirketlerin borcunu geri ödeyebilme gücü veya borç yükümlülüğünü yerine getirememe olasılığını ifade etmektedir (Seyidoğlu, 2016, s.370). Başlıca kredi değerlendirme kuruluşları olan Moody's, Fitch ve Standard & Poor's (S&P), ülkelerin veya şirketlerin edindikleri bilgilerini kendi yargı ve deneyimlerine göre değerlendirerek kredi notlarını hesaplamaktadırlar (Seyidoğlu, 2016, s.371).

### **2.1.2. Vadelerine Göre Borçlar**

Borçlar vadelerine göre ikili ve üçlü olarak sınıflandırılırlar. İkili sınıflandırmada borçlar kısa ve uzun vadeli olarak ayrılırken, üçlü sınıflandırmada kısa, orta ve uzun vadeli olarak ayrılırlar (Doğanalp, 2005, s.14).

#### **2.1.2.1. Kısa Vadeli Borçlar**

İşletme bu borçları bir faaliyet dönemi içerisinde geri ödemektedir (Akgüç, 1998, s.525). Genel olarak ticari borçlar ve bankalara olan kısa süreli borçlardır (Gönenli, 1991, s.643). Ticari krediler, banka kredileri, finansman bonoları, faktöring, tahakkuk etmiş kısa vadeli giderler, alacak ve stok rehini ile kredi sağlanması ve diğer kısa vadeli krediler kısa vadeli borçlardır (Okka, 2013, s.536). Kısa vadeli borçlar, genellikle alacak ve stokların finansmanında kullanılmaktadır.

Finansın temel ilkelerinden olan uyum ilkesi, yararlanılan kaynağın süresi ile kaynağın kullanıldığı varlığın işletmede kullanılacağı süre arasında uyumu ifade eder. Bu nedenle kısa vadeli borçların kullanımında, uyum ilkesi göz önünde bulundurulmalı ve kısa vadeli borçlar ile duran varlıklar finanse edilmemelidir (Akgüç, 1998, s.37).

#### **2.1.2.2. Orta Vadeli Borçlar**

Orta vadeli borçlar, bir yıl ile sekiz, en çok on yıl arasındaki vadeye sahip borçları kapsar (Akgüç, 1998, s.597). Orta vadeli borçlar, birkaç yıllık nakit akışları ile ödenen, sabit varlıklar ile alacaklar ve stoklar gibi varlıkların finansmanında kullanılan borçlardır (Van Horne, 1979, s.185). Orta vadeli borçlar; orta vadeli banka kredileri,

orta vadeli satıcı kredileri, orta vadeli tahviller, leasing, forfaiting, uluslararası pazarlardan orta vadeli borçlanma ve diğer orta vadeli kredilerdir (Okka, 2013, s.546).

### **2.1.2.3. Uzun Vadeli Borçlar**

Üçlü ayırım yapıldığı durumlarda vadeleri 10 yılı geçen borçlara uzun vadeli borçlar denilmektedir (Doğanalp, 2005, s.18). Firmanın tesislerinin kuruluş dönemlerinde veya büyük yatırım dönemlerinde uzun vadeli kaynak ihtiyacı oluşur (Okka, 2013, s.556). Kısa vadeli borçlar para piyasasından karşılanırken, uzun vadeli borçlar sermaye piyasalarından karşılanmaktadır (Dilbaz, 2012, s.58). Uzun vadeli borçlar; uzun vadeli banka yatırım kredileri, tahvil ihracı, ipotek mukabilinde tasarruf kurumlarından sağlanan fonlar (sigorta kurumları, emekli sandıkları vb.) ve gayrimenkul ipoteğine dayalı menkul kıymet ihracı olarak sayılabilir (Okka, 2013, s.556).

### **2.1.3. Gönüllü Olup Olmadıklarına Göre Borçlar**

İlke olarak borçlanma isteğe bağlıdır ve elinde borç verilebilir fonu bulunan tarafın kendi istek ve arzusu ile bu fonları borç talep eden tarafa vermesi şeklinde gerçekleşir (Doğanalp, 2005, s.10). Borç verecek olan tarafın borç verip vermemekte serbest hareket etmesi gönüllü olmayı ifade ederken; zorlama unsuru ile gerçekleşen ve serbestliğin bulunmadığı borçlanma gönüllü olmayan borçlanmayı ifade eder (Kayrakçı, 2006, s.13-14). Cebri borçlanma olarak da adlandırılan gönüllü olmayan borçlanma, vergi gelirlerinde sınıra ulaşıldığı ve gönüllü borçlanma olanakların azaldığı durumlarda devletin ihtiyaçlarını karşılamak için uyguladığı bir yöntemdir (Dilbaz, 2012, s.66).

## **2.2. TÜRKİYE’DE FİNANSAL LİBERALİZASYON VE DIŞ BORÇLANMA SÜRECİ**

Finansal liberalizasyon kavramı para ve maliye politikası araçlarını kullanarak, devlet tarafından baskı uygulanan finansal sistemin serbest hâle getirilmesidir (Çağlarırnak, 1996, s.5). Teorik olarak temelini Shaw (1973) ve McKinnon (1973) tarafından geliştirilen “Finansal Baskı Hipotezi”nden almaktadır. Bu hipoteze göre GOÜ’lerde baskı altındaki piyasalar, baskının kalkması ile serbestleşerek ekonomik gelişmeye katkı sağlarlar ve kaynakların etkin dağıtılmasında aktif rol alırlar (Birinci,

1997, s. 10). Faiz oranlarının serbest bırakılması ile birlikte dışarıdan sermaye gelir ve bu sermaye ile yatırımlar yapılır. Zamanla fon sahiplerinin yatırım getirileri arttığı için, toplam gelirlerinin büyük bir kısmını tasarrufa, kalan kısmını ise tüketime ayırırlar. Yani tasarrufun artması ile tüketim azalır. Literatürde bu durum Tamamlayıcılık Hipotezi (1973) olarak adlandırılmıştır. Diğer açıdan bakıldığında ise finansal aracılardan gelişmeleri ile birlikte, fon imkânları da artmaktadır.

Finansal liberalizasyon politikaları; faiz oranlarının serbestleşmesini, krediler üzerindeki kontrollerin azaltılmasını, finansal sistemdeki rekabetin ve verimliliğin artırılmasını, denetleyici çerçevenin güçlendirilmesini, finansal piyasaların büyümesini ve derinleşmesini amaçlamaktadır (Khan ve Hasan, 1998, s.581).

Çalışmada, Türkiye'nin finansal liberalizasyon süreci, önemli dönüm noktaları dikkate alınarak; 1923-1979 dönemi, 1980-1989 dönemi, 1990-2001 dönemi ve 2002-2020 dönemi alt başlıklarında incelenmiştir.

### **2.2.1. 1923-1979 Dönemi**

Cumhuriyetin kurulması ile Türkiye, hem Osmanlı'dan kalan borçların ödenecek olması hem de savaş sonrası toparlanma için güçlü bir ekonomiye gerek duymaktaydı. Erzurum Kongresi'nden itibaren teknik, sanayi ve ekonomik ihtiyaçların nasıl giderileceğine yönelik düşüncelerin sonucu olarak; ülkenin birliğini, beraberliğini ve bütünlüğünü bozmaya yönelmeyecek, gizli emelleri olmayan yabancı sermayeye sıcak bakılmaktaydı (Atatürk, 2017, s.90-91). Türkiye Cumhuriyeti'nin kalkınmayı sağlayabilmesi ve çağdaş uygarlık düzeyine ulaşabilmesi için ekonomiye mutlak suretle önem verilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, 17 Şubat – 4 Mart 1923 tarihleri arasında gerçekleşen İzmir İktisat Kongresinde ekonomik sorunlar tartışılmış, Türkiye Cumhuriyetinin ilk yıllarında liberal yaklaşımın benimsenmesi kabul edilmiştir.

Cumhuriyetin kurulmasından 1930 yılına kadar dış borç kullanılmamıştır. Türkiye 1930 yılında ilk dış borçlanmasını gerçekleştirmiştir (Vural, 2008, s.108). Yine Cumhuriyetin kurulmasından 1930 yılına kadar olan süreçte sanayileşme çabalarının olduğu, özel girişime dayalı ekonomi politikalarının uygulandığı ve ekonomik yapının yeniden kurulmaya çalışıldığı liberal bir süreç yaşanırken, 1930'dan sonra devletçi politikaya geçilmiştir (Bölükbaş, 2012, s.35). 1929 yılındaki Büyük Buhran, Türkiye ekonomisinde de kırılmaya neden olmuştur (Selvi, 2014, s.78).



İkinci Dünya Savaşı öncesinde de bazı projeleri finanse etmek için dış borç kullanan Türkiye, 1950'ye kadar yurtiçi kaynaklarını kullanarak kalkınma eğilimine girmiştir (Cangöz, 1994, s.6). 1948-1952 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Sovyetlerin yayılma politikasının önüne geçmek için aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir grup ülkeye Truman Doktrini ve Marshall Planı adı altında ekonomik yardımlar sağlamıştır. Buradan gelen yardımların büyük bir bölümünü tarım alanında kullanan Türkiye, dünyanın önde gelen buğday üreticilerinden biri olurken, yurtdışından alınan tarım aletlerinin yedek parça ve bakım onarım maliyetleri Türkiye'nin dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilenmesine neden olmuştur (Ertem, 2009, s.394-395).

1950 ile 1960 yılları arasında Türkiye serbest ticaret ve liberalizasyonu ikinci kez denemiştir (Gökalp, 1998, s.97). İthalattaki liberalizasyon döviz harcamalarını artırmıştır (Birinci, 1997, s.238). Bu dönemdeki borçlar; ABD, Uluslararası Para Fonu (International Money Fund - IMF) ve Dünya Bankası'ndan (World Bank - WB) sağlanan kredilerle artış göstermiştir (Kırpık, 2015, s.98). 18 Ocak 1954 tarihinde 6224 sayılı "Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu" nun yürürlüğe girmesi ile birlikte yabancı sermayenin ülkeye girişi artmıştır. Çünkü bu Kanunla birlikte yerli girişimcilere tanınan bütün hak ve muafıklar yabancı girişimcilere de tanınmıştır (Şener, 2005, s.143). 4 Ağustos 1958'de yılında borç yükü ağırlaşan Türkiye, borçların kısmi olarak veya tamamen ödenememesi durumu olan moratoryum ilan etmiştir (Bölükbaş, 2012, s.59). 4 Ağustos Kararları olarak adlandırılan ekonomik istikrar tedbirleri ile Türk Lirası (TL) devalüe edilmiş, ithalat yeniden serbestleştirilmiş, para arzı ve bütçe harcamaları sınırlandırılmış, kamu iktisadi teşebbüslerinin üretim ve hizmetlerinin fiyatları artırılmıştır (Gökalp, 1998, s.101).

1960'lı yıllarda da dış borçlanma politikası sürdürülmüştür (Selvi, 2014, s.81). Artan dış borç ihtiyacını karşılamak amacıyla Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD) tarafından 1962 yılında Türkiye Yardım Konsorsiyumu kurulmuştur (Bölükbaş, 2012, s.60). 1960 yılından sonra kalkınmanın belirli bir plan çerçevesinde yapılması fikri ortaya atılmıştır. Bu sebeple Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) beş yıllık kalkınma planları hazırlığına girmiş ve 24 Ocak 1980'e kadar 1963-1967, 1968-1972, 1973-1977 ve 1979-1983 yıllarını kapsayan dört adet kalkınma planı hazırlanmıştır. Planlı kalkınma ile karma ekonomik model esas alınıp istikrarlı ve hızlı büyüme hedeflenmiş, 1960-1970

döneminde bu politikalar başarı ile uygulanmış; ancak artan cari işlemler açığı ile 1970 yılında döviz darboğazına girilmiştir (Akçay, 1997, s.96).

1970 yılında IMF'nin programı ile parasını devalüe eden Türkiye'de, 21 Kasım 1972'de proje finansmanında kullanılmak üzere bankalar aracılığı ile yabancı piyasalardan dış kredi temini mümkün hâle getirilmiştir. 1973 Petrol Krizi'ne kadar iyi bir dönem geçirilmiş, 1973'te cari işlemler bilançosu 484 milyon Dolar fazla vermiş, döviz rezervlerinde 2 milyar Dolarlık artış olmuştur (Birinci, 1997, s.240-241). Ancak; 1973 Petrol Krizi, 1974 Kıbrıs Barış Harekâtı ve harekâtın ardından başta ABD olmak üzere batılı ülkelerin Türkiye'ye ambargo uygulaması dış borcun artmasına neden olmuştur (Cangöz, 1994, s.8). 20 Eylül 1974'te haiz bankalara döviz pozisyonu tutma, döviz kredisi verme ve faizli döviz mevduatı açma yetkisi verilirken, uygulamaya 1975'te başlanmıştır. 1976'da Almanya'da çalışan işçilere yönelik kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı ve 1977 yılında yetkili bankalara kendi döviz pozisyonundan bazı malların ithalatı ile kabul kredili ithalatın finansmanını yapma uygulaması başlatılmıştır. 1978 yılından sonra enflasyonist baskılar ve kısa vadeli dış borç yükü artmıştır (Akçay, 1997, s.97). 1979'daki İkinci Petrol Krizi ile de Türkiye dış borçlarını ödeyemez hâle gelmiştir. Dış borçların ertelenmesi için anlaşmalar yapılmış, OECD tarafından yardım paketleri verilmiş ancak buna rağmen Türkiye ekonomisi 1958 yılında olduğu gibi iflasın eşiğine gelmiştir (Bölükbaş, 2012, s.61).

### **2.2.2. 1980-1989 Dönemi**

Türkiye 1980 yılına "24 Ocak Kararları" olarak adlandırılan, serbest piyasaya yönelik adımların atıldığı geniş kapsamlı bir ekonomik paket ile başlamıştır. Bu politikalar 1950-1954 arası liberalleşme politikalarına benzetilse de atılan adımlar daha geniş bir kısmı kapsarken, asıl farkı sınai mamul ihracatına dayalı ihracatın temeline dayandırılmasıdır (Bölükbaş, 2012, s.48). Finansal liberalizasyonu sağlamak adına reel faiz oranlarının pozitif yapılması amaçlanmış ve faiz oranları ile ilgili tavanlar kaldırılmıştır. Böylece bir yandan özel tasarruf ve yatırımlar artırılırken diğer yandan da paranın dolaşım hızının artırılması amaçlanmıştır (Ural, 2003, s.197).

24 Ocak Kararları'nın kısa vadede hedefleri şu şekilde sıralanabilir (Yücel, 2017, s.299):

- Ödemeler dengesinde iyileşme ve enflasyonu düşürerek istikrarı sağlama,

- Mal darlıklarını ve kuyrukları kaldırma,
- İhracatın artırılması ve bu şekilde dış ticaret açığını azaltma,
- Büyüme hızının pozitif dönmeye,
- Temel hedef olan piyasa ekonomisinin işler hâle gelmesidir.

24 Ocak Kararları'nın orta ve uzun vadedeki tedbirleri ise şu şekilde sıralanabilir (Köse, 2000, s.30):

- Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) fiyatlamaları idari kararlarla tespit edilmeyecek, devlet desteği azaltılacak, temel mal ve hizmet kapsamı daraltılmış ve bu kapsamın dışındaki ürün fiyatlarının piyasa şartlarına ve maliyetlerine göre KİT'ler tarafından gerektiğinde tespit edilmesi ilkesi getirilmiştir.
- Reel faiz uygulaması başlatılmıştır.
- Yabancı sermaye teşvik edilmiş, yabancı sermayenin ülkeye gelişi özendirilmiştir.
- Esnek kur politikasına geçilmiştir.
- Dışa dönük, açık ekonomik bir yapı istenilmiştir.
- İhracata dayalı sanayileşme politikası desteklenmiştir.
- Kamunun ekonomik hayata müdahalesi minimuma indirilerek ve piyasa kuralları hâkim olması planlanmıştır.
- İmalat sanayine yönelik yatırımlar devlet tarafından değil özel sektör tarafından yapılması kararlaştırılmıştır.

Bu kararların ardından 24-25 Ocak 1980 tarihinde 1 Dolar 47 TL'den, 70 TL'ye yükseltilmiş ve faiz oranları 1 Temmuz 1980'den itibaren serbest bırakılmıştır (Ural, 2003, s.197).

1980 ve 1981 yıllarındaki ekonomik büyüme ve enflasyon oranları karşılaştırıldığında, kararların etkileri görülmektedir. Ekonomik büyüme % -2,8'den % 4,8'e, sanayideki büyüme % -3,3'ten % 9,2'ye yükselmiş, enflasyon ise % 115,6'dan % 33,9'a düşmüştür (Kurt, 2006, s.97). Bu değişimler liberalleşme hareketlerinin beklenen olumlu etkisinin gerçekleştiği şeklinde yorumlanabilir.

İç finansal liberalizasyon dönemi olarak adlandırılan bu dönemde, 24 Ocak Kararlarının ardından da önemli değişiklikler yaşanmıştır (Doğan, 2014, s.56).

29 Aralık 1983'de yayımlanan Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu (TPKK) Hakkındaki 28 Sayılı Karar ve 7 Temmuz 1984'de yayımlanan 30 Sayılı Karar ile ticari

bankalara Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin belirlediği kurlar dışında yaptıkları işlemlerde serbestçe kur belirleme yetkisi verilmiştir. Bu kararlar ile yurtdışındaki yerleşiklerin Türkiye'de TL cinsinden işlem yapmalarına ve Türkiye'deki yerleşik kişilerin döviz tevdiat hesabı (DTH) açma ve döviz cinsinden tasarruf yapmalarına hak tanınmıştır (Kurt, 2006, s.98).

11 Ağustos 1989'de yayımlanan TPKK Hakkındaki 32 Sayılı Karar ile döviz işlemleri ile sermaye hareketlerini tamamen serbestleştirmek için bazı kararlar alınmıştır. Bu kararların amacı; liberal bir döviz sistemi oluşturmak, Avrupa Birliği (AB) ve diğer finansal piyasalarla bütünleşmeyi kolaylaştırmak, menkul kıymetlerin yurtiçi ve yurtdışında alım-satımı önündeki engelleri kaldırmak ve sermaye hareketlerini serbestleştirerek bankaların yurtdışından kredi bulmasını sağlamaktır (Utkuseven, 2004, s.153). 24 Ocak Kararları ve 28 Sayılı Karar iç finansal liberalizasyona yönelik iken, 32 Sayılı Karar dış finansal liberalizasyona yöneliktir (Kurt, 2006, s.101).

Tablo 2.1' de 1980-1989 döneminde Türkiye'nin dış borç stokunun vadelerine göre gelişimi sunulmuştur. 1980 yılından sonra Türkiye'nin dış borç miktarında ve buna bağlı anapara ve faiz ödemelerinde önemli düzeyde artış olmuştur. 1980-1983 yılları arasında anapara ve faiz ödemelerinden daha fazla borç kullanımı varken, 1984-1986 yılları arasında ise borç kullanımından daha fazla anapara ve faiz ödemesi yapılmıştır (Cangöz, 1994, s.9). 1983 yılından itibaren dış borçlarda ticari banka kredilerinin ağırlığı artmış, borçlanmada değişken faiz uygulanması ve borçlanılan para birimlerine karşı Doların değer kaybetmesi ile 1984 yılından sonra dış borçlarda büyük bir artış olmuştur (Kırpık, 2015, s.108).

**Tablo 2.1.** 1980-1989 dönemi Türkiye'nin dış borç stokunun vadelerine göre gelişimi

Yıl	Orta ve Uzun Vade		Kısa Vade		Toplam Dış	Dış Borç
	Miktar (Milyon \$)	Pay (%)	Miktar (Milyon \$)	Pay (%)	Borç Stoku (Milyon \$)	Stoku Artış Oranı (%)
1980	13.229	84,1	2.505	15,9	15.734	17,1
1981	14.418	86,7	2.179	13,1	16.627	5,7
1982	16.094	90,1	1.764	9,9	17.858	7,4
1983	16.553	87,9	2.281	12,1	18.814	5,4
1984	17.643	84,7	3.180	15,3	20.823	10,7
1985	20.901	81,5	4.759	18,5	25.660	23,2
1986	25.857	80,3	6.349	19,7	32.206	25,5

1987	32.703	81,1	7.623	18,9	40.326	25,2
1988	34.305	84,2	6.417	15,8	40.722	1,0
1989	38.166	86,9	5.745	13,1	43.911	7,8

**Kaynak:** Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Cari İşlemler Bilançosu Açıkları, Dış Borçlanma İlişkisinin Analizi adlı yüksek lisans tezinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Kırpık, 2015, s.108).

1980 yılında 15,7 milyar Dolar olan Türkiye’nin dış borç stoku 1980-1989 arasında artmaya devam etmiştir ve 1989’da yaklaşık 44 milyar Dolar’a ulaşmıştır. 1980 yılında kısa vadeli dış borç stokunun toplam dış borç stoku içerisindeki payının azaldığı; ancak 1983 yılından sonra artışa geçtiği görülmektedir.

### 2.2.3. 1990-2001 Dönemi

32 Sayılı Kararın TL’nin konvertibl bir para olmasının yolunu açması ile birlikte IMF Ana Sözleşmesinin 4. maddesi çerçevesinde kambiyo kısıtlamaları uygulayan ülke statüsünde bulunan Türkiye, 3 Nisan 1990’da sermaye hareketlerini serbest bırakan ülke anlamına gelen 8. madde kapsamına alınmıştır (Çörtük, 2006, s.9).

Bu dönemde; 1990 Körfez Krizi ve ardından 1991 Körfez Savaşı, 1994 ve 2001 Krizleri, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve 1999 Marmara Depremi yaşanmış ve bunların Türkiye ekonomisine büyük etkileri olmuştur. 1990 yılında başlayan Körfez Krizi, Türkiye’yi dış borç temini konusunda etkilemiştir. Savaş riski, ülke riskini artırarak uluslararası borçlanmalarda risk priminin artırmış ve bu sebeple borçlanma maliyetleri de artmıştır (Kurt, 2006, s.102).

1990 sonrasında artan iç borçları, 1994 Krizine kadar, dış borçlarla ödeme stratejisi izlenmiştir (Selvi, 2014, s.85). 1994 Krizi öncesinde ülkenin kredi notunun düşürülmesi Türkiye’yi kriz döneminde yüksek faizle iç ve dış borçlanmaya sürüklemiştir (Kırpık, 2015, s.113). Reel faizlerdeki ve dövizdeki artış ile birlikte kriz de borç yükünü artırmıştır (Karagöl, 2010, s.7). 5 Nisan (1994) Kararları olarak bilinen istikrar programı ile kriz aşılmaya çalışılmıştır. Temel olarak kamu açıklarının kontrol edilmesi etrafında planlanan bu kararlar ile birlikte gelirlerin artırılması, giderlerin azaltılması, TL’ye istikrar kazandırılması ve ihracatın artırılmasına yönelik kararlar alınmıştır (Köse, 2000, s.101).

1997 Güneydoğu Asya Krizi aralarında ticari ve finansal bağlantıları ve ortak şoklar kanalları gibi herhangi bir bağlantısı bulunmayan ülkelere de bulaşmış bir krizdir (Kurt Cihangir, 2014, s.25). Uluslararası piyasalardaki kötümser beklentiler krizin

meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadırlar (Samur, 2011, s.34). GOÜ'lerde beklentiler doğrultusunda hareket eden kısa vadeli sermaye hareketleri kriz döneminde Asya ülkelerine doğru yönlendirilmiş ve Türkiye'den birkaç ay içerisinde 7 milyar Dolarlık bir sermaye çıkışının yaşanmasına neden olmuştur (Erdoğan, 2006, s.3 ve Utkuseven, 2004, s.158). Bu dönemde Türkiye gibi GOÜ'lerin dış borçlanma koşulları da ağırlaşmıştır (Selvi, 2014, s.86). Diğer taraftan Türkiye'nin toplam ihracatı içindeki en büyük payı alan Rusya'nın 17 Ağustos 1998'de 90 günlük moratoryum ilan etmesi Türkiye'nin ekonomisi üzerinde olumsuz etkilere sebep olmuştur (Selvi, 2014, s.87).

17 Ağustos 1999 depremi ise sermaye birikimi ve milli hasıla üzerinde 9-13 milyar Dolar arasında bir kayba neden olmuştur (DPT, 1999, s.1). Bunun yanı sıra depremin sanayinin en yoğun olduğu Marmara Bölgesi'nde meydana gelmesi ülke ekonomisini büyük ölçüde etkilemiştir (Avdar, 2017, s.61).

2000 yılının son aylarına yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler açığı, dış ticaret dengesizlikleri, dış borçlar ve yabancı sermaye sorunları ile giren Türkiye ekonomisi, bu yıl içerisinde açıklanan Enflasyonu Düşürme Programı'na güvenini yitirmeye başlamıştır (Bulut, 2016, s.63). Bu programa güven 2001 yılının ilk çeyreğinde siyasi istikrarsızlık nedeniyle tamamen kaybolmuş ve likidite sıkıntısına yol açmıştır (Kurt, 2006, s.117). Merkez Bankası piyasayı rahatlatmak için bankalara para arz ederek parasal likiditeyi artırmış ancak bankalar bu paraları döviz olarak değerlendirmişlerdir. Yani Merkez Bankası likidite rezervleri ile kendi döviz rezervini tüketmiş ve döviz talebi karşılanamayınca 22 Şubat 2001'de dalgalı kur sistemine geçilmiştir (Utkuseven, 2004, s.163). 15 Nisan 2001'de Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı açıklanmıştır. Bu program; yatırım, istihdam ve kaynak kullanımında verimliliği, rekabet gücünü artırmayı, refah düzeyini yükseltmeyi ve sosyal ve psikolojik huzur ortamını sağlamayı içermektedir (Kol ve Karaçor, 2012, s.387).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerinde ülkeden hızlı sermaye çıkışları olmuştur (Akdağ, 2007, s.43). Dalgalı kur sistemine geçildikten sonra TL'nin yaklaşık %30 değer kaybetmesi dış borç stokunda artışa neden olmuştur ve yine bu dönemde yaklaşık 7 milyar Dolarlık bir sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ayrıca faiz oranlarındaki artışlar, bankacılık sektöründeki bozulmalar ve kredi daralmalarının yaşanması, üretimin azalmasına ve işsizliğin artmasına neden olarak reel sektörü olumsuz etkilemiştir (Bulut, 2016, s.64).

Şubat 2001 Krizinin nedenleri bankacılık sektörünün kırılganlığı ve bu kırılganlığa neden olan kamu açıkları, bu açıkların finanse edilme şekli, uygulanan istikrar programı, enflasyon ve sermaye hareketlerinin herhangi bir kısıt olmaksızın serbestleştirilmesidir (Ardıç, 2004, s.186). Nedenlerinden dolayı 2001 Bankacılık Krizi olarak da adlandırılan bu krizde mevduatın tamamının sigorta kapsamında olması bazı bankaları kaynak elde etmede yüksek faiz uygulamasına itmiş, buradan kaynaklanan riski ise Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) üstlenmiştir (Çolak, 2001, s.24). Bu uygulamanın devamında kredi müşterisi olan sanayicilerin kredi ihtiyaçlarını kendi mevduat bankalarından topladıkları mevduat ile karşılması ahlaki tehlikeyi (moral hazard) ortaya çıkartmıştır (Sucu, 2005, s.57).

Tablo 2.2.'ye bakıldığında Türkiye'nin krizin yaşandığı 1994 ve 2001 yılları hariç bütün yıllarda dış borç stokunun arttığı görülmektedir. 2001 yılında, 1990 yılına göre dış borçlar %116,9 artmıştır. Bu durumun ardında yatan nedenler; siyasi istikrarsızlık, politik kargaşa, yatırım yapanlara uygulanan ideolojik kısıtlamalar ve ayrımcılıklar, koalisyon hükümetlerinin başarısız ekonomi politikaları, ekonomik tedbirlerin uygulanmasında kararlı bir duruş sergileyememesi ve ardından yaşanan 2001 Krizi gösterilebilir (Karagöl, 2010, s.9).

**Tablo 2.2.** 1990-2001 dönemi Türkiye'nin dış borç stokunun vadelerine göre gelişimi

Yıl	Orta ve Uzun Vade		Kısa Vade		Toplam Dış Borç Stoku (Milyon \$)	Dış Borç Stoku Artış Oranı (%)
	Miktar (Milyon \$)	Pay (%)	Miktar (Milyon \$)	Pay (%)		
1990	42.881	81,9	9.500	18,1	52.381	19,3
1991	44.506	83,0	9.117	17,0	53.623	2,4
1992	45.935	78,4	12.660	21,6	58.595	9,3
1993	52.039	73,8	18.473	26,2	70.512	20,3
1994	57.518	83,7	11.187	16,3	68.705	-2,6
1995	60.448	79,6	15.500	20,4	75.948	10,5
1996	62.227	78,5	17.072	21,5	79.299	4,4
1997	66.665	79,0	17.691	21,0	84.356	6,4
1998	75.577	78,4	20.774	21,6	96.351	14,2
1999	80.202	77,8	22.921	22,2	103.123	7,0
2000	90.301	76,1	28.301	23,9	118.602	15,0
2001	97.189	85,6	16.403	14,4	113.592	-4,2

**Kaynak:** Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2020).

Tablo 2.2'deki dış borç stokunun vadelere göre ayrımını incelendiğinde sadece kriz yıllarında ve Körfez Savaşı'nın yaşandığı 1991 yılında kısa vadeli borçlanma oranı azalırken, diğer bütün yıllarda kısa vadeli borçlanıldığını görülmektedir.

#### **2.2.4. 2002 Sonrası Dönem**

2001 Krizinin ardından yeni bir dönem başlamış, 2002'de Adalet ve Kalkınma Partisi (AK Parti) iktidara gelmiştir. Bu dönemde 2001 Krizinin etkilerini ortadan kaldırmak ve ekonomiyi düzeltmek amacıyla IMF ile 18. ve 19. stand-by (finansal yardım içeren ekonomik program) anlaşmaları imzalanmış, 2013'te 19. stand-by anlaşmasından kalan son taksit ödenmiştir. AK Parti'nin iktidara gelmesi ile Acil Eylem Planı devreye sokulmuş, özellikle ilk yıllarda kamu harcamaları azaltılmıştır (Tarhan Bölükbaş, 2017, s.39). İktidardaki AK Parti Hükümeti'nin, stand-by anlaşmalarında daha önceki hükümetler gibi kararsız davranmaması bir güven ortamı oluşturmuş, yatırımcıları ve uluslararası sermayeyi ülkeye çekmiş, ekonomik büyümeye ve enflasyonun düşmesine katkıda bulunmuştur (Karagöl, 2010, s.10).

2008 yılında ABD'de konut kredilerinin geri ödenmemesi ile başlayan Küresel Kriz ise tüm ülkeleri etkilediği gibi Türkiye'yi de olumsuz yönde etkilemiştir. 2009 yılı bütün dünyada ekonominin daraldığı, ekonomik faaliyetlerin ve ticaretin aksadığı bir yıl olmuştur. 2009 yılında Tablo 2.3'te de görüldüğü gibi dış borç stokunda % 4,3 azalma meydana gelmiştir. Bu yıl içerisinde döviz kurunda dalgalanma olmamasını ekonomi adına olumlu bir durum olarak değerlendirmek mümkündür. Eğer döviz şoku gerçekleşmiş olsaydı özel sektör borçlarını çevirmede zorluk yaşayabilir, ciddi bir çöküş gerçekleşebilirdi (Selvi, 2014, s.91). 2009 yılından itibaren gelişmiş ülke merkez bankaları genişlemeci para politikalarına geçmiş, politika faizleri düşürülmüş ve miktarsal genişleme programı çerçevesinde finansal sisteme yüklü miktarda likidite enjekte edilmiştir (Aktaş vd., 2018). Bu durumun sonucunda GOÜ'lere yüksek miktarlarda sermaye girişi gerçekleştiği görülmüştür. Genişlemeci para politikası sonucu bollaşan likidite yerli paranın değerlenmesini sağlamış, bu durum ithalatı artırmış ve kredi arzının fazlalaşmasına neden olmuştur (Kurt Cihangir, 2019, s.27).

2013 yılında ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank - Fed), ekonomik iyileşme belirtileri üzerine tahvil alımını azaltma ihtimalini değerlendirmeye aldıklarını açıklamıştır (Gür, 2015, s.19). Bu açıklamanın ardından Fed'in ne yaptığına değil, ne



söylediğine tepki verilmiş ve sıkı para politikasına geçiş olarak yorumlanması ile GOÜ'lerden ani sermaye çıkışları ve sert kur kayıpları gözlenmiştir (Aktaş vd., 2018). Bu durum beklentiler kanalının ne denli önemli olduğunu ortaya koymuştur. Fed ise beklenenin aksine faiz artırımını Aralık 2015'te yaparak on yıl sonra ilk kez faiz artırımına gitmiştir.

Haziran 2014'te 115 Dolar (United States Dollar-USD)/varil olan Brent türü ham petrol fiyatı yılsonunda 56 USD/varil seviyesine gerilemiştir. Düşen petrol fiyatlarının Türkiye'de cari açık ve enflasyon üzerinde olumlu bir etkisinin olacağı tahmin edilmekteydi (Eraydın, 2015). Ancak ABD ekonomisinin toparlanması, faiz artırımına ilişkin beklentiler, petrol fiyatlarının yeniden yükselmesi ve Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesi ile olumsuz bir hava oluşmuş, bunun üstüne Şubat 2015'te TCMB'nin faiz indirimine gitmesi risk unsurlarını artırmış, Dolar yükselmiştir (Bulut, 2016, s.79).

2018 yılında ise Türkiye'nin, döviz piyasalarındaki çalkantılar sonucu ekonomik sorunların yaşandığı bir döneme girdiği söylenebilir. Ocak 2018 ile Ocak 2019 arasında döviz kuru %38 artmış, özellikle 2018 Ağustos ayı içerisinde Dolar kurunda günlük olarak büyük değişimler yaşanmış, enflasyon %20'nin üzerine çıkmış ve bunun sonucunda birçok şirketin mali yapısı bozulmuş hatta konkordato ilan edilmiştir. Ticaret Bakanlığı Aralık 2018'de toplamda 979 firmanın konkordato ilan ettiğini açıklamıştır (Bloomberg HT, 2018).

2009'dan itibaren reel sektörün yurtiçi ve yurtdışından döviz cinsinden borçlanmasını artırması sonucu 2018 Şubat ayında net döviz açığı zirveyi görmüş ve 223 milyar Dolar olmuştur. 2009 yılına kadar bir şirketin yabancı para cinsinden borçlanabilmesi için yabancı para cinsinden geliri olması yani ihracat şartı varken; 2009 yılında kambiyo rejiminde yapılan değişiklikle yabancı para geliri olmayanların da yabancı para cinsinden borçlanmasının önü açılmıştır (Alp ve Yalçın, 2015, s.14). Bu durum kısa dönemli büyümenin uzun dönemli ekonomik istikrara tercih edildiğinin göstergesidir (Orhangazi, 2019, s.121). Ancak, Ocak 2018'de yayımlanan TPKK Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ'de bu konuda tekrar sınırlamalar getirilmiş ve bazı haller haricinde, Türkiye'de yerleşik olan ve döviz geliri olmayan kişilerin yurtiçi ve yurtdışından döviz kredisi kullanamayacağı belirtilmiştir.

2009 yılındaki kararın sonucu olarak yurtiçi ve yurtdışından döviz cinsinden borçlanmanın önünün açılması ve kısa dönemli büyümenin tercih edilmesi ile dış borçta hızlı bir artış olmuştur. Dış borçlardaki artışlar bir takım sorunları da beraberinde getirmektedir. Bunun sonucunda (Orhangazi, 2019, s.123);

- Döviz kurundaki değişikliklere bağlı olarak reel sektör kırılğan hâle gelmekte,
- Kısa vadeli yükümlülüklerin fazla olması ile kur riski artmakta,
- Yurtiçindeki bankalardan alınan yabancı para cinsinden krediler sorunun finansal sektöre ve tüm ekonomiye yayılması riskini çoğaltmakta,
- Özel sektörün dış borcunun bankalar, banka dışı finansal kuruluşlar ve finansal kesim dışında dağılmış olması olumsuz şokların kontrol edilebilirliğini güçleştirmekte ve zincirleme etkinin önlem öngörülemez bir hâle gelmesine neden olmaktadır.

**Tablo 2.3.** 2002 ve sonrasında Türkiye'nin dış borç stokunun vadelerine göre gelişimi

Yıl	Orta ve Uzun Vade		Kısa Vade		Toplam Dış Borç Stoku (Milyon \$)	Dış Borç Stoku Artış Oranı (%)
	Miktar (Milyon \$)	Pay (%)	Miktar (Milyon \$)	Pay (%)		
2002	113.177	87,3	16.424	12,7	129.601	14,1
2003	121.166	84,0	23.013	16,0	144.179	11,2
2004	128.957	80,0	32.203	20,0	161.160	11,8
2005	131.866	77,2	38.914	22,8	170.780	6,0
2006	165.154	79,4	42.852	20,6	208.006	21,8
2007	206.790	82,7	43.142	17,3	249.932	20,2
2008	228.366	81,3	52.512	18,7	280.878	12,4
2009	219.909	81,8	48.977	18,2	268.886	-4,3
2010	214.620	73,5	77.241	26,5	291.861	8,5
2011	222.427	72,8	83.117	27,2	305.544	4,7
2012	239.984	70,1	102.443	29,9	342.427	12,1
2013	259.736	66,1	133.277	33,9	393.013	14,8
2014	270.898	66,7	135.142	33,3	406.040	3,3
2015	295.063	73,7	105.382	26,3	400.445	-1,4
2016	308.034	75,2	101.621	24,8	409.655	2,3
2017	334.780	73,7	119.715	26,3	454.495	10,9
2018	326.815	74,2	113.866	25,8	440.681	-3,0
2019			123.594			

**Kaynak:** Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2020).

Tablo 2.3'te AK Parti döneminin ilk yıllarında kısa vadeli dış borç stokunun, toplam dış borç stoku içerisinde payının arttığı gözlemlenmektedir. 2007 yılında azalan kısa vadeli dış borç stoku 2010'da tekrar artışa geçmiş 2013 ve 2014 yıllarında zirve yapmıştır. Toplam dış borç stokundaki azalmaların ise yine kriz dönemlerine denk geldiği görülmektedir.

### **2.3. FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ**

1980 ve 1990'larda GOÜ'lerde gerçekleşen finansal liberalizasyon, piyasalara kalkınmada daha büyük bir rol vermeye yönelik genel hareketin bir parçasıydı (Dünya Bankası, 2005, s.203). Finansal liberalizasyonun odağında merkez bankalarının finansal sektör üzerindeki kontrollerinin kaldırılması, finansal piyasanın müdahalelerden kurtarılması ve kredi koşullarının belirlenmesinde serbestlik vardır (Arestis, 2016, s.2). Ülke içindikileri ve ülke dışındakileri ilgilendiren bu hareketleri Mishkin (2007, s.274) iç ve dış finansal liberalizasyon olarak ikiye ayırmıştır.

#### **2.3.1. İç Finansal Liberalizasyon**

İç finansal liberalizasyon, ülke içerisinde yerleşik bulunan kişilerin yine ülke içerisinde yerleşik bulunan kişiler ile borç-alacak ilişkisine girme ve varlık bulundurmada fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması ya da esnek bir hâle getirilmesidir (Özdiñç, 1994, s.13). Ghosh (2005, s.2-3), iç finansal liberalizasyonun;

- Faiz oranları veya getiri oranları üzerindeki kontrollerin azaltılması veya kaldırılması,
- Kamuya ait bankaların özelleştirilmesi,
- Devletin finansal aracılık faaliyetinde bulunmaması,
- Firmaların ve yatırımcıların finansal piyasalara girişinde kolaylık sağlanması,
- Finansal aracılardan üstlendiği yatırımlardaki kontrollerin azaltılması,
- Firmaların veya temsilcilerin finansal kaynaklara ve araçlara ulaşımının kolaylaştırılması,
- Yeni finansal araçların çeşitliliğini yöneten kuralların serbestleştirilmesi ile olabileceğini ifade etmiştir.

İç finansal liberalizasyonun temelinde devletin, piyasalar üzerindeki kontrolünün ve sınırlamalarının azaltılmasının veya ortadan kaldırılmasının hedeflendiği

söylenbilir. Bu şekilde, ulusal piyasada fon talep edenlerin ihtiyacını karşılayacak olan tasarruflarda artış beklenmektedir.

Tasarruflar, doğrudan ve dolaylı finansman şeklinde iki farklı kanaldan fon talep edenlere aktarılır (Giovannetti ve Marimon, 1998, s.5). Çalışmada finansmanın aktarıldığı kanallar ve aktarım mekanizmaları, “doğrudan finansman ve sermaye piyasaları” ve “dolaylı finansman ve finansal araçlar” olmak üzere iki başlıkta incelenmiştir.

### **2.3.1.1. Doğrudan Finansman ve Sermaye Piyasaları**

Doğrudan finansman, firmaların tahvil veya hisse senedi gibi çıkardıkları finansal varlıkları doğrudan tasarruf sahiplerine arz etmesidir (Basti, 2013, s.1). Doğrudan finansman sermaye piyasalarında gerçekleşmektedir (Giovannetti ve Marimon, 1998, s.6).

Türkiye’de 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) çıkarılmış, 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuş, 1983’te borsaların kuruluş, işleyiş ve örgütlenmeleri ile ilgili düzenlemeler yapılmış ve borsaların denetim ve gözetimi SPK’ya bırakılmıştır (Koç Aytakin, 2018, s.155). 3 Ocak 1986 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) adı ile kurulan borsa, 4 Mart 2013 tarihinde alınan karar ile Borsa İstanbul (BİST) olarak adlandırılmıştır.

Sermaye piyasası araçlarından hisse senedi veya borçlanma araçları ile fon bulmak mümkündür. Türkiye’de hisse senedi piyasasının geliştirilmesine yönelik atılan birçok adıma karşılık borçlanma araçları piyasasında benzer gelişmeler görülememiştir. Hisse senedi ihracı ile finansmanın maliyetli<sup>5</sup> olmasından dolayı doğrudan finansmanı tercih edecek firmaların tek seçenekleri tahvil ihracıdır.

Türkiye’de özel sektör borçlanma araçlarının kullanımı ilk olarak 1990’lı yılların başında olmuş ve 4-5 sene boyunca sermaye piyasalarından özel sektöre kaynak aktarımı, ağırlıklı olarak bu şekilde gerçekleşmiştir. Bu sürecin sonunda devletin hazine bonusu ve devlet tahvili ihracıyla piyasada hâkimiyet kurması ve yüksek reel faizler özel sektörü borçlanma araçları kullanmaktan vazgeçirmiştir (Çatakoğlu, 2016, s.29).

---

<sup>5</sup> Özkaynakları temsil eden bir menkul kıymet olan hisse senedinin maliyeti, yabancı kaynağı temsil eden menkul kıymet olan tahvilin maliyetinden daha fazladır. İşletme gelirleri ve varlıklar üzerindeki talepte öncelik-kesinlik-belirlilik açısından yabancı kaynak sahipleri üstünken, yönetime katılma açısından ise özkaynak sahipleri üstündür. Bu durumdan dolayı özkaynak, nispeten, daha maliyetlidir.

Türkiye’de ikinci el borçlanma araçları piyasası Kesin Alım Satım Pazarı adı ile 17 Haziran 1991’de açılmıştır. Uzun bir süre özel sektör borçlanma aracı ihraç edilememiş, ihraç edilen az sayıda özel sektör borçlanma aracı için ise aktif bir ikinci el piyasası oluşmamış ve bu nedenle firmalar dış kaynak temininde banka kredilerine bağımlı kalmıştır (Akdoğu vd., 2019, s.1). Hisse senedi ihracı ile finansmanın maliyetli olması ve özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmemesi firmaları dolaylı finansmana veya dış borçlanmaya yönelmesine neden olmuştur.

### **2.3.1.2. Dolaylı Finansman ve Finansal Araçlar**

Dolaylı finansman; finansal araçların tasarruf sahiplerine borçlanarak elde ettikleri fonları, fon talep edenlere kredi olarak kullandırması ile gerçekleşen yöntemdir (Atıcı, 2017, s.68). Finansal araçlar, finansal olaylara iştirak eden kurum ve kuruluşlar olup; ticaret bankaları, yatırım bankaları, kredi birlikleri, sigorta şirketleri, finans şirketleri, emekli sandıkları, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıdır (Okka, 2013, s.13). Türkiye’de finansal araçların sistem içindeki payları karşılaştırıldığında %83 ile en yüksek payın bankalarda olduğu görülmektedir (Türkiye Bankalar Birliği, 2019, s.16).

Devlet, iç borçlanmayı tercih ettiğinde bankalar; DİBS’lerin ödenmeme riskinin bulunmaması, vergiden muaf tutulması, ihalelerde kullanılabilir olması ve likiditesinin yüksek olması gibi gerekçelerden dolayı DİBS’lere yönelmektedirler (Bakkal ve Gürdal, 2007, s.157). Aynı zamanda DİBS’lere ilişkin işlemlerin elektronik ortamda gerçekleşmesi işlemlerin güvenilirliğini artırmakta, maliyetleri düşürmekte, işlem hızını yükseltmekte ve bu şekilde DİBS’lerin ikincil piyasasını derinleştirmektedir (Vardar, 2007, s.57). Özel sektörün dışlanması ile faiz oranları artarken, özel sektörün kullanacağı kaynakta da azalma meydana gelmektedir (Bakkal ve Gürdal, 2007, s.166). Kaynak bulmada sıkıntı yaşayan özel sektör kur riskini de göze alarak dış kaynaklara yönelmektedir (Karagöl, 2010, s.14).

### **2.3.2. Dış Finansal Liberalizasyon**

Dış finansal liberalizasyon, ödemeler bilançosunun sermaye hesabının kısmen veya tamamen açılması, yabancılardan borç alınması veya borç verilmesinin önünde engel bulunmaması ve çok uluslu banka ve şirketlerin daha hızlı hareket etmelerine olanak sağlayan serbestleşme uygulamalarıdır (Özşahin, 2011, s.42). Dış finansal

liberalizasyon; yabancı uyrukluların borç veya hisse senedi vasıtasıyla yerli finansal varlıkların alım-satımını yapabilmesi, ülke vatandaşlarının yabancı para cinsinden finansal varlıkların alım-satımını yapabilmesi ve yabancı para cinsinden varlıkların ülke içerisinde alım-satımının yapılabilmesine yönelik tedbirlerle gerçekleşir (Ghosh, 2005, s.3). Ulusal paranın konvertibl olması yani resmi makamların iznine gerek duymadan başka bir ulusal paraya çevrilebilmesi de bu kapsamdadır (Özdiñ, 1994, s.27). Bir başka tanıma göre de dış finansal liberalizasyon sermaye hareketleri dolaşımını kolaylaştırarak, önündeki engellerin kaldırılmasıdır (Birinci, 1997, s.274).

McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi (1973) olarak da adlandırılan Finansal Liberalizasyon Hipotezine göre reel faiz oranlarındaki artış tasarruflarda da artışa neden olmaktadır. Tasarruflardaki artış ile birlikte bankacılık sektöründeki mevcut mevduatlarda artış görülmekte, bu artışlar ise yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkiye neden olmaktadır (Hepsağ, 2009, s.65-66). Ancak bazı yaklaşımlar McKinnon (1973) ve Shaw'ın (1973) hipotezine karşı görüş belirtmişlerdir. Neo-Keynesyen yaklaşım, GOÜ'lerin büyümesinde finansal liberalizasyonun yavaşlatıcı bir etkiye neden olacağını savunurken; yapısalci yaklaşım, GOÜ'lerdeki istikrarsızlıkların ekonomik, sosyal ve kurumsal yapılarda kaynaklandığını savunmaktadır (Atamtürk, 2007, s.78-79). Tam istihdam varsayımına dayalı Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi'ne<sup>6</sup> dayanan McKinnon (1973) ve Shaw (1973) hipotezine karşı, tam istihdam varsayımını sorgulayan Neo-Keynesyen Yaklaşım, eksik istihdamda Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi'nin geçerli olmayacağını dolayısıyla finansal liberalizasyondan beklenen pozitif etkinin gerçekleşmesinin mümkün olamayacağını savunmaktadırlar (Atamtürk, 2007, s.78). Neo-Keynesyen Yaklaşım, finansal liberalizasyon politikalarının tasarruflar, yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki oluşturacağını savunmaktadır (Hepsağ, 2009, s.67). Finansal krizlerin bankacılık kesiminden kaynaklandığını savunan Neo-Keynesyen Yaklaşım, faiz oranlarındaki artışın bankalar açısından da riski artıracığını ifade etmektedir (Atamtürk, 2007, s.78). Yapısalci Yaklaşım ise faiz oranlarının artmasının dış kaynakları ülkeye çekeceğini ve bu durumun yerli üretim üzerinde olumsuz bir etki oluşturarak ekonomik büyümeyi azaltacağını savunmaktadır (Hepsağ, 2009, s.67). Dış kaynağa ihtiyaç duyan GOÜ'lerin finansal dışa açılmaları faiz

---

<sup>6</sup> Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi, faiz oranlarının ödünç verilebilir fon arzı ve talebi tarafından belirleneceğini ve fon talebinin arttıkça faiz oranının yükseleceğini açıklayan teoridir (Demir, 1993, s.92-93).

oranlarını yükselterek, sermaye elde etmenin maliyetini artıracaktır. Sonuç olarak enflasyon artışı reel ücretleri düşürerek, faiz artışı da borçlanma maliyetini artırarak toplam talebi azaltıp büyüme oranını düşürecektir (Atamtürk, 2007, s.79).

#### **2.4. BORÇLANMA DİNAMİKLERİNİ ORTAYA KOYAN KALDIRAÇ GÖSTERGELERİ**

Ülkelerin veya şirketlerin borçlanmasında iki temel belirleyici faktör bulunmaktadır. Bu faktörler; borçlanma maliyeti ve borçlanma ihtiyacıdır. Borçlanma ihtiyacının artması, piyasa tarafından likidite sıkışıklığı olarak yorumlanacağından borçlanma maliyetini etkilemektedir (Kurt Cihangir, 2019, s.99). Yabancı kaynakların, işletmenin toplam kaynakları içindeki payı ve kullanılan kaynakların vadesi, işletme ve işletmeye borç verenler açısından önem arz etmektedir. İşletmenin borç seviyesinin yükselmesi faiz yükünün arttığını ve kârlılığın azalacağını ifade ederken, işletmeye borç verenler ise kendilerini daha az güvende hissedeceklerdir (Çoşkun, 2004, s.51). Rajan ve Zingales (1995) çalışmalarında dört farklı kaldıraç göstergesinden bahsetmişlerdir. Bunlar; toplam yükümlülükler/toplam varlıklar, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar/toplam varlıklar, toplam borçlar/net varlıklar ve toplam borçlar/toplam borç+özsermaye oranlarıdır. Buradaki net varlıklar; toplam varlıklardan ticari borçlar ve diğer yükümlülüklerin çıkartılması ile hesaplanmaktadır. Toplam yükümlülükler/toplam varlıklar oranında, finansman yerine işlem amaçlı kullanılacak kalemleri de içerdiğinden kaldıraç oranı fazla çıkabilmektedir. Kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar/toplam varlıklar oranında, ticari kredilerin pay kısmında bulunmaması ancak ticari krediler ile elde edilen varlıkların payda kısmında bulunması ile kaldıraç düşük çıkabilmektedir. Toplam borçlar/net varlıklar oranı, emeklilik yükümlülüklerine karşı tutulan varlıklar gibi kalemleri içerdiğinden finansman ile ilgisi olmayan faktörlerden etkilenmektedir. Bu nedenle kaldıraç göstergesinde azalma görülebilmektedir. Rajan ve Zingales (1995), toplam borçlar/(toplam borçlar+özsermaye) oranının ise geçmiş finansman kararlarını en iyi şekilde ifade edeceğini belirtmişlerdir. Sayılğan vd. (2006) ise çalışmalarında kaldıraç göstergesi olarak toplam borçlar/özsermaye göstergesini kullanmışlardır.

Köksal ve Orman (2014) ve Ferrarini vd. (2017) çalışmalarında kısa vadeli yabancı kaynaklar/toplam varlıklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar/toplam varlıklar ve

toplam borçlar /toplam varlıklar göstergelerini kullanmışlardır. Yarba ve Güner (2019) ise çalışmalarında kısa vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar, uzun vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar ve toplam finansal borçlar/toplam varlıklar göstergelerini kullanmışlardır. Borcun, vadelerine göre ayrılması; temerrüt riskini, kısa vadeli borçlanmanın taşıdığı riskleri, belirli bir zamandaki veya geçmişteki finansman kararlarının etkilerini göstermede etkili olabilir. Ayrıca, kısa vadeli borçlanmanın, ekonomide oluşan dalgalanmalara karşı kırılabilirliği artırıcı etkilerinin bulunması nedeniyle sermaye yapısını etkileyebilmektedir.

Chen ve Jiang (2001) yaptıkları çalışmada kısa veya uzun vadeli yabancı kaynaklar/toplam sermaye varlıklarının defter ve piyasa değerleri olmak üzere dört farklı gösterge kullanmışlardır. Frank ve Goyal (2009) yaptıkları çalışmada toplam borçlar/varlıkların piyasa değeri, toplam borç/varlıkların defter değeri, uzun vadeli yabancı kaynaklar/varlıkların piyasa değeri ve uzun vadeli yabancı kaynaklar/varlıkların defter değeri olmak üzere dört farklı kaldıraç göstergesinden bahsetmişlerdir. Çalışmalarında ise toplam borçlar/varlıkların piyasa değeri oranını kullanmışlardır. Kaldıraç göstergesi tanımlanırken, araştırmacılar defter değeri ya da piyasa değeri kullanılması hakkında farklı görüşler bildirmişlerdir. Myers (1977) defter değerini desteklerken, borcun, büyüme fırsatlarından ziyade varlıklar tarafından desteklendiğini ifade etmiştir. Karşıt görüş olarak piyasa değerini savunan Welch (2004) ise öz sermayenin defter değerinin, bilançonun sağ ve sol taraflarını dengelemek için kullanıldığını savunur.

Gülşen ve Ülkütaş (2012) yaptıkları çalışmada iki kaldıraç kullanmışlardır. Bunlardan birincisi kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile vergiler ve kıdem tazminatı karşılıkları farkının toplam varlıklara bölünmesi; ikincisi ise yine kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile vergiler ve kıdem tazminatı karşılıkları farkının toplam varlıklardan, alıcılar ve alacak senetlerinin çıkartılması ile kalan paydaya bölünmesidir. İlk kaldıraç göstergelerinde doğrudan finansman faaliyetleri ile alakalı olmadığı için vergiler ve kıdem tazminatı karşılıklarını çıkartılmaktadır. Gülşen ve Ülkütaş (2012, s.53), paydadaki farklılığın nedenini ise alacakların finansman ile alakası olmadığına yönelik fikir birliğinden kaynaklandığını açıklamışlardır.

Kaldıraç göstergesinde ticari borçlardan arındırılarak sadece finansal borçların tercih edilmesi, işletmelerin finansal yükümlülüklerini anlamada daha net bir sonuç



alınmasına neden olabilir. Bu nedenle çalışmada, borçlanma dinamiklerini ortaya koyan kaldıraç göstergeleri; kısa vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar, uzun vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar ve toplam finansal borçlar/toplam varlıklar olmak üzere üç başlıkta incelenecektir.

#### **2.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar**

Bu oran firmanın kısa vadeli yabancı kaynaklarının firmanın toplam varlıkları içinde ne kadar payı olduğunu gösterir. Kısa vadeli yabancı kaynaklar işletmeye faiz yükü getirebilen kaynaklardır (Toroslu ve Durmuş, 2017, s.38).

Yararlanılan kaynak ile bu kaynağın işletmede kullanıldığı süre arasında uyumun olması finansmanda temel ilkelerden birisidir. Finans yöneticisi bu uyum ilkesini göz önünde bulundurarak kısa vadeli kaynakları dönen varlıkların finansmanında kullanılmalıdır. Batı ülkelerindeki sınai işletmelerde bu oranın 1/3 olması beklenirken, ülkemizde ticari bankaların (mevduat bankalarının) kısa vadeli kredi verme eğilimi, sermaye piyasalarının yetersiz olması ve bu piyasayı sadece büyük işletmelerin kullanabilmesi, uzun vadeli kredi veren finansal kuruluşların yetersizliği gibi nedenlerden dolayı bu oran daha yüksektir (Akgüç, 1998, s.37). Bu oranın yüksek olması firmanın borçlarını ödeme zamanının yaklaştığını, ödeme riskinin arttığını ve oluşabilecek fon ihtiyacı için firmanın önlem alması gerektiğini gösterir (Okka, 2013, s.128). Bu oranın yüksek olması firmanın bir likidite riski üstlendiğini de göstermektedir.

#### **2.4.2. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar**

Firmanın uzun vadeli yabancı kaynaklarının firmanın toplam varlıkları içindeki payını gösteren orandır. Bu oranın yüksek olması firmanın kredibilitesinin yüksek olduğunu gösterir ve bu firmalar uzun vadeli sabit faizli fonlar temin edebilir (Akgüç, 1998, s.39).

Aşırı ölçüde uzun vadeli yabancı kaynak kullanılması firmanın faiz yüklerini artırmakla birlikte, ekonominin durgun olduğu dönemlerde de borcun ödenmeme riskini artırmaktadır. Bu sebeple konjonktür hareketlerine karşı duyarlılığı daha az, satışları istikrarlı ve garanti altına alınmış firmaların uzun vadeli yabancı kaynak kullanmaları finansman politikaları açısından daha mantıklıdır (Akgüç, 1998, s.39).

### 2.4.3. Toplam Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar

Finansal kaldıraç oranı veya borçlanma oranı olarak da ifade edilen bu oran, firmanın yabancı kaynaklar toplamının toplam varlıklar içerisindeki payıdır. Bu oranın 0,5'ten yüksek olması firmanın spekülâtif tarzda finanse edildiğini ve yabancı kaynakların ödenmesinde zorlanacağını gösterir (Kaygusuz, 2018, s.47). Firmaya kredi verecek olanlar bu oranın minimum olmasını isterlerken, ortaklar bu oranın sermaye maliyetinin optimum olduğu noktada olmasını isterler (Çoşkun, 2004, s.51). Enflasyon dönemlerinde firmaların borçlanmayı daha çekici bulmalarından dolayı bu oran, ekonominin genişleme dönemlerinde daha yüksek olmaktadır (Akgüç, 1998, s.34).



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### BİST SANAYİ SEKTÖR ENDEKSİNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ REEL SEKTÖR FİRMALARINDA UYGULAMA

#### 3.1. LİTERATÜR

Firmalarda sermaye yapısının belirlenmesine ilişkin yapılan çalışmalarda temel farklılığın kaldıraç kavramının tanımlanmasından kaynaklandığı söylenebilir. Buna göre, bazı çalışmalarda (Okuyan ve Taşçı 2010, Abdioğlu ve Deniz 2015, Singh 2016, Karacaer vd. 2016, Karadeniz vd. 2018, Topaloğlu 2018 ve Ramli vd. 2019) toplam borçlar/toplam varlıklar oranı, yani toplam kaldıraç (TK) esas alınırken; bazı çalışmalarda ise (Köksal ve Orman 2014, Proença vd. 2014, Alipour 2015, Karaşahin ve Küçüksaraç 2016, Daskalakis vd. 2017 ve Ferrarini vd. 2017) kısa vadeli borçlar/toplam varlıklar oranı kısa vadeli kaldıraç (KVK), uzun vadeli borçlar/toplam varlıklar oranı uzun vadeli kaldıraç (UVK) ve toplam kaldıraç birlikte esas alınmıştır.

Toplam kaldıraç üzerinden yapılan araştırmalarda, Singh (2016), Umman'daki finansal olmayan şirketlerin sermaye yapısında firmaya özgü belirleyicileri incelediği çalışmasında, 2011-2015 dönemleri arasındaki verileri kullanarak, panel veri analizi uygulamıştır. Analiz sonucunda araştırmacı, TK ile kârlılık ve likidite arasında negatif yönlü; büyüklük ile pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Ramli vd. (2019), 1990-2010 dönemi için Malezya ve Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'ndaki firmalar üzerine gerçekleştirdiği çalışmasında, sermaye yapısı belirleyicilerinin firmanın finansal performansına etkisini araştırmıştır. Kısmi En Küçük Kareler Yapısal Eşitlik Modellemesi (PLS-SEM) ile gerçekleştirdiği analizde Ramli vd. (2019), TK ile likidite ve borç dışı vergi kalkını arasında negatif yönlü; varlık yapısı ile ise pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Okuyan ve Taşçı (2010), Türk sanayi işletmelerinde sermaye yapısı belirleyicilerini ve işletme borçlanma davranışlarını açıklamak için İstanbul Sanayi Odası tarafından her yıl belirlenen 500 büyük ve ikinci 500 büyük sanayi işletmelerini

incelemişlerdir. 1993-2007 dönemini kapsayan ve panel veri analizinin uygulandığı çalışma sonucunda, TK ile kârlılık ve büyüklük arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Abdioğlu ve Deniz (2015) çalışmalarında, 2009-2013 döneminde BİST'te işlem gören imalat sanayi sektöründeki firmaların sermaye yapısını belirleyen faktörleri ortaya koymayı amaçlamışlardır. Panel veri analizi ile gerçekleştirdikleri çalışmada kaldıraç ile kârlılık, likidite ve varlık yapısı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Karacaer vd. (2016), 2005-2014 dönemi için Türk imalat sanayinde sermaye yapısının önemli belirleyicilerini panel veri yöntemi ile araştırmışlardır. Buna göre, TK ile kârlılık, varlık yapısı ve likidite ile negatif yönlü; büyüklük ve borç dışı vergi kalkanı ile pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir.

Karadeniz vd. (2018), BİST perakende sektörünü oluşturan on bir firmanın sermaye yapısına etki eden makroekonomik faktörleri 2009-2016 dönemi için incelemişlerdir. Arellano-Bond Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) analizi ile gerçekleştirdikleri çalışmada, TK ile gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) ve enflasyon arasında pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Topaloğlu (2018), 2007-2015 döneminde BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde devamlı faaliyet gösteren altı firmanın sermaye yapılarına etki eden firmaya özgü faktörleri belirlemek için gerçekleştirdiği çalışmasında, panel veri analizi uygulamıştır. Çalışmanın sonucunda, TK ile likidite ve borç dışı vergi kalkanı arasında negatif yönlü; büyüklük ile pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Yukarıdaki çalışmalardan farklı olarak, Kakilli Acaravcı (2015) 1993-2010 dönemi BİST'te işlem gören imalat sanayi firmalarının sermaye yapılarına etki eden faktörleri araştırdığı çalışmasında panel veri analizi yöntemini kullanmıştır. Çalışmada, TK ile birlikte toplam borçlar/özsermaye (TBÖ) oranını da kaldıraç olarak kullanan araştırmacı; her iki kaldıraç ile kârlılık, varlık yapısı ve büyüklük arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur. Sayılğan vd. (2006) 1993-2002 döneminde İMKB'de işlem gören imalat sanayi firmaları için sermaye yapısı kararlarında firmaya özgü faktörlerin etkilerini araştırmışlardır. Dinamik panel veri analizi ile gerçekleştirdikleri çalışmada, TBÖ ile kârlılık, varlık yapısı, büyüklük ve

borç dışı vergi kalkanı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin varlığını ifade etmişlerdir.

*KVK, UVK ve TK gibi birden fazla kaldıraç tanımını kullanan çalışmalar;* Proença vd. (2014), 2007-2010 döneminde Portekiz'deki küçük ve orta büyüklükteki işletmeler (KOBİ) için yaptıkları çalışmada, 2008 Finansal Krizi'nin sermaye yapısı kararlarına etkilerini en küçük kareler yöntemi ile incelemişlerdir. Çalışmada, her üç kaldıraçın da kârlılık ile negatif yönlü ilişkili olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca, varlık yapısının KVK ve TK ile negatif; UVK ile pozitif; likiditenin KVK ve TK ile pozitif, UVK ile negatif; büyüklüğün KVK ile negatif, UVK ve TK için pozitif ve borç dışı vergi kalkanının KVK ile pozitif, UVK ve TK ile negatif yönlü ve anlamlı ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Alipour (2015), Tahran Borsası'nda 2003-2007 dönemleri arasında işlem gören imalat sanayi sektöründeki firmaların sermaye yapısı seçimlerine yönelik yaptığı çalışmada, en küçük kareler yöntemi ve panel veri tekniklerini kullanmıştır. Çalışmasında bu üç kaldıraç ile kârlılık ve büyüklük arasında negatif yönlü ve anlamlı ilişki olduğunu belirlemiştir. Buna ek olarak, varlık yapısının UVK ile negatif; KVK ve TK için pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Daskalakis vd. (2017), Yunanistan'da faaliyet gösteren KOBİ'ler için yaptıkları çalışmada, firmaya özgü ve makroekonomik faktörlerin göreceli önemini zaman aralığını 2005-2008 ve 2009-2014 olmak üzere iki alt döneme ayırarak araştırmışlardır. 2005-2008 alt döneminde; KVK ile büyüklük arasında pozitif yönlü ve anlamlı; UVK ile varlık yapısı, kârlılık, likidite arasında negatif yönlü, bankacılık sektörü ile pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlara ulaşmışlardır. TK ile varlık yapısı ve likidite arasında negatif yönlü; büyüklük, kârlılık ve bankacılık sektörü arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. 2009-2014 alt dönemi için KVK ile varlık yapısı ve likidite arasında negatif yönlü, bankacılık sektörü arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. UVK ile varlık yapısı, büyüklük, kârlılık, borç dışı vergi kalkanı ve likidite arasında negatif yönlü, bankacılık sektörü arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlara ulaşmışlardır. Aynı alt dönemde TK ile varlık yapısı, büyüklük ve likidite arasında negatif yönlü; kârlılık ve bankacılık sektörü arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca çalışmalarında, likidite oranı olarak hassas bir ölçüt olan nakit/toplam varlıklar oranını kullanmışlardır.

Ferrarini vd. (2017), Çin ekonomisinin finansal kırılganlığını araştırmak için 2009-2015 döneminde finansal olmayan kurumsal firmalara panel veri analizi uygulamışlardır. Çalışmada, üç kaldıraç ile varlık yapısı ve büyüklük arasında pozitif, kârlılık arasında ise negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki elde etmişlerdir. Ayrıca, borç dışı vergi kalkanı ile KVK ve TK arasında pozitif, UVK arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır.

Köksal ve Orman (2014), Türkiye’de 1996-2009 dönemindeki büyük firmaların ve KOBİ’lerin sermaye yapısı belirleyicilerini panel veri analizi ile araştırmışlardır. Çalışmada, üç kaldıraçta da sektör ortalamaları, büyüklük, enflasyon ve borç dışı vergi kalkanı ile pozitif yönlü ilişkili iken; kârlılık ile negatif yönlü ve anlamlı ilişkili olduklarını belirlemişlerdir. Ayrıca, varlık yapısının KVK ile negatif, UVK ve TK ile pozitif yönlü ve anlamlı ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Karaşahin ve Küçüksaraç (2016), 1994-2014 döneminde BİST’e kote finansal olmayan firmaların sermaye yapısı belirleyicilerini araştırmışlardır. Havuzlanmış en küçük kareler yöntemi ile analiz ettikleri çalışmalarında, üç kaldıraç ile kârlılık ve likidite arasında negatif; sektör ortalamaları ve enflasyon ile pozitif yönlü ve anlamlı ilişkilere ulaşmışlardır. Ayrıca, büyüklük ile UVK arasında negatif, KVK ve TK ile pozitif yönlü ve anlamlı; varlık yapısı ile KVK arasında ise negatif, UVK ve TK arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Yukarıdaki çalışmalarda, işletmenin kullandığı kaldıraç belirlenirken borçların türü itibariyle bir ayırım yapılmamıştır. Bu çalışmalardan farklı olarak Yarba ve Güner (2019), 1996-2015 yılları arasında finansal olmayan Türk şirketlerinin borçlanma dinamiklerini inceledikleri çalışmalarında şirketlerin finansal borçlarını esas almışlardır. Dinamik panel veri analizini kullandıkları çalışmalarında, kısa vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar (KVFBO), uzun vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar (UVFBO) ve toplam finansal borçlar/toplam varlıklar (TFBO) kaldıraçlarını bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Araştırmalarının sonucuna göre üç kaldıraçta da kârlılık ile negatif; sektör ortalamaları, büyüklük ve enflasyon ile pozitif yönlü ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca varlık yapısı ile KVFBO arasında negatif, UVFBO ve TFBO arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin varlığına ulaşmışlardır.

### **3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI**

Bu çalışmada, BİST'e kote olan reel sektör firmalarında borçlanma dinamiklerini etkileyen işletmeye özgü, sektöre özgü ve makroekonomik faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Çalışma, 2010Ç1-2019Ç4 dönemindeki veriler ile gerçekleştirilmiştir.

Çalışma; işletmeye özgü, sektöre özgü ve makroekonomik faktörleri birlikte incelediği için diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. Bazı çalışmalar ile benzerlikler içerse de, BİST Sınai Endeksi (XUSIN) üzerine olması, finansal borçların baz alınması ve veri setinin güncel verilerden oluşturulması çalışmayı farklılaştırmaktadır. Ayrıca, sermaye piyasaları ve tüketici güven endeksini değişkenlerinin de çalışmaya eklenmesi ile literatürdeki boşluğun kapatılması amaçlanmıştır.

### **3.3. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE YÖNTEMİ**

Çalışmanın uygulama kısmında BİST Sınai Endeksinde (XUSIN) yer alan firmaların 2010Ç1-2019Ç4 döneminde yayımladıkları finansal tablolar kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler Analiz Expert programından ve TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. Bu endeksteeki firmaların veri düzensizliğinden dolayı şirketlerden bazıları analiz dışında bırakılmış, toplam 127 firma (Bknz. EK-1) üzerinden analiz gerçekleştirilmiştir. Her bir firma için toplam 5.080 gözlemle dengeli bir panel oluşturulmuştur.

BİST Sınai Endeksinde (XUSIN) bulunan bu firmaların borçlanma dinamiklerini incelemek için bağımlı değişken olarak Yarba ve Güner (2019)'dan hareketle şirketlerin finansal borçlarını esas alan üç kaldıraç belirlenmiştir. Buna göre, kısa vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar (KVFBO), uzun vadeli finansal borçlar/toplam varlıklar (UVFBO) ve toplam finansal borçlar/toplam varlıklar (TFBO) oranları kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak, üç ana grup belirlenmiştir. Literatürde sadece firmaya özgü ya da sadece makroekonomik faktörlerin etkilerinin araştırılmasına karşılık (Sayılğan 2016, Kakilli Acaravcı 2015, Karadeniz vd. 2018, Topaloğlu 2018) bu çalışmada firmaya özgü ve endüstriyel faktörler ile makroekonomik değişkenler birlikte analize dâhil edilmiştir.

İşletmeye özgü faktörleri içeren bağımsız değişkenlerde; kârlılık için dönem net kârı/toplam varlıklar, varlık yapısı için maddi duran varlıklar/toplam varlıklar, büyüklük için toplam varlıkların logaritması, borç dışı vergi kalkanı için amortisman giderleri/toplam varlıklar, likidite oranı için alacaklar/toplam varlıklar, faaliyet kaldırıcı için ise brüt kâr/faiz ve vergi önceki kâr oranları kullanılmıştır.

Sektör ortalamalarına ilişkin bağımsız değişkenler olarak, kısa vadeli finansal borçların sektör ortalaması/toplam varlıkların sektör ortalaması, uzun vadeli finansal borçların sektör ortalaması/toplam varlıkların sektör ortalaması ve toplam finansal borçların sektör ortalaması/toplam varlıkların sektör ortalaması oranları kullanılmıştır.

Makroekonomik faktörlere ilişkin bağımsız değişkenlerde ise ekonomik büyüme için reel GSYİH'daki yüzdesel değişim, enflasyon için tüketici fiyat endeksi (TÜFE<sup>7</sup>), ekonomik güven endeksi için tüketici güven endeksi, bankacılık sektörü için şirketlere verilen krediler/GSYİH ve sermaye piyasası için borsa işlem hacmi/GSYİH oranı kullanılmıştır.

Analiz kısmında kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 3.1'de sunulmuştur.

**Tablo 3.1.** Veri seti ve açıklamaları

Bağımlı değişkenler		
Değişken	Oran	Kısaltma
Kaldıraç 1 <i>Yarba ve Güner (2019)</i>	Kısa Vadeli Finansal Borçlar/Toplam Varlıklar	KVFBO
Kaldıraç 2 <i>Yarba ve Güner (2019)</i>	Uzun Vadeli Finansal Borçlar/Toplam Varlıklar	UVFBO
Kaldıraç 3 <i>Yarba ve Güner (2019)</i>	Toplam Finansal Borçlar/Toplam Varlıklar	TFBO
Bağımsız Değişkenler		
<i>İşletmeye Özgü Faktörler</i>		
Kârlılık	Dönem Net Kârı/Toplam Varlıklar	ROA
<i>Sayılğan vd. (2006), Okuyan ve Taşçı (2010), Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Kakilli Acaravcı (2015), Abdioğlu ve Deniz (2015), Alipour (2015), Singh (2016), Karacaer vd. (2016), Kardeşahin ve Küçükşaraç (2016), Ferrarini vd. (2017), Daskalakis vd. (2017), Topaloğlu (2018), Yarba ve Güner (2019).</i>		

<sup>7</sup> TÜFE, bir endeks olduğu için 2010 yılı değeri 100 olarak kabul edilmiştir.



Varlık Yapısı	Maddi Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar	MDVO
<i>Sayılgan vd. (2006), Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Kakilli Acaravcı (2015), Alipour (2015) Abdioğlu ve Deniz (2015), Singh (2016), Kardeşahin ve Küçükşaraç (2016), Ferrarini vd. (2017), Daskalakis vd. (2017), Ramli vd. (2019), Yarba ve Güner (2019).</i>		
Büyükölük	Toplam Varlıkların Logaritması	BUYUKLUK
<i>Sayılgan vd. (2006), Okuyan ve Taşçı (2010), Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Kakilli Acaravcı (2015), Abdioğlu ve Deniz (2015), Alipour (2015), Singh (2016), Karacaer vd. (2016), Kardeşahin ve Küçükşaraç (2016), Ferrarini vd. (2017), Daskalakis vd. (2017), Topaloğlu (2018), Ramli vd. (2019), Yarba ve Güner (2019).</i>		
Borç Dışı Vergi Kalkanı	Amortisman Giderleri/Toplam Varlıklar	BDVK
<i>Sayılgan vd. (2006), Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Kakilli Acaravcı (2015), Abdioğlu ve Deniz (2015), Singh (2016), Karacaer vd. (2016), Daskalakis vd. (2017), Ferrarini vd. (2017), Topaloğlu (2018), Ramli vd. (2019).</i>		
Likidite Oranı	Alacaklar/Toplam Varlıklar	LKDT
<i>Proença vd. (2014), Abdioğlu ve Deniz (2015), Singh (2016), Kardeşahin ve Küçükşaraç (2016), Karacaer vd. (2016), Daskalakis vd. (2017), Topaloğlu (2018), Ramli vd. (2019).</i>		
Faaliyet Kaldırıcı	Brüt Kâr/FVÖK	FAAKL
<i>Abdioğlu ve Deniz (2015), Topaloğlu (2018).</i>		
<i>Sektör Ortalamaları</i>		
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	Kısa Vadeli Finansal Borçların Sektör Ortalamaları/Toplam Varlıkların Sektör Ortalamaları	SEK_KVFBO
<i>Yarba ve Güner (2019)</i>		
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	Uzun Vadeli Finansal Borçların Sektör Ortalamaları/Toplam Varlıkların Sektör Ortalamaları	SEK_UVFBO
<i>Yarba ve Güner (2019)</i>		
Toplam Finansal Borçlar	Toplam Finansal Borçların Sektör Ortalamaları/Toplam Varlıkların Sektör Ortalamaları	SEK_TFBO
<i>Yarba ve Güner (2019)</i>		
<i>Makroekonomik Faktörler</i>		
Ekonomik Büyüme	Reel GSYİH'deki % Değişim	RGSYIH
<i>Kardeşahin ve Küçükşaraç (2016), Karadeniz vd. (2018), Ramli vd. (2019).</i>		
Enflasyon	TÜFE	TUFE

---

*Köksal ve Orman (2014), Kardeşahin ve Küçükşaraç (2016), Daskalakis vd. (2017), Karadeniz vd. (2018), Ramli vd. (2019), Yarba ve Güner (2019).*

Bankacılık Sektörü	Şirketler Kesimine Verilen Krediler/GSYİH	KREDİ
<i>Daskalakis vd. (2017).</i>		
Sermaye Piyasaları	Borsa İşlem Hacmi/GSYİH	BORSA
Ekonomik Güven Endeksi	Tüketici Güven Endeksi	TGE

---

### 3.4. PANEL VERİ ANALİZİ

Çalışmada, yatay kesitleri ve zamanı birleştiren panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analizi, örneklem büyüklüğünün artmasına, tekrarlanan kesit gözlemlerinin incelenmesiyle değişimin devingenliğinin ve karmaşık modellerin incelenmesine olanak sağlamaktadır (Gujarati ve Porter, 2012, s.612). Panel veri analiz süreci yatay kesit bağımlılığı ve homojenliği araştırma ile başlamaktadır. İki test ile elde edilen sonuçlar panel birim kök testlerinden hangisinin uygulanacağına karar vermede önemlidir. Panel birim kök testinin belirlenmesinin ardından veriler, regresyon analizine tabi tutulur. Sabit etkiler modeli veya rassal etkiler modelinden hangisinin kullanılacağı Hausman testi ile belirlenir. Testin sonucuna göre anlamlı bulunan regresyon analizi sonuçları ile panel veri analizi tamamlanmış olur.

Panel birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığını dikkate alıp almadığına göre birinci ve ikinci nesil birim kök testleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Topaloğlu, 2018, s.85). Bir diğer husus ise serilerin homojen veya heterojen olma durumudur (Polat, 2017, s.218).

#### 3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Homojenlik Testleri

Seriler arasındaki yatay kesit bağımlılığının dikkate alınıp alınmaması elde edilecek sonuçları önemli ölçüde etkilemektedir (Breusch ve Pagan, 1980; Pesaran, 2004). Bu sebeple analize başlamadan önce yatay kesit bağımlılığı test edilmelidir. Yapılacak birim kök ve eşbütünleşme testlerinde bu durum göz önünde bulundurulmaz ise analizler hatalı sonuçlar verebilecektir (Göçer vd., 2012, s.455-456).

Öncelikle yatay kesit bağımlılığı incelenerek, birinci veya ikinci nesil birim kök testlerinden hangisinin kullanılacağı belirlenmiştir. Pesaran (2004) panel veri analizinde kesit bağımlılığının önemli bir durum olduğunu ifade etmiştir. Yatay kesit bağımlılığı Breusch-Pagan (1980) LM Testi, Pesaran (2004) CD ve CDlm testleri ile

araştırılmaktadır. LM testi, zaman boyutunun yatay kesit durumundan fazla olduğu ( $T > N$ ), CDIm testi zaman boyutunun yatay kesit durumundan fazla olduğu ( $T > N$ ) ancak iki boyut arasındaki farkın az olduğu durumlarda kullanılırken, CD testi ise yatay kesit boyutu zaman boyutundan büyük olduğu ( $N > T$ ) durumlarda kullanılmaktadır. Araştırmada yatay kesit boyutu zaman boyutundan büyük olduğu için Pesaran (2004) CD testi kullanılmıştır. Analizlerin tamamı STATA programında yapılmış olup, yatay kesit bağımlılığına yönelik test sonuçları Tablo 3.2’de sunulmuştur.

**Tablo 3.2.** Yatay kesit bağımlılığı testi sonuçları

KVFBO	Pesaran Yatay Kesit Bağımlılığı Yoktur İstatistiği: 23.748 (0.0000 <sup>***</sup> ) Çapraz Olmayan Elemanların Ortalama Mutlak Değeri: 0.288
UVFBO	Pesaran Yatay Kesit Bağımlılığı Yoktur İstatistiği: 8.447, (0.0000 <sup>***</sup> ) Çapraz Olmayan Elemanların Ortalama Mutlak Değeri: 0.343
TFBO	Pesaran Yatay Kesit Bağımlılığı Yoktur İstatistiği: 3.318 (0.0009 <sup>***</sup> ) Çapraz Olmayan Elemanların Ortalama Mutlak Değeri: 0.311

**Not:** <sup>\*\*\*</sup>, <sup>\*\*</sup> ve <sup>\*</sup> simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10’luk düzeyleri ifade etmektedir.

$H_0$ : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

$H_1$ : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Bu sonuçlara göre  $H_0$  yatay kesit bağımlılığı yoktur şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Diğer bir ifadeyle ilgili değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı vardır. Şirketlerin birbirini takip edip etmediğini ortaya koyan çapraz olmayan elemanların ortalama mutlak değeri KVFBO için 0,288, UVFBO için 0,343 ve TBO için 0,311 çıkmıştır.

Yatay kesit bağımlılığının test edilmesinden sonra araştırılması gereken diğer varsayım ise homojenlik varsayımıdır. Pesaran ve Yamagata (2008) delta testleri ile homojen veya heterojenlik sınaması yapılmaktadır. Bu testler, yatay kesit boyutu ve zaman bağılı olarak tahmin edilen ve bireysel katsayıyı ifade eden sabit terimin ve eğitim katsayılarının homojen olup olmadığını tespit etmektedir (Topaloğlu, 2018, s.83). Homojenlik varsayımı test sonuçları Tablo 3.3.’te verilmiştir.

**Tablo 3.3.** Homojenlik sınaması

KVFBO	Delta Değeri	17.615	P-Değeri	0.000 <sup>***</sup>
-------	--------------	--------	----------	----------------------

	Düzeltilmiş Delta Değeri	18.315	P-Değeri	0.000***
UVFBO	Delta Değeri	31.649	P-Değeri	0.000***
	Düzeltilmiş Delta Değeri	39.529	P-Değeri	0.000***
TFBO	Delta Değeri	30.646	P-Değeri	0.000***
	Düzeltilmiş Delta Değeri	38.276	P-Değeri	0.000***

Not: \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

Bu sonuçlara göre yapılan analizin homojen olduğu anlaşılmaktadır. Çalışmada hem yatay kesit bağımlılığı hem de homojenlik olduğu için uygulanacak birim kök testinin ikinci nesil birim kök testleri olması gerektiği belirlenmiştir.

### 3.4.2. Birim Kök Testlerinin Uygulanması

Panel veri analizi uygulanırken dikkat edilmesi gereken bazı noktalar vardır. Bunlardan birincisi serilerde birim kök bulunmamasıdır (Polat, 2017, s.218). Birim kök testleri zaman serisinin durağanlığını veya durağan olmamasını sınamaktadır (Gujarati ve Porter, 2012, s.754). Zaman serisi analizlerinde verilerin durağanlığı önemlidir. Çünkü seriler durağan değilse sahte regresyon problemi ile karşılaşılır (Elmas ve Temurlenk, 2009, s.6). İkinci bir önemli husus zaman serileri arasında yatay kesit bağımlılığının varlığıdır. Hem testlerin yatay kesit bağımlılığı içerip içermediğine göre ayrılıyor olması hem de serilerdeki birim kökün test edilmesi için yatay kesit bağımlılığı tespit edilmelidir (Polat, 2017, s.218). Analize geçmeden önce test edilmesi gereken son husus ise homojenlik ve heterojenlik durumudur (Topaloğlu, 2018, s.83).

Paneli oluşturan yatay kesitlerin birbirinden bağımsız olup olmaması, panel birim kök testlerini birinci nesil ve ikinci nesil birim kök testleri olarak ikiye ayırmaktadır (Göçer vd., 2012, 457). Birinci nesil birim kök testleri, paneldeki yatay kesitlerin bağımsız olduğu varsayımına dayanmaktadır (Koçbulut ve Altıntaş, 2016, s.154). Birinci nesil birim kök testlerinden en çok bilinenleri Maddala ve Wu (1999), Hadri (2000), Choi (2001) Levin, Lin ve Chu (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003) ve Breitung (2005)'tur. İkinci nesil birim kök testleri ise, yatay kesit bağımlılığının olduğu ve paneli oluşturan kesitlerden birinde olan şokun tüm kesitleri belirli düzeylerde etkilediği varsayımını içerir (Topaloğlu, 2018, s.86). Bu varsayımlara göre yatay kesit bağımlılığını içeren ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiştir. Breuer vd. (2002) tarafından SURADF, Smith vd. (2004) tarafından Bootstrap, Bai ve Ng (2004)

tarafından PANIC, Pesaran (2007) CADF ve CIPS, Hadri ve Kurozumi (2012) HK testleri başlıca ikinci nesil birim kök testleridir.

Çalışmada yatay kesit bağımlılığı içerdiği ve yatay kesit boyutu zaman boyutundan büyük olduğu için ikinci nesil birim kök testlerinden Pesaran (2007) CADF birim kök testi uygulanmıştır. Testin tahmin sonuçları Tablo 3.4'te verilmiştir.

**Tablo 3.4.** Pesaran CADF birim kök testi

Değişkenler	KVFBO için P Değeri	UVFBO için P Değeri	TVFBO için P Değeri
ROA	0.000***	0.000***	0.000***
MDVO	0.048**	0.048**	0.048**
BUYUKLUK	0.736	0.736	0.736
BDVK	0.004***	0.004***	0.004***
LKDT	0.000***	0.000***	0.000***
FAAKL	0.000***	0.000***	0.000***
SEKTÖR ORT.	0.205	0.000***	0.203
RGSYIH	0.000***	0.000***	0.000***
TUFE	0.000***	0.000***	0.000***
KREDI	1.000	1.000	1.000
BORSA	0.000***	0.000***	0.000***
TGE	0.000***	0.000***	0.000***

Not: \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

Pesaran (2007) CADF birim kök testi tahmin sonuçlarına göre KVFBO için büyüklük, kısa vadeli finansal borç sektör ortalaması ve kredi; UVFBO için büyüklük ve kredi ve TFBO için ise büyüklük, toplam finansal borç sektör ortalaması ve kredi değişkenlerinin birim kök içerdikleri tespit edilmiştir. Dolayısıyla birim kök yoktur şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir. Birim kök içerdiği belirlenen değişkenler için fark değerleri hesaplanmıştır (I(1)).

### 3.4.3. Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Modellerinin Test Edilmesi ve Hausman Testinin Uygulanması

Sabit etkiler modeli, açıklayıcı değişkenlerin katsayılarının birimler arasında da zaman içinde de değişmezliğini varsayan bir modeldir (Gujarati ve Porter, 2012, s.596). Sabit etkiler modeli şu şekilde formüle edilir (Judge, 1985, s.519):

$$y_{it} = \beta + \alpha_i + \beta_1 X_{it1} + \dots + \beta_k X_{itk} + u_{it} \quad (3.1.)$$

Bu denklemde;

$Y_{it}$ = Bağımlı değişkeni,

$\beta$ = Ortalama sabit terimi,

$\alpha_i$ = i kesiti için ortalama sabit terimden farklılığı,

$X_{it}$ = Bağımsız değişkenleri,  
 $i$ = Yatay kesit birimini,  
 $t$ = Zamanı,  
 $u_{it}$ = Hata terimini göstermektedir.

Rassal etkiler modelinde ise, kesitler veya zamana bağlı olarak meydana gelen değişmeler, hata teriminin bir parçası olarak modele dâhil olur (Bayraktutan ve Demirtaş, 2011, s.8). Bunun gerekçesi olarak sabit etkiler modelinde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının rassal etkili modellerde ortadan kalkmasıdır (Baltagi, 2005, s.14). Rassal etkiler modeli şu şekilde formüle edilebilir (Wooldridge, 2013, s.492):

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it1} + \dots + \beta_k X_{itk} + \alpha_i + u_{it} \quad (3.2.)$$

Analizde kullanılacak birim kök testinin seçilmesinin ardından, regresyon analizinde sabit etkiler modeli veya rassal etkiler modelinden hangisinin uygulanacağını belirlemek için, iki modelle regresyon analizi yapılmıştır.

Hausman (1978) testi ile modele karar verilmiştir. Hausman testi sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modelinden hangisinin seçileceğine karar vermede, iki model arasındaki farkı hesaplayan bir testtir (Baltagi, 2005, s.15).

### **KVFBO için Test Sonuçları**

KVFBO için uygulanan sabit etkiler modeli test sonuçları Tablo 3.5’de sunulmuştur.

**Tablo 3.5.** KVFBO için sabit etkiler modeli test sonuçları

Sabit Etkiler Regresyonu		Gözlem Sayısı=4,953				
Grup Değişkeni: firma_kod		Grup Sayısı=127				
R-sq:		Grup Saşına gözlem:				
İçinde=0.0696		Minimum=39				
Arasında=0.2260		Ortalama=39.0				
Tümü=0.1558		Maksimum=39				
Corr(u_i, Xb)=0.1681		F(12,4814)=30.00				
		Ols>F=0.0000				
KVFBO	Katsayı	Hata Ölçümü	t	P>  t	%95 Güven Aralığı	
ROA	-.1166409	.0188896	-6.17	0.000***	-.1536732	-.0796087
MDVO	-.0053604	.0020255	-2.65	0.008***	-.0093314	-.0013895
DBUYUKLUK	.0398113	.1089654	0.37	0.715	-.1738107	.2534332

BDVK	.1926498	.0883667	2.18	0.029**	.0194108	.3658889
LKDT	-1.576408	.1162742	-13.56	0.000***	-1.804358	-1.348457
FAAKL	4.23e-06	8.27e-06	0.51	0.609	-.000012	.0000204
DSEK_KVFBO	.4603308	.0644608	7.14	0.000***	.3339581	.5867035
RGSYIH	.080746	.0714609	1.13	0.259	-.0593502	.2208421
TUFE	-.004308	.0029142	-1.48	0.139	-.0100211	.0014052
DKREDI	-.1599995	.0441072	-3.63	0.000***	-.2464697	-.0735293
BORSA	.7983154	.5180802	1.54	0.123	-.2173584	1.813989
TGE	.0832811	.0319729	2.60	0.009***	.0205996	.1459627
_cons	8.346239	3.005511	2.78	0.006	2.454063	14.23841
sigma_u	8.0672936					
sigma_e	7.1197437					
rho	.56215008					

Not: \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

KVFBO için uygulanan rassal etkiler modeli test sonuçları Tablo 3.6'da sunulmuştur.

**Tablo 3.6.** KVFBO için rassal etkiler modeli test sonuçları

Rassal Etkiler Regresyonu		Gözlem Sayısı=4,953				
Grup Değişkeni: firma_kod		Grup Sayısı=127				
R-sq:		Grup Başına Gözlem:				
İçinde=0.0695		Minimum=39				
Arasında=0.2306		Ortalama=39.0				
Tümü=0.1585		Maksimum=39				
Corr(u_i, Xb)=0 (assumed)		Wald Ki Kare(12)=391.17				
		Ols>Ki Kare=0.0000				
KVFBO	Katsayı	Hata Ölçümü	z	P> z	%95 Güven Aralığı	
ROA	-.1194576	.0188011	-6.35	0.000***	-.1563071	-.0826081
MDVO	-.0064997	.0019855	-3.27	0.001***	-.0103911	-.0026082
DBUYUKLUK	.0451589	.1090059	0.41	0.679	-.1684888	.2588066
BDVK	.1929729	.0878278	2.20	0.028**	.0208335	.3651123
LKDT	-1.639205	.1133985	-14.46	0.000***	-1.861461	-1.416948
FAAKL	4.18e-06	8.27e-06	0.51	0.613	-.000012	.0000204
DSEK_KVFBO	.4582663	.0644708	7.11	0.000***	.3319058	.5846268
RGSYIH	.082386	.0714993	1.15	0.249	-.05775	.2225221
TUFE	-.0042725	.0029156	-1.47	0.143	-.009987	.0014421
DKREDI	-.1600555	.0441336	-3.63	0.000***	-.2465558	-.0735552

BORSA	.7749669	.518041	1.50	0.135	-.2403749	1.790309
TGE	.0835034	.031991	2.61	0.009***	.0208022	.1462047
_cons	8.527632	3.084314	2.76	0.006	2.482488	14.57278
sigma_u	7.7822434					
sigma_e	7.1197437					
rho	.54436944					

**Not:** \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

KVFBO için uygulanan Hausman testi sonuçları Tablo 3.7'de sunulmuştur.

**Tablo 3.7.** KVFBO için Hausman testi sonuçları

	(b) Sabit Etkiler	(B) Rassal Etkiler	(b-B) Farkı	Sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ROA	-.1166409	-.1194576	.0028167	.0018262
MDVO	-.0053604	-.0064997	.0011393	.0004008
DBUYUKLUK	.0398113	.0451589	-.0053476	.
BDVK	.1926498	.1929729	-.0003231	.0097437
LKDT	-1.576408	-1.639205	.0627969	.0256995
FAAKL	4.23e-06	4.18e-06	4.67e-08	.
DSEK_KVFBO	.4603308	.4582663	.0020645	.
RGSYIH	.080746	.082386	-.0016401	.
TUFE	-.004308	-.0042725	-.0000355	.
DKREDI	-.1599995	-.1600555	.000056	.
BORSA	.7983154	.7749669	.0233485	.0063685
TGE	.0832811	.0835034	-.0002223	.

b=Regresyon analizinden elde edilen  $H_0$  ve  $H_a$  altında tutarlı

B= Regresyon analizinden elde edilen  $H_0$  altında verimli,  $H_a$  altında tutarsız

Test:  $H_0$  katsayılar farkı sistematik değil

$$\begin{aligned} \text{chi2}(11) &= (b - B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b - B) \quad (3.3.) \\ &= 12.51 \end{aligned}$$

Prob>chi2 = 0.3263 ( $V_b - V_B$  pozitif tanımlı değil)

Hausman testi sonucunda göre elde edilen Prob>chi2 değeri 0,05'ten büyük olduğundan, KVFBO için rassal etkiler modeli kullanılması gerekmektedir.

Anlamlı bulunan değişkenler için Tablo 3.6'daki rassal etkiler modeli test sonuçları yorumlandığında; likiditedeki 1 birimlik artışın KVFBO'da 1,639 birimlik bir önemli bir azalışa neden olduğu tespit edilmiştir. Kârlılıktaki 1 birimlik artışın KVFBO'da 0,119 birimlik bir azalışa, varlık yapısındaki 1 birimlik artışın KVFBO'da



0,006 birimlik bir azalışa, borç dışı vergi kalkanındaki 1 birimlik artışın KVFBO'da 0,192 birimlik bir artışa, sektör ortalamasındaki 1 birimlik artışın KVFBO'da 0,458 birimlik bir artışa, bankacılık sektöründeki 1 birimlik artışın KVFBO'da 0,16 birimlik bir azalışa ve tüketici güven endeksindeki 1 birimlik artışın KVFBO'da 0,083 birimlik bir artışa neden olduğu tespit edilmiştir.

### **UVFBO için Test Sonuçları**

UVFBO için uygulanan sabit etkiler modeli test sonuçları Tablo 3.8'de sunulmuştur.

**Tablo 3.8.** UVFBO için sabit etkiler modeli test sonuçları

Sabit Etkiler Regresyonu		Gözlem Sayısı=4,953				
Grup Değişkeni: firma_kod		Grup Sayısı=127				
R-sq:		Grup Başına gözlem:				
İçinde=0.1902		Minimum=39				
Arasında=0.1166		Ortalama=39.0				
Tümü=0.1459		Maksimum=39				
Corr(u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> )=0.0164		F(12,4814)=94.25				
		Ols>F=0.0000				
UVFBO	Katsayı	Hata Ölçümü	t	P>  t	%95 Güven Aralığı	
ROA	-.1373502	.017846	-7.70	0.000***	-.1723306	-.1023697
MDVO	.0198712	.0019142	10.38	0.000***	.0161185	.0236239
DBUYUKLUK	.2813701	.1029889	2.73	0.006***	.0794647	.4832755
BDVK	-.0839825	.0820433	-1.02	0.306	-.2448249	.0768598
LKDT	.0520129	.1099384	0.47	0.636	-.1635166	.2675423
FAAKL	-6.72e-06	7.82e-06	-0.86	0.390	-.000022	8.61e-06
DSEK_UVFBO	.9502691	.0414746	22.91	0.000***	.8689599	1.031578
RGSYIH	-.0460416	.0679683	-0.68	0.498	-.1792905	.0872074
TUFE	-.0008316	.002878	-0.29	0.773	-.0064739	.0048106
DKREDI	-.0040583	.0430427	-0.09	0.925	-.0884417	.0803251
BORSA	-.1310883	.4993116	-0.26	0.793	-1.109967	.8477905
TGE	-.0020286	.0304853	-0.07	0.947	-.0617938	.0577366
_cons	-.3421046	2.895157	-0.12	0.906	-6.017936	5.333727
sigma_u	8.5130732					
sigma_e	6.7302021					
rho	.61538273					

Not: \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

UVFBO için uygulanan rassal etkiler modeli test sonuçları Tablo 3.9'da sunulmuştur.

**Tablo 3.9.** UVFBO için rassal etkiler modeli test sonuçları

Rassal Etkiler Regresyonu		Gözlem Sayısı=4,953				
Grup Değişkeni: firma_kod		Grup Sayısı=127				
R-sq:		Grup Başına Gözlem:				
İçinde=0.1902		Minimum=39				
Arasında=0.1179		Ortalama=39.0				
Tümü=0.1467		Maksimum=39				
		Wald Ki Kare(12)=1147.90				
Corr(u_i, Xb)=0 (assumed)		Ols>Ki Kare=0.0000				
UVFBO	Katsayı	Hata Ölçümü	z	P>  z	%95 Güven Aralığı	
ROA	-.1391918	.0177683	-7.83	0.000***	-.1740171	-.1043666
MDVO	.0198584	.0018843	10.54	0.000***	.0161652	.0235516
DBUYUKLUK	.2816662	.1029447	2.74	0.006***	.0798983	.4834342
BDVK	-.0735523	.0816475	-0.90	0.368	-.2335786	.0864739
LKDT	.026721	.1078832	0.25	0.804	-.1847261	.2381682
FAAKL	-6.76e-06	7.82e-06	-0.87	0.387	-.0000221	8.55e-06
DSEK_UVFBO	.9493009	.0411927	23.05	0.000***	.8685647	1.030037
RGSYIH	-.0468138	.06794	-0.69	0.491	-.1799736	.0863461
TUFE	-.0008134	.0028751	-0.28	0.777	-.0064485	.0048218
DKREDI	-.0039548	.0430155	-0.09	0.927	-.0882637	.0803541
BORSA	-.1229526	.4989922	-0.25	0.805	-1.100959	.8550541
TGE	-.0017714	.0304749	-0.06	0.954	-.0615011	.0579583
_cons	-.3371058	2.990973	-0.11	0.910	-6.199305	5.525093
sigma_u	8.52419					
sigma_e	6.7302021					
rho	.6160003					

Not: \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

UVFBO için uygulanan Hausman testi sonuçları Tablo 3.10'da sunulmuştur.

**Tablo 3.10.** UVFBO için Hausman testi sonuçları

	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Sabit Etkiler	Rassal Etkiler	Farkı	S.E.
ROA	-.1373502	-.1391918	.0018417	.0016309
MDVO	.0198712	.0198584	.0000128	.000337
DBUYUKLUK	.2813701	.2816662	-.0002961	.0030177

BDVK	-.0839825	-.0735523	-.0104302	.0080488
LKDT	.0520129	.026721	.0252918	.0211581
FAAKL	-6.72e-06	-6.76e-06	4.46e-08	2.42e-07
DSEK_UVFBO	.9502691	.9493009	.009682	.0048274
RGSYIH	-.0460416	-.0468138	.0007722	.001962
TUFE	-.0008316	-.0008134	-.0000183	.0001298
DKREDI	-.0040583	-.0039548	-.0001035	.0015295
BORSA	-.1310883	-.1229526	-.0081358	.0178579
TGE	-.0020286	-.0017714	-.0002572	.0007977

b=Regresyon analizinden elde edilen  $H_0$  ve  $H_a$  altında tutarlı

B= Regresyon analizinden elde edilen  $H_0$  altında verimli,  $H_a$  altında tutarsız

Test:  $H_0$  katsayılar farkı sistematik değil

$$chi2(11) = (b - B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b - B) \quad (3.4.)$$

$$= 5.05$$

Prob>chi2 = 0.9287 ( $V_b - V_B$  pozitif tanımlı değil)

Hausman testi sonucunda göre elde edilen Prob>chi2 değeri 0,05'ten büyük olduğundan, UVFBO için rassal etkiler modeli kullanılması gerekmektedir.

Anlamlı bulunan değişkenler için Tablo 3.9'daki rassal etkiler modeli test sonuçları yorumlandığında; kârlılıktaki 1 birimlik artışın UVFBO'da 0,119 birimlik bir azalışa, varlık yapısındaki 1 birimlik artışın UVFBO'da 0,019 birimlik bir artışa, büyüklükteki 1 birimlik artışın UVFBO'da 0,281 birimlik bir artışa ve sektör ortalamasındaki 1 birimlik artışın UVFBO'da 0,949 birimlik bir artışa neden olacağı tespit edilmiştir.

### **TFBO için Test Sonuçları**

TFBO için uygulanan sabit etkiler modeli test sonuçları Tablo 3.11'de sunulmuştur.

**Tablo 3.11.** TFBO için sabit etkiler modeli test sonuçları

Sabit Etkiler Regresyonu	Gözlem sayısı=4,953
Grup Değişkeni: firma_kod	Grup sayısı=127
R-sq:	Grup Başına Gözlem:
İçinde=0.0867	Minimum=39
Arasında=0.2108	Ortalama=39.0
Tümü=0.1612	Maksimum=39

		F(12,4814)=38.08				
Corr(u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> )=0.1629		Ols>F=0.0000				
TFBO	Katsayı	Hata Ölçümü	t	P>  t	%95 Güven Aralığı	
ROA	-.255266	.0247772	-10.30	0.000***	-.3038405	-.2066914
MDVO	.0148921	.0026567	5.61	0.000***	.0096837	.0201004
DBUYUKLUK	.2500151	.1429201	1.75	0.080**	-.0301736	.5302038
BDVK	-.0123331	.114797	-0.11	0.914	-.2373877	.2127214
LKDT	-1.644593	.1524327	-10.79	0.000***	-1.943431	-1.345755
FAAKL	-1.88e-06	.0000108	-0.17	0.862	-.0000232	.0000194
DSEK_TFBO	.4513504	.08302	5.44	0.000***	.2885932	.6141076
RGSIYIH	-.1240651	.093748	-1.32	0.186	-.307854	.0597237
TUFE	.013626	.0038208	3.57	0.000***	.0061355	.0211164
DKREDI	.0177417	.0585151	0.30	0.762	-.0969746	.1324579
BORSA	-1.567717	.6795335	-2.31	0.021**	-2.899913	-.2355206
TGE	-.0102806	.0419365	-0.25	0.806	-.0924953	.0719341
_cons	21.11969	3.941172	5.36	0.000	13.3932	28.84619
sigma_u	12.454812					
sigma_e	9.3383485					
rho	.64013619					

Not: \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

TFBO için uygulanan rassal etkiler modeli test sonuçları Tablo 3.12'de sunulmuştur.

**Tablo 3.12.** TFBO için rassal etkiler modeli test sonuçları

Rassal Etkiler Regresyonu		Gözlem Sayısı=4,953				
Grup Değişkeni: firma_kod		Grup Sayısı=127				
R-sq:		Grup Başına Gözlem:				
İçinde=0.0866		Minimum=39				
Arasında=0.2176		Ortalama=39.0				
Tümü=0.1655		Maksimum=39				
Corr(u <sub>i</sub> , X <sub>b</sub> )=0 (assumed)		Wald Ki Kare(12)=485.86				
		Ols>Ki Kare=0.0000				
TFBO	Katsayı	Hata Ölçümü	z	P>  z	%95 Güven Aralığı	
ROA	-.2598153	.0247054	-10.52	0.000***	-.3082371	-.2113935
MDVO	.0138306	.0026188	5.28	0.000***	.0086979	.0189633
DBUYUKLUK	.2553251	.1430483	1.78	0.074*	-.0250445	.5356947

BDVK	-.0096582	.1143593	-0.08	0.933	-.2337984	.2144819
LKDT	-1.748636	.1496853	-11.68	0.000***	-2.042014	-1.455258
FAAKL	-1.97e-06	.0000109	-0.18	0.856	-.0000233	.0000193
DSEK_TFBO	.4492936	.0830868	5.41	0.000***	.2864465	.6121408
RGSYIH	-.1228984	.0938438	-1.31	0.190	-.3068289	.0610321
TUFE	.0136206	.0038246	3.56	0.000***	.0061246	.0211166
DKREDI	.0179983	.0585768	0.31	0.759	-.0968102	.1328068
BORSA	-1.593908	.6799153	-2.34	0.019**	-2.926518	-.2612988
TGE	-.0099797	.0419802	-0.24	0.812	-.0922594	.0722999
_cons	21.36288	4.081889	5.23	0.000	13.36252	29.36323
sigma_u	11.841364					
sigma_e	9.3383485					
rho	.61655203					

Not: \*\*\*, \*\* ve \* simgeleri sırasıyla %1, %5 ve %10'luk düzeyleri ifade etmektedir.

TFBO için uygulanan Hausman testi sonuçları Tablo 3.13'de sunulmuştur.

Tablo 3.13. TFBO için Hausman testi sonuçları

	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt(diag(V_b-V_B))
	Sabit Etkiler	Rassal Etkiler	Farkı	S.E.
ROA	-.255266	-.2598153	.0045493	.001884
MDVO	.0148921	.0138306	.0010615	.0004474
DBUYUKLUK	.2500151	.2553251	-.00531	.
BDVK	-.0123331	-.0096582	-.0026749	.0100145
LKDT	-1.644593	-1.748636	.1040429	.0288105
FAAKL	-1.88e-06	-1.97e-06	8.65e-08	.
DSEK_UVFBO	.4513504	.4492936	.0020568	.
RGSYIH	-.1240651	-.1228984	-.0011667	.
TUFE	.013626	.0136206	5.40e-06	.
DKREDI	.0177417	.0179983	-.0002567	.
BORSA	-1.567717	-1.593908	.0261916	.
TGE	-.0102806	-.0099797	-.0003009	.

b=Regresyon analizinden elde edilen  $H_0$  ve  $H_a$  altında tutarlı

B= Regresyon analizinden elde edilen  $H_0$  altında verimli,  $H_a$  altında tutarsız

Test:  $H_0$  katsayılar farkı sistematik değil

$$chi2(11) = (b - B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b - B) \quad (3.5.)$$

$$= 18.91$$

Prob>chi2 = 0.0628 ( $V_b - V_B$  pozitif tanımlı değil)

Hausman testi sonucunda göre elde edilen Prob>chi2 değeri 0,05'ten büyük olduğundan, TFBO için rassal etkiler modeli kullanılması gerekmektedir.

Anlamli bulunan değişkenler için Tablo 3.9'daki rassal etkiler modeli test sonuçları yorumlandığında; likiditedeki 1 birimlik artışın TFBO'da 1,748 ve sermaye piyasalarındaki 1 birimlik artışın TFBO'da 1,593 birimlik önemli bir azalışa neden olduğu tespit edilmiştir. Kârlılıktaki 1 birimlik artışın TFBO'da 0,259 birimlik bir azalışa, varlık yapısındaki 1 birimlik artışın TFBO'da 0,013 birimlik bir artışa, büyüklükteki 1 birimlik artışın TFBO'da 0,255 birimlik bir artışa, sektör ortalamasındaki 1 birimlik artışın TFBO'da 0,449 birimlik bir artışa ve enflasyondaki 1 birimlik artışın TFBO'da 0,013 birimlik bir artışa neden olduğu tespit edilmiştir.

Rassal etkiler modeline göre regresyon modelleri şu şekilde olmaktadır:

$$KVFB0_{it} = \beta_0 + \beta_1ROA_{it} + \beta_2MDVO_{it} + \beta_3\Delta BUYUKLUK_{it} + \beta_4BDVK_{it} + \beta_5LKDT_{it} + \beta_6FAAKL_{it} + \beta_7\Delta SEK\_KVFB0_{it} + \beta_8RGSYIH_{it} + \beta_9TUFEE_{it} + \beta_{10}\Delta KREDI_{it} + \beta_{11}BORSA_{it} + \beta_{12}TGE_{it} + \alpha_i + u_{it} \quad (3.6.)$$

$$UVFB0_{it} = \beta_0 + \beta_1ROA_{it} + \beta_2MDVO_{it} + \beta_3\Delta BUYUKLUK_{it} + \beta_4BDVK_{it} + \beta_5LKDT_{it} + \beta_6FAAKL_{it} + \beta_7SEK\_KVFB0_{it} + \beta_8RGSYIH_{it} + \beta_9TUFEE_{it} + \beta_{10}\Delta KREDI_{it} + \beta_{11}BORSA_{it} + \beta_{12}TGE_{it} + \alpha_i + u_{it} \quad (3.7.)$$

$$TFBO_{it} = \beta_0 + \beta_1ROA_{it} + \beta_2MDVO_{it} + \beta_3\Delta BUYUKLUK_{it} + \beta_4BDVK_{it} + \beta_5LKDT_{it} + \beta_6FAAKL_{it} + \beta_7\Delta SEK\_KVFB0_{it} + \beta_8RGSYIH_{it} + \beta_9TUFEE_{it} + \beta_{10}\Delta KREDI_{it} + \beta_{11}BORSA_{it} + \beta_{12}TGE_{it} + \alpha_i + u_{it} \quad (3.8.)$$

### 3.5. ANALİZ SONUÇLARI

Çalışmada, BİST Sınai Endeksinde 2009Ç1-2019Ç4 döneminde faaliyet gösteren 127 firmanın borçlanma dinamiklerini etkileyen işletmeye özgü, sektöre özgü ve makroekonomik faktörlerin tespit edilmesi amaçlanmıştır. KVFB0, UVFB0 ve TFBO olmak üzere üç kaldıraca etki eden faktörler incelenmiştir. İşletmeye özgü faktörler; kârlılık, varlık yapısı, büyüklük, borç dışı vergi kalkanı, likidite oranı ve faaliyet kaldıracağı ile temsil edilmiştir. Sektöre özgü faktörler sektör ortalamaları ile temsil edilirken; makroekonomik faktörler ekonomik büyüme, enflasyon, bankacılık sektörü, borsa ve tüketici güven endeksi ile temsil edilmiştir. Çalışmanın bağımlı

değişkeni olan üç kaldıraç ile bu faktörler arasındaki ilişki ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Uygulanan regresyon analizine göre KVFBO, UVFBO ve TFBO kaldıraçları istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır. KVFBO bağımlı değişkeni için kârlılık, varlık yapısı, likidite oranı, kısa vadeli finansal borç sektör ortalaması, bankacılık sektörü ve tüketici güven endeksi değişkenlerinin %1 güven aralığında ve borç dışı vergi kalkanı değişkenininin %5 güven aralığında anlamlı olduğu görülmektedir. KVFBO ile kârlılık arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu ilişki Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Alipour (2015), Karaşahin ve Küçükşaraç (2016), Ferrarini vd. (2017) ve Yarba ve Güner (2019)'in sonuçları ile benzerlik göstermektedir. KVFBO ile varlık yapısı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu sonuç Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Daskalakis vd. (2017) ve Yarba ve Güner (2019)'in sonuçları ile paraleldir. KVFBO ile borç dışı vergi kalkanı arasındaki ilişki pozitif yönlü ve anlamlıdır. Elde edilen bulgular Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Ferrarini vd. (2017) ve Daskalakis vd. (2017) ile benzerlik göstermektedir. KVFBO ile likidite oranı arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu ilişki Karaşahin ve Küçükşaraç (2016) ve Daskalakis vd. (2017) bulguları ile uyumludur. KVFBO ile sektör ortalaması arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişki Köksal ve Orman (2014), Karaşahin ve Küçükşaraç (2016) ve Yarba ve Güner (2019)'in sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Daskalakis vd. (2017)'nin çalışmasının aksine, KVFBO ile bankacılık sektörü değişkeni arasında negatif yönlü ve anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Ayrıca, tüketici güven endeksi ile arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

UVFBO bağımlı değişkeni için kârlılık, varlık yapısı, büyüklük ve uzun vadeli finansal borç sektör ortalaması değişkenleri %1 güven aralığında anlamlıdır. UVFBO ile kârlılık değişkeni arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Alipour (2015), Karaşahin ve Küçükşaraç (2016), Ferrarini vd. (2017), Daskalakis vd. (2017) ve Yarba ve Güner (2019)'in çalışmaları ile benzerlik göstermektedir. UVFBO ile varlık yapısı arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Aynı ilişkinin varlığı Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Ferrarini vd. (2017) ve Yarba ve Güner (2019)'in çalışmalarında da görülmektedir. UVFBO ile büyüklük arasındaki ilişki pozitif yönlü ve

anlamlıdır. Bu sonuç Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Karaşahin ve Küçüksaraç (2016), Ferrarini vd. (2017) ve Yarba ve Güner (2019) bulguları ile uyumludur. UVFBO ile sektör ortalamaları arasında ise pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki söz konusudur. Bu ilişki Köksal ve Orman (2014), Karaşahin ve Küçüksaraç (2016) ve Yarba ve Güner (2019)'in sonuçları ile paraleldir.

TFBO bağımlı değişkeni üzerinde ise kârlılık, varlık yapısı, likidite oranı, toplam finansal borç sektör ortalaması ve enflasyon değişkenleri %1 güven aralığında anlamlı iken borsa değişkeni %5 ve büyüklük değişkeni %10 güven aralığında anlamlıdır. TFBO ile kârlılık arasındaki ilişki negatif yönlü ve anlamlıdır. Bu sonuç Okuyan ve Taşçı (2010), Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Alipour (2015), Kakilli Acaravcı (2015), Karaşahin ve Küçüksaraç (2016), Karacaer vd. (2016), Singh (2016), Ferrarini vd. (2017) ve Yarba ve Güner (2019)'in sonuçları ile benzerlik göstermektedir. TFBO ile varlık yapısı arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki söz konusudur. Aynı durum Köksal ve Orman (2014), Alipour (2015) Ferrarini vd. (2017), Ramli vd. (2019), Yarba ve Güner (2019)'in çalışmalarında da görülmüştür. TFBO ile büyüklük arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir sonuca ulaşılmıştır. Bu sonuç Köksal ve Orman (2014), Proença vd. (2014), Singh (2016), Karaşahin ve Küçüksaraç (2016), Karacaer vd. (2016), Ferrarini vd. (2017), Daskalakis vd. (2017), Topaloğlu (2018) ve Yarba ve Güner (2019) sonuçları ile benzerdir. TFBO ile likidite oranı arasında ise bulunan negatif yönlü ve anlamlı ilişki; Singh (2016), Karacaer vd. (2016), Karaşahin ve Küçüksaraç (2016), Daskalakis vd. (2017), Topaloğlu (2018) ve Ramli vd. (2019)'nin sonuçları ile benzerlik göstermektedir. TFBO ile sektör ortalaması arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir sonuç bulunmaktadır. Bu durum Köksal ve Orman (2014), Karaşahin ve Küçüksaraç (2016) ve Yarba ve Güner (2019)'in sonuçları ile uyumludur. TFBO ile enflasyon arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu sonuçlar Köksal ve Orman (2014), Karaşahin ve Küçüksaraç (2016) ve Yarba ve Güner (2019)'in sonuçları ile paraleldir. TFBO ile sermaye piyasası değişkeni arasında ise negatif yönlü ve anlamlı bir sonuca ulaşılmıştır.

Araştırmanın sonuçları sermaye yapısı teorilerine göre yorumlandığında, her üç kaldıraç için kârlılığın negatif yönlü ve anlamlı olması, FHT'nin kârlılık ve borçlanma arasındaki bulgularını doğrulamaktadır. Varlık yapısı ile borçlanma arasındaki ilişki kısa vadede DT'nin; uzun vadede ve toplamda ise FHT ve TMT'nin beklentilerini



karşılmaktadır. Büyüklük ile borçlanma arasındaki ilişki ise DT ve TMT'nin bulguları ile uyşmaktadır. Likiditenin negatif yönlü ve anlamlı olması da FHT'nin likidite ve borçlanma arasındaki ilişkisini doğrular niteliktedir.



## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada, ekonomiye katkısı nispeten yüksek olan ve Borsaya kote olan sanayi şirketlerinin, 2010Ç1 – 2019Ç4 döneminde sermaye yapısını belirleyen faktörler araştırılmıştır. Çalışmanın temel araştırma sorusu, bu şirketlerin borçlanma dinamiklerinde firmaya özgü, sektöre özgü ve makroekonomik faktörlerden hangilerinin daha belirleyici olduğudur. Bu amaçla çalışmada, vadesine göre (kısa – uzun) ve toplam finansal borçlar üzerinden hesaplanan üç farklı kaldıraç oranı kullanılmıştır. Uygulanan panel veri analizi sonucunda, her üç kaldıraç için ortak olarak anlamlı bulunan değişkenlerin kârlılık, varlık yapısı ve finansal borç sektör ortalamaları olduğu belirlenmiştir. Kârlılık ve finansal borç sektör ortalamaları sonuçları üç kaldıraç için de aynı iken, varlık yapısı için aynı durum söz konusu değildir. Buna göre, varlık yapısı ile UVFBO ve TFBO arasında pozitif yönlü bir ilişki varken, KVFBO ile negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu bulgu, şirketlerin varlık yapısı arttıkça, uzun vadeli borçlanmayı tercih ettikleri şeklinde yorumlanmaktadır.

Ortak değişkenler haricinde KVFBO ile borç dışı vergi kalkanı, likidite, bankacılık sektörü ve tüketici güven endeksi; UVFBO ile büyüklük ve TFBO ile büyüklük, likidite, enflasyon ve sermaye piyasaları değişkenleri arasında anlamlı ilişkilerin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. KVFBO ile bankaların kullandığı kredi miktarları arasındaki anlamlı ilişki, incelenen dönemde, ilgili şirketlerin bankalardan kullandıkları kredilerde kısa vadeye yoğunlaştığı şeklinde yorumlanmaktadır. Bu durum beraberinde likidite riskini de getirmektedir. Tüketici güven endeksinin, kısa vadeli borç oranı üzerinde anlamlı olması, beklentilerin önemli bir borçlanma dinamiği olduğu yorumunu güçlendirmektedir. Analiz sonucunda, KVFBO ile bankacılık sektörü ve tüketici güven endeksi arasındaki ve TFBO ile sermaye piyasaları arasındaki ilişkilerin varlığı, çalışmayı diğer çalışmalardan farklılaştıran sonuçlardır.

Yapılan çalışma ile elde edilen sonuçlar, borçlanma oranlarının etkileşim hâlinde olduğu faktörleri ortaya koyarak, optimal sermaye yapısının oluşturulmasında sınai sektör işletmelerine ışık tutacaktır.

Bu çalışma, farklı ülkeler ile Türkiye karşılaştırması yapılarak, farklı analiz teknikleri kullanılarak, analiz dönemi revize edilerek sonraki çalışmalarda geliştirilebilir.

## KAYNAKÇA

- Abdioğlu, N. ve Devran D. (2015). Borsa İstanbul'da İşlem Gören İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Firmaya Özgü Belirleyicileri, *Sosyoekonomi*, 23 (26), 195-213.
- Adıyaman, A. T. (2006). Dış Borçlarımız ve Ekonomik Etkileri, *Sayıştay Dergisi*, (62), 21-45.
- Akçay, M. A. (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*, (Uzmanlık Tezi), Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı.
- Akdağ, A. (2007). *Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyümeye Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akdal, S. (2010). How do Firm Characteristics Affect capital Structure? Some UK Evidence, *MPRA Paper No. 29657*, 1-53.
- Akdemir, T. ve Şahin Y. (2018). Devlet Borçlarının Kökeni, Gelişimi ve İktisadi Temelleri, *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi*, 8 (16), 279-305.
- Akdoğu, E., S. Burcu A. ve Şerif Aziz Ş. (2019). *Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasası*, İstanbul: y.e.y.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), 488-500.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.
- Aksoy, E. E. (2017). *Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aktaş, Z., Yasemin E. ve Neslihan K. E. (2018). "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Portföy Akımları: Pastadan Kim Daha Fazla Pay Alacak?", Erişim Tarihi: 16.04.2020,  
<https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/gelismekte+olan+ulkelere+yonelen+portfoy>.
- Albayrak, A. S. ve Ramazan A. (2008). Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (22), 425-445.

- Alipour, M., Mir Farhad Seddigh M. ve Hojjatollah D. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran, *International Journal of Law and Management*, 57 (1), 53-83.
- Allayannis, G., Gregory W. B. ve Leora F. K. (2003). Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use in East Asia, *The Journal of Finance*, 58 (6), 2267-2709.
- Alp, B. ve Cihan Y. (2015). Türkiye’de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği No:15/01*, 1-41.
- Altınok, S. (2009). *İktisada Giriş*, Konya: Dizgi Ofset.
- Ang, J. S., Rebel Allen C. ve James Wuh L. (2000). Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, 55 (1), 81-106.
- Ardıç, H. (2004). *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü.
- Arestis, P. (2016). Financial Liberalization, the Finance-Growth Nexus, Financial Crises and Policy Implications. Philip Arestis ve Malcolm Sawyer (Ed.), *Financial Liberalisation Past, Present and Future* içinde, (s.1-42), Cham: Springer International Publishing, [https://www.researchgate.net/publication/321540278\\_Financial\\_Liberalisation\\_Past\\_Present\\_and\\_Future](https://www.researchgate.net/publication/321540278_Financial_Liberalisation_Past_Present_and_Future).
- Aslan, L. (2007). *Makro Ekonomik Faktörlerin Sermaye Yapısı ve Kredi Riski Üzerine Etkisi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ata, H. Ali ve Yusuf A. (2010). Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi, *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, (11), 45-60.
- Atabey, A., Raif P. ve Ali A. (2010). *Genel Muhasebe*, Konya: Atlas Kitabevi.
- Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 23 (2), 75-89.
- Atatürk, M. K. (2017). *Nutuk*, İstanbul: Puslu Yayıncılık.

- Atıcı, G. (2017). Finansal Piyasalar ve Kurumlar. Aysel Gündoğdu (Ed.), *Finansal Yönetim* içinde (s.65-89), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Avdar, R. (2017). 1999-2011 Arası Dönemde Türkiye’de Meydana Gelen Depremlerin Ekonomik Etkileri, *ECONDER International Academic Journal*, 1 (1), 53-63.
- Aydın, N., Mehmet B. ve Metin C. (2017). *Finansal Yönetim*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Bai, J. S. ve Serena N. (2004). A PANIC Attack on Unit Roots and Cointegration, *Econometrica*, 72 (4), 1127-1177.
- Baker, M. ve Jeffrey W. (2002). Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.
- Bakkal, S. ve Temel G. (2007). İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri, *Akademik İncelemeler Dergisi*, 2 (2), 147-173.
- Baltagi, H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, West Sussex: John Wiley & Sons.
- Barclay, M. J. ve Clifford W. S. (2005). The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited, *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (1), 8-17.
- Bastı, E. (2013). Türkiye’de Şirketler Kesiminin Doğrudan Finansman Yoluyla Kaynak Sağlanması, *SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (30), 185-194.
- Bayraktutan, Y. ve Işıl D. (2011). Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (22), 1-28.
- Berk, N. (2014). Kısa Vadeli Finansman. Güven Sevil ve Mehmet Başar (Ed.), *Finansal Yönetim-I* içinde (s.192-220), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Web-Ofset.
- Beşel, F. ve Fatih Y. (2016). Tüketici Güven Endeksi ile Makro Değişkenler Arasındaki İlişki. F. Başaran vd. (Ed.), *ICPESS 2016 Bildiriler Kitabı* içinde (s. 475-487). İstanbul, Türkiye.
- Birinci, Y. (1997). *Analitik Yaklaşım Çerçevesinde Finansal Liberalizasyon, Makroekonomik Performans ve Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme*, (Doktora Tezi), İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Birinci, Y. (2011). Enflasyon, Para Politikası ve Stratejileri, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 47 (1-4), 19-30.
- Bloomberg HT, (2018). “Bakan Pekcan 979 Şirketin Konkordato İlan Ettiğini Açıkladı”, Erişim Tarihi: 20.04.2020, <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/2184709-bakan-pekcan-979-sirketin-konkordato-ilan-ettigini-acikladi>.
- Bocutoğlu, E. (2012). *Makro İktisat*, Trabzon: Murathan Yayınevi.
- Boz, M. F. (2016). *Petrol Arama ve Üretim Şirketlerinin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi: TP ve Dünyadaki Beş Büyük Petrol Arama ve Üretim Şirketinin Karşılaştırmalı Analizi*, (Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bölükbaş, M. (2012). *Türkiye’de Dışa Açılmanın Dış Borçlanma Üzerindeki Etkisi: Ekonometrik Bir Analiz*, (Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bradley, M., Gregg A. J. ve E. Han K. (1984). Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, 39 (3). 857-878.
- Brealey, R. A., Stewart C. M. ve Franklin A. (2011). *Principles of Corporate Finance (Tenth Edition)*, New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Breitung, J. (2005). A Parametric Approach of the Estimation of Cointegration Vectors in Panel Data, *Econometric Reviews*, 24 (2), 151-173.
- Breuer, J. B., Robert M. ve Miles S. W. (2002). Series-Specific Unit Root Tests with Panel Data, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 64 (5), 527-546.
- Breusch, T. S. ve Adrian Rodney P. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics, *The Review of Economic Studies*, 47 (1), 239-253.
- Bulut, Ö. U. (2016). *Finansal Liberalizasyon ve Kriz Öncü Göstergelerinin Analizi*, (Doktora Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Büyükmirza, K. (2019). *Maliyet ve Yönetim Muhasebesi: Tekdüzen’e Uygun Bir Sistem Yaklaşımı*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Büyüktortop, M. (2007). *Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama*, (Master Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Cangöz, M. C. (1994). *Türkiye’de Dış Borç Sorunu Borçlanma Stratejileri ve Borç Yönetimi*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cansız, S. (2017). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelemesi ve Teorilerin Test Edilmesi*, (Doktora Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Chen, L. H. ve George J. J. (2001). The Determinants of Dutch Capital Structure Choice, *The European Economic Association Annual Congress*, Berlin, 1-25.
- Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data, *Journal of International Money and Finance*, 20 (2), 249-272.
- Çağlarırnak, N. (1996). *Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Finansal Liberalizasyona Yönelik Politikalar*, (Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çatakoğlu, B. (2016). *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Çelik, M. ve Umut U. (2012). Vergi Kalkanı Değeri ve Firma Büyüme Oranı İlişkisi: Duyarlılık Analizi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17 (2), 393-404.
- Çelik, S., Erhan A. ve Pınar D. (2010, Ocak). The Relationship between Consumer Confidence and Financial Market Variables in Turkey during the Global Crisis, *30th Annual Meeting of the Middle East Economic Association*, Atlanta, GA.
- Çolak, Ö. F. (2001). Finansal Kriz ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3 (2), 15-30.
- Çoşkun, A. (2015). *Sınai Sektöründe Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: BİST Sınai Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çoşkun, M. (2004). Finansal Analiz. (Nurhan Aydın Ed.), *Finansal Yönetim* içinde (s.43-63), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Çörtük, O. (2006). *Türkiye-IMF İlişkileri ve İlişkilerin Hesap Bazında İşleyişi*, (Uzman Yeterlilik Tezi), Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü.

- Daskalakis, N., Dimitrios B. ve Violetta D. (2017). The Behaviour of SMEs' Capital Structure Determinants in Different Macroeconomics States, *Journal of Corporate Finance*, 46, 248-260.
- Devlet Planlama Teşkilatı (1999). Depremin Ekonomik ve Sosyal Etkileri: Muhtemel Finans İhtiyacı Kısa-Orta ve Uzun Vadede Alınabilecek Tedbirler, *DPT*, 1-127
- Dilbaz, K. (2012). *Türkiye'de Kamu Borçlanma Gereğinin Sermaye Piyasasına ve Özellikle Halka Açılmaya Etkileri*, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dinçergök, B. (2010). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelemesi*, (Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğan, B. (2014). *Finansal Liberalizasyon Altında Yatırım: 1980 Sonrası Türkiye Örneği*, (Yüksek Lisans Tezi), Çorum: Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğanalp, N. (2005). *Kamu Borçlanma Teorisi ve Borçlanmanın Reel Kesim Üzerindeki Etkileri*, (Yüksek Lisans Tezi), Kayseri: Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Drobtz, W. ve Roger F. (2003). What are the Determinants of the Capital Structure? Some Evidence for Switzerland, *WWZ/Department of Finance Working Paper*, (4/03), 1-37.
- Duman, H. (2004). *Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikalarının Sermaye Yapısına Etkisi ve İ.M.K.B.'de Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Durand, D. (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, *NBER Chapters*, 215-262.
- Eğilmez, M. (2014). *Örneklerle Kolay Ekonomi*, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Elmas, B. ve M. Sinan T. (2009). Hisse Senedi Fiyatı-İşlem Hacmi Arasındaki Granger Nedensellik: İMKB'de Hisse Bazlı Bir Analiz, *İMKB Dergisi*, 11 (43), 1-15.
- Eraydın, K. (2015). "Petrol Fiyatlarındaki Düşüşün Nedenleri ve Etkileri", Erişim Tarihi: 20.04.2020, [https://ekonomi.isbank.com.tr/ContentManagement/Documents/ar\\_01\\_2015.pdf](https://ekonomi.isbank.com.tr/ContentManagement/Documents/ar_01_2015.pdf).



- Erdoğan, B. (2006). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri*, (Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş: Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ertem, B. (2009). Türkiye-ABD İlişkilerinde Truman Doktrini ve Marshall Planı, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12 (21), 377-397.
- Ferrarini, B., Marthe H. ve Pasquale S. (2017). Leverage and Capital Structure Determinants of Chinese Listed Companies, *ADB Economics Working Paper Series*, (509), 1-26.
- Frank, M. Z. ve Vidhan K. G. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?, *MPRA Paper No: 22525*, 1-67.
- Geçili, M. (2014). *İşletmeler Üzerinde Etkili Olan Sermaye Yapısı Kararları ile Bu Kararları Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Niğde: Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ghosh, J. (2005). The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries, *DESA Working Paper*, (4), 1-18.
- Giovannetti, G. ve Ramon M. (1998). An EMU with Different Transmission Mechanisms?, *EUI Working Paper*, (93/33), 1-46.
- Göçer, İ., Mehmet M. ve Hakan H. (2012). Seçilmiş OECD Ülkelerinde Cari İşlemler Açığının Sürdürülebilirliği: Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Çoklu Yapısal Kırımlı Panel Veri Analizi, *Maliye Dergisi*, (163), 449-467.
- Gökalp, M. F. (1998). *Türkiye’de Liberalizasyon Sürecinde Dış Ticaret Hadlerindeki Gelişmenin Analizi*, (Doktora Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gönenli, A. (1991). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. İstanbul: Yön Ajans.
- Gujarati, D. N. ve Dawn C. P. (2012). *Temel Ekonometri*, çev: Ü. Şenesen ve G. G. Şenesen, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gülşen, A. Z. ve Özge Ü. (2012). Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi Teorisi ve Ödünleşme Teorisi: İMKB Sanayi Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8 (15), 49-60.

- Güner, A. (2016). *Türkiye’deki İşletmelerde Sermaye Yapısı Belirleyicileri: BİST’te Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gür, N. (2015). G20 ve Küresel Finans Yönetişimi, *SETA*, (129), 7-24.
- Hadri, K. (2000). Testing for Stationary in Heterogeneous Panel Data, *The Econometrics Journal*, 3 (2), 148-161.
- Hadri, K. ve Eiji K. (2012). A Simple Panel Stationarity Test in the Presence of Serial Correlation and a Common Factor, *Economics Letters*, 115 (1), 31-34.
- Harris, M. ve Artur R. (1991). The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, 46 (1), 297-355.
- Hassan, M. A. (2015). *Sermaye Yapısı ve Karlılığa Etkisi: Gıda Firmaları Üzerine Bir Çalışma*, (Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir: Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics, *Econometrica*, 46 (6), 1251-1271.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı (2020). “Türkiye Brüt Dış Borç Stoku”, Erişim Tarihi: 25.03.2020, <https://www.hmb.gov.tr/kamu-finansmani-istatistikleri>.
- Hepsağ, A. (2009). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 3 (1), 63-80.
- Im, K. S., Hashem P. ve Yongcheol S. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels, *Journal of Econometrics*, 115 (1), 53-74.
- İbicioğlu, M., Ayhan K. ve Mehmet Baha K. (2013). Türkiye’deki Tüketici Güven Endeksi ile Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 5 (1), 5-16.
- Jensen, M. C. ve William H. M. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Judge, G. G. (1985). *The Theory and Practice of Econometrics*, New York:Wiley.
- Kakilli Acaravcı, S. (2004). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Kakilli Acaravcı, S. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5 (1), 158-171.
- Kapusuzoğlu, A. ve Nildağ Başak C. (2018). Modigliani-Miller İlgisizlik Teorisi (Sermaye Yapısı ve Kar Payı İlgisizliği Teorisi. Aysel Gündoğdu (Ed.), *Finansın Temel Teorileri* içinde (s.15-38), İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Karacaer, S., Hüseyin T. ve Ömer Faruk G. (2016). Determinants of Capital Structure: An Application on Manufacturing Firms in Borsa İstanbul, *International Academic Journal of Accounting and Financial Management*, 3 (2), 47-59.
- Karadeniz, E. (2008). *Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*, (Doktora Tezi), Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karadeniz, E., Ömer İ. ve Selda D. (2018, Ekim). Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Makroekonomik Değişkenlerin Analizi: BİST Perakende Sektörü Üzerine Bir Uygulama, *Uluslararası Katılımlı 22. Finans Sempozyumu*, Mersin.
- Karagöl, E. T. (2010). Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borçlar, *SETA Analiz*, (26), 1-32.
- Karaşahin, R. ve Doruk K. (2016). Revisiting Capital Structure of Non-financial Public Firms in Turkey, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Belgesi*, (16/09), 1-34.
- Karataş, F. E. (2015). *Türkiye’de Devlet İç Borçlanma Senetleri Piyasası ve Likiditesini Etkileyen Faktörler*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Emisyon Genel Müdürlüğü.
- Kartal, M. T. (2017). Sermaye Yapısı. Aysel Gündoğdu (Ed.), *Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler* içinde (s.423-448), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kaygusuz, S. Y. (2018). *Finansal Tabloların Okunması ve Yorumlanması Excel Uygulamalı*, Bursa: Dora Basım-Yayın Dağıtım.
- Kayrakçı, H. B. (2006). *Türkiye’de Kamu Borçlanma Politikası ve Fonksiyonel Gelir Dağılımı İlişkisi*, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Khan, A. H. ve Lubna H. (1998). Financial Liberalization, Savings, and Economic Development in Pakistan, *Economic Development and Cultural Change*, 46 (3), 581-597.

- Kılıç, Y. (2018). Özkaynak ile Finansman. Aysel Gündoğdu (Ed.), *Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler* içinde (s.227-243), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kırpık, N. (2015). *Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Cari İşlemler Bilançosu Açıkları, Dış Borçlanma İlişkisinin Analizi (1980-2013)*, (Yüksek Lisans Tezi), Kars: Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Koç Aytakin, G. (2018). Türkiye’de Sermaye Piyasaları ve Borsaların Gelişim Süreci, *Uluslararası Beşeri Bilimler ve Eğitim Dergisi*, 4 (9), 150-176.
- Koç, E., Kadir K. ve Mahmut Can Ş. (2017). Türkiye’de Sanayi Sektörü ve Temel Sanayi Göstergeleri – Ekonomik Güven Endeksi, *Mühendis ve Makina*, 58 (688), 15-37.
- Koç, Ş. (2010). *Cari Açık, Borçlanma ve Büyüme Bağlamında 1990 Yılından Sonra Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Koçbulut, Ö. ve Halil A. (2016). İkiz Açıklar ve Feldstein-Horioka Hipotezi: OECD Ülkeleri Üzerine Yatay Kesit Bağımlılığı Altında Yapısal Kırılmalı Panel Eşbütünleşme Analizi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (48), 145-174.
- Kol, E. N. ve Zeynep K. (2012). 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve İstihdam Üzerine Etkileri, *Maliye Dergisi*, (162), 379-395.
- Köksal, B. ve Cüneyt O. (2014). Determinant of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy, *TCMB Working Paper*, (14/26), 1-51.
- Köse, S. (2000). *24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programları Çerçevesinde Yapılan Hukuki ve Kurumsal Düzenlemelerin Mukayeseli Analizi*, (Uzmanlık Tezi), Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı İktisadi Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü Hukuki Tedbirler ve Kurumsal Düzenlemeler Dairesi.
- Kurt Cihangir, Ç. (2014). *Küresel Krizin Dünya Borsalarına ve Borsa İstanbul’a Etkisi: Borsalarda Kriz Şiddet Katsayısının Hesaplanması*, (Doktora Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kurt Cihangir, Ç. (2019). *Uluslararası Parasal Düzen ve Türkiye Değerlendirmesi*, Ankara: Gazi Kitabevi.

- Kurt, Ç. (2006). *Türk Bankacılık Sektörünün Ekonomiye Yabancı Kaynak Kazandırmadaki Rolü*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kürkcü, M. (2004). *Türkiye’de Ekonomik Kriz ve Borçlanma Dinamiği: Son 10 Yılın Kritik Bir Değerlendirmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Leland, H. ve David P. (1977). Information Asymmetries, Finance Structure and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Levin, A., Chien-Fu L. ve Chia-Shang J. C. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties, *Journal of Econometrics*, 108 (1), 1-24.
- Maddala, G. S. ve Shaowen W. (2002). A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61 (S1), 631-652.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC: The Brookings Institution.
- Mishkin, F. (2007). Is Financial Globalization Beneficial?, *Journal of Money Credit and Banking*, 39 (2-3), 259-294.
- Modigliani, F. ve Merton H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F. ve Merton H. M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Mucuk, İ. (2011). *Modern İşletmecilik*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.
- Myers, S. C. ve Nicholas S. M. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13 (1984), 187-221.
- Okka, O. (2013). *Finansal Yönetim*, Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Okutan, M. (2010). *Bütçenin İç Borçlanma ile Finansmanının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri*, (Doktora Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Okuyan, H. A. ve H. Mehmet T. (2010). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 4 (1), 105-120.
- Onatça, Ş. N. (2017). *Sermaye Yapısı Belirleyicileri: Hisseleri BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Panel Veri Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Mersin: Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Orhangazi, Ö. (2019). Türkiye Ekonomisinin Yapısal Sorunları, Finansal Kırılganlıklar ve Kriz Dinamikleri, *Mülkiye Dergisi*, 43 (1), 111-137.
- Otluoğlu, E. (2015). *Asimetrik Bilgi ve Sermaye Yapısı Kararları: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*, (Doktora Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdemir, K. (2019). *Enflasyon Oranı Faiz Oranı ve Döviz Kurlarında Yaşanan Değişimlerin Firmaların Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi: BIST 100'deki İmalat Firmaları Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdiñç, A. (1994). *Finansal Liberalizasyon ve 1980 Sonrası Türkiye Örneği*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özsağır, A. (2007). Ekonomide Güven Faktörü, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 6 (20), 46-62.
- Özşahin, Ş. (2011). *Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz*, (Doktora Tezi), Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Paramasivan C. ve T. Subramanian (2009). *Financial Management*, New Delhi: New Age International (P) Limited, Publishers.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels, *Discussion Paper Series*, (1240), 1-39.
- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence, *Journal of Applied Econometrics*, 22 (2), 265-312.
- Pesaran, M. H. ve Takashi Y. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels, *Journal of Econometrics*, 142 (1), 50-93.

- Polat, M. (2017). Döviz Kurunun Firmaların Piyasa Değerine Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 32 (2), 211-230.
- Proença, P., Raul M. S. L. ve Luis M. S. L. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs, *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191.
- Rajan, R. G. ve Luigi Z. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.
- Ramagopal, C. (2008). *Financial Management*, New Delhi: New Age International (P) Limited, Publishers.
- Ramli, N. A., Hengky L. ve Grace T. S. (2019). Determinants of Capital Structure and Firm Financial Performance-A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia and Indonesia, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- Samur, C. (2011). Üçüncü Nesil Kriz Teorileri ve 1997/8 Asya Krizi, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 60 (2), 23-81.
- Sayılğan, G. ve Mustafa D. (2005). Neden Artan Vergi Oranları İşletmeleri Borçla Finansmana Özendirir?, *Bankacılar Dergisi*, (52), 28-38.
- Sayılğan, G., Hakan K. ve Güray K. (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data, *Investment Management and Financial Innovations*, 3 (3), 125-139.
- Sayım, F. ve Volkan A. (2011). Hizmet Sektörü Özellikleri ve Sistemik Olmayan Risklerin Sektör Menkul Kıymetleri ile Etkileşimine Dair Teorik Bir Çalışma, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (29), 245-262.
- Selçuk, B. (2018). Yabancı Kaynak ile Finansman. Aysel Gündoğdu (Ed.), *Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler* içinde (s.213-226), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Selvi, B. (2014). *Dünya'da ve Türkiye'de Dış Borçlanma ve Dış Borçlanmanın Kontrolü*, (Yüksek Lisans Tezi), Edirne: Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Seyhan, İ. (2010). *Firmalarda Uzun Vadeli Fon Tedariki ve Optimal Sermaye Yapısı "İMKB'de İşlem Gören Firmalar" Üzerine Uygulamalı Bir Analiz*, (Yüksek Lisans Tezi), Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Seyidoğlu, H. (2016). *Uluslararası Finans*, İstanbul: Yılmaz Basım Yayın ve Kâğıt.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance*, 19 (3). 425-442.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Singh, D. (2016). A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Non-Financial Firms in Oman, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6 (4), 1650-1656.
- Smith, L. V., Stephen L., Tae-Hwan K. ve Paul N. (2004). More Powerful Panel Data Unit Root Tests with an Application to Mean Reversion in Real Exchange Rates, *Journal of Applied Econometrics*, 19 (2), 147-170.
- Sucu, İ. (2005). *Türk Bankacılık Sistemi: Finansal Krizler ve Finansal Kriz Sonrası Uygulanan İstikrar Programlarının Etkileri*, (Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şen, H., N. Tolga S. ve Abdullah K. (2011). "Kalkınmanın Finansmanı", Erişim Tarihi: 19.04.2020,  
[https://www.researchgate.net/publication/283120040\\_KALKINMANIN\\_FINANSMANI](https://www.researchgate.net/publication/283120040_KALKINMANIN_FINANSMANI)
- Şener, S. (2005). Türkiye Ekonomisinde İkinci Dönem Liberal İktisat Politikaları, *Yöneti Bilimleri Dergisi*, 3 (1), 141-148.
- T.C. Resmi Gazete (2005). "Borçlanma Maliyetlerine İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 23) Hakkında Tebliğ", Erişim Tarihi: 07.12.2020,  
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2005/11/20051109-8.htm>
- T.C. Resmi Gazete (2018). "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karara İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ", Erişim Tarihi: 07.12.2020, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/11/20181116-8.htm>.
- Tarhan Bölükbaş, M. (2017). *Türkiye'de Kamu Harcamaları ve Dış Borçlanma İlişkisi: Ekonometrik Bir Analiz*, (Yüksek Lisans Tezi), Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.



- TCMB (2020). “İktisadi Yönelim İstatistikleri ve Reel Kesim Güven Endeksi”, Erişim Tarihi:02.04.2020,  
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Egilim+Anketleri/Iktisadi+Yonelim+Istatistikleri+ve+Reel+Kesim+Guven+Endeksi/>
- Tecer, M. (1980). *İşletmelerde Sermaye Maliyeti*, Ankara: Sevinç Matbaası.
- Terim, B. (2009). *Türkiye’de Firmaların Sermaye Yapısı: Belirleyici Etmenler ve Gelişim*, (Doktora Tezi), Manisa: Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- The World Bank, (2005). *Economic Growth in the 1990s*, Washington: The World Bank.  
<http://documents.worldbank.org/curated/en/664481468315296721/pdf/32692.pdf>
- Titman, S. ve Roberto W. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.
- Topaloğlu, E. E. (2018). Sermaye Yapısına Etki Eden Firmaya Özgü Faktörlerin Panel Veri Analizleri ile Belirlenmesi: Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, (640), 63-100.
- Toroslu, M. V. ve Cem Niyazi D. (2017). *Finansal Tablolar Analizi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Tunçel, M. B. (2018). *Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Analiz Edilmesi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Burdur: Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Turan, Ş. T. (2006). *Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler Üzerine Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Denizli: Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TÜİK (2019). “Tüketici Güven Endeksi”, Erişim Tarihi: 02.04.2020,  
<http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27862>.
- Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar (1989). Erişim Tarihi: 08.12.2020,  
[https://www.borsaistanbul.com/files/kar01\\_Turk\\_Parasi\\_Kiymetini\\_Koruma\\_Hakkında\\_32\\_Sayili\\_Karar.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/kar01_Turk_Parasi_Kiymetini_Koruma_Hakkında_32_Sayili_Karar.pdf)

- Türk Ticaret Kanunu (2011). Erişim Tarihi: 07.12.2020,  
<https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf>
- Türkiye Bankalar Birliği, (2019). *Bankalarımız 2018*, İstanbul: G. M. Matbaacılık.
- Türkiye Muhasebe Standardı 23 Borçlanma Maliyetleri (2005). Erişim Tarihi: 07.12.2020,  
[https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2018Seti/TMS/TMS\\_23\\_2018.pdf](https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/DynamicContentFiles/T%C3%BCrkiye%20Muhasebe%20Standartlar%C4%B1/TMSTFRS2018Seti/TMS/TMS_23_2018.pdf)
- Ural, M. (2003). *Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler*, (Doktora Tezi), İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Utkuseven, A. (2004). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Uygulamaları ve Ekonomik İstikrar*, (Doktora Tezi), Manisa: Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Uyar, U., Sinem K. U. ve Altan G. (2016). Gösterge Faiz Oranı Dalgalanmaları ve BİST Endeksleri Arasındaki İlişkinin Eşanlı Kantil Regresyon ile Analizi, *Ege Akademik Bakış*, 16 (4), 587-598.
- Van Horne, J. C. (1978). *Finansal Yönetim ve Politikaları Cilt I*, çev: O. Tekok, D. Yener, S. Bekçioğlu ve G. Keşçi, Ankara: Akçay Matbaası.
- Van Horne, J. C. (1979). *Finansal Yönetim ve Politikaları Cilt II*, çev: O. Tekok, D. Yener, S. Bekçioğlu, G. Keşçi ve A. Gün Çavaş, Ankara: y.e.y.
- Vardar, E. (2007). *Türkiye’de İç Borçlanmanın Gelişimi*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Vergi Usul Kanunu, (1961). Erişim Tarihi: 07.08.2020,  
<http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.213.doc>
- Vural, İ. Y. (2008). Atatürk Dönemi Maliye Politikaları: Liberal İktisattan Karma Ekonomiye, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, (20), 77-114.
- Vurucu, M. ve Mustafa Ufuk A. (2017). *A’dan Z’ye Bankacılık*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Welch, I. (2004). Capital Structure and Stock Returns, *Journal of Political Economy*, 112, 106-131.

- Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory Econometrics a Modern Approach*, Ohio: South-Western.
- Yakar, R. (2011). *Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma*, (Yüksek Lisans Tezi), Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yarba, İ. ve Zehra Nuray G. (2019). Leverage Dynamics: Do Financial Development and Government Leverage Matter? Evidence from a Major Developing Economy, *TCMB Working Paper*, (19/15), 1-37.
- Yaslıdağ, B. (2018). *Finansal Yönetim ve Finansal Analiz*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yazıcı, M. (1973). *Bilanço*, İstanbul: Çeltüt Matbaacılık.
- Yener, A. L. (2002). *Türk Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Beşyüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’nda İşlem Görenler İçin Bir Analiz*, (Doktora Tezi), Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yıldırım, D. (2011). *Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye ve Portekiz Piyasalarında Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yıldırım, O. (2017). *Türk Bankacılık Sistemi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yılmaz, B. E. ve Mehmet C. (2011). Gelişmekte Olan Ülkelerde İç Borçlanma Dinamikleri, *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, (56), 19-39.
- Yücel, E. (2006). *Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Mersin: Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yücel, H. (2017). *Cumhuriyet Ekonomisinin Kuruluşu ve Gelişimi*, Ankara: Türkiye Barolar Birliği.

## EKLER

### EK-1. Analizde Yer Alan Firmalar

Tablo E1.1. Analizde yer alan firmalar

Sıra No	Kod Adı	Firma Adı
1	AVOD	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.
2	AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
3	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
4	ATEKS	AKIN TEKSTİL A.Ş.
5	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
6	ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
7	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
8	ALKA	ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
9	ANACM	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
10	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
11	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
13	ARSAN	ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
14	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
15	BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.
16	BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
17	BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.
18	BTCIM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
19	BSOKE	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
20	BLCYT	BİLİCİ YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
21	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMESİ A.Ş.
22	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
23	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
24	BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.
25	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
26	BURCE	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.
27	BURVA	BURÇELİK VANA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
28	BUCIM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
29	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
30	CELHA	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.
31	CEMAS	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİ A.Ş.
32	CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
33	CMBTN	ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
34	CMENT	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.
35	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
36	DAGI	DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
37	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİ A.Ş.

**Tablo E1.1. (Devam) Analizde yer alan firmalar**

38	DENCM	DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
39	DERIM	DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
40	DESA	DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
41	DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.
42	DITAS	DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.
43	DOBUR	DOĞAN BURDA DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.Ş.
44	DGKLB	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
45	DOGUB	DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
46	DOKTA	DÖKTAŞ DÖKÜMCÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
47	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
48	DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
49	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
50	EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.
51	EGPRO	EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
52	EGSER	EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
53	EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.
54	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
55	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
56	ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.
57	FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.
58	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
59	GENTS	GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
60	GEREL	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
61	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
62	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
63	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
64	HATEK	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.
65	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
66	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
67	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
68	IHGZT	İHLAS GAZETECİLİK A.Ş.
69	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ KAYNAKLARI ARAŞTIRMA VE ÜRETİM A.Ş.
70	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
71	KAPLM	KAPLAMİN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
72	KRDMA	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
73	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
74	KRTEK	KARSU TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
75	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
76	KATMR	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
77	KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
78	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
79	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
80	KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
81	KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.

**Tablo E1.1. (Devam) Analizde yer alan firmalar**

82	KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
83	KOZAL	KOZA ALTIN İŞLETMELERİ A.Ş.
84	KOZAA	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş.
85	KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
86	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ A.Ş.
87	LUKSK	LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.
88	MAKTK	MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.
89	MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.
90	MNDRS	MENDERES TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
91	MERKO	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
92	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN KAĞIT VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
93	NIBAS	NİĞBAŞ NİĞDE BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
94	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
95	OLMIP	OLMUKSAN INTERNATIONAL PAPER AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
96	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
97	OYAKC	OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI A.Ş.
98	OZBAL	ÖZBAL ÇELİK BORU SANAYİ TİCARET VE TAAHHÜT A.Ş.
99	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
100	PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.
101	PENGD	PENGUEN GIDA SANAYİ A.Ş.
102	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
103	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
104	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
105	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
106	SAMAT	SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
107	SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
108	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
109	SILVR	SİLVERLINE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
110	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
111	SKTAS	SÖKTAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
112	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.
113	TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
114	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
115	TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
116	TUKAS	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
117	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
118	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
119	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
120	TBORG	TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.
121	USAK	UŞAK SERAMİK SANAYİ A.Ş.
122	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
123	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
124	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

**Tablo E1.1. (Devam)** Analizde yer alan firmalar

125	VKING	VİKİNG KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.
126	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
127	YUNSA	YÜNİSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.



