
SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FİRMAYA ÖZGÜ FAKTÖRLERİN ANALİZİ: İMKB HİZMET FİRMALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA*

ANALYSIS OF FIRM SPECIFIC FACTORS AFFECTING CAPITAL
STRUCTURE: APPLICATION ON ISE SERVICE FIRMS

Araş. Gör. Dr. Dilek DEMİRHAN, Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi, İşletme Bölümü, dilek.demirhan@ege.edu.tr

ÖZET

Bu çalışma kapsamında hisse senetleri İMKB’de işlem gören hizmet sektörü firmalarının sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin saptanması amaçlanmış olup, bu amaç doğrultusunda söz konusu firmaların İMKB’nin web sitesinden elde edilen mali tablo bilgileri panel veri kullanılarak regresyon modeli ile analiz edilmiştir. Sonuç olarak hizmet firmalarının sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörlerin karlılık, firma büyüklüğü, firmanın likiditesi ve firmanın varlık yapısı olduğu saptanmıştır. Araştırma bulguları finansal hiyerarşi yaklaşımına uygun olup, borç dışı vergi kalkanı, büyüme olanakları, firma riski, vergi ve borçlanma maliyeti değişkenlerinin hizmet firmalarının sermaye yapısını etkileyen önemli faktörler olmadığı ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye yapısı, hizmet firmaları, finansal hiyerarşi

ABSTRACT

It is aimed to determine the firm characteristics that affect the capital structure of the firms in ISE service sector. In this context information obtained from the financial tables of the firms is analysed by using panel data analysis with regression model. According to the findings of the study the most important firm characteristics that affect the capital structure of service firms are profitability, firm size, liquidity and tangibility of firm assets. The findings of the study are parallel with the pecking order theory and nondebt tax shields, growth

* Bu çalışma 17-20 Ekim 2007 tarihinde Zonguldak Karaelmas Üniversitesinde düzenlenen 11.Ulusal Finans Sempozyumu’nda bildiri olarak sunulmuştur.

opportunities, business risk, tax and cost of debt are found to be unimportant factor that do not affect capital structure of service firms.

Keywords: Capital Structure, service firms, pecking order theory

1.GİRİŞ

Firmaların karşı karşıya olduğu en önemli finansman kararlarından birisi sermaye yapısının oluşturulması ile ilgili olup, Modigliani ve Miller'ın 1958 yılında yaptıkları bu konunun temelini oluşturan çalışmalarından bu yana optimal sermaye yapısı finans literatüründe de oldukça ilgi çeken bir kavram olmuştur. Optimal sermaye yapısı ve firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi ile ilgili gerek yabancı gerekse yerli literatürde çeşitli teorik ve ampirik çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların birçoğunda imalat sanayindeki firmalar ele alınmıştır. Bu çalışma kapsamında ise hizmet firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörlerin belirlenmesi amaçlanmış olup, finansal verilerin elde edilmesindeki kolaylık nedeniyle hisse senetleri İMKB'de işlem gören hizmet firmaları örneklem grubu olarak seçilmiştir. Çalışmada öncelikle sermaye yapısı ile ilgili teorik yaklaşımlar, sermaye yapısını etkileyen faktörler ve daha önce yapılmış ampirik çalışmalar ele alınmış olup, uygulama bölümünde regresyon analizi yardımı ile İMKB hizmet firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörler saptanmaya çalışılmıştır.

2. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR

Firmalar faaliyetlerini sürdürmek üzere yeterli sermayeye sahip olmanın yanında faaliyetlerine uygun bir sermaye yapısına da sahip olmak zorundadırlar. Firmaların bunu başarmaları uygulamada zor olsa da, bu konu uzun yıllardır teorik açıdan tartışılmaktadır (Taner ve Akaya, 2005: 33). Finans literatüründe 1950'li yıllardan bu yana sermaye yapısı ile ilgili çeşitli teorik yaklaşımlar geliştirilmiştir. Çeşitli varsayımlara dayanılarak geliştirilen bu yaklaşımlar temel olarak bir firmanın sermaye yapısının, sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkileyip etkilemediği ile ilgilidir. Örneğin finansal kaldıraçın etkisini en çok dikkate alan "Net Gelir Yaklaşımı"na göre bir firma sermaye yapısını değiştirmek suretiyle sermaye maliyetini düşürüp piyasa değerini yükseltebilir. "Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı" ise tam tersine bir firmanın sermaye yapısının ortalama sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkilemeyeceğini savunmaktadır (Akgüç, 1998: 485,489). "Geleneksel Yaklaşım" olarak bilinen görüşe göre ise sermaye yapısı bir firmanın sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkilemekte olup firmalar için tek bir optimal sermaye yapısı bulunmaktadır (Ceylan, 2003: 221).

1958 yılında yayınladıkları çalışma ile finans literatüründe oldukça yankı uyandıran Modigliani ve Miller'ın söz konusu çalışmalarında öne sürdükleri yaklaşıma göre ise vergi unsurunun bulunmadığı etkin sermaye piyasalarında, firmanın piyasa değeri firmanın sermaye yapısından bağımsızdır. Dolayısıyla Modigliani ve Miller firmalarda optimal sermaye yapısına ulaşamayacağını

savunmaktadır (Ryen ve diğ.,1997: 41). Ancak gerçekte sermaye piyasaları Modigliani ve Miller'ın çalışmalarını dayandırdıkları etkin piyasalardan oldukça farklı bir yapı sergilemekte olduğundan çeşitli eleştirilerle karşı karşıya kalmışlardır. 1963 yılında, önceki çalışmalarında öne sürdükleri önerilerini kurumlar vergisi faktörünü göz önüne alarak yeniden formüle etmiş, borcun faizinin vergiden muaf olması ve kar payının bu muafiyeti sağlamaması gerekçesine dayanarak firmaların en yüksek piyasa değerine %100 borç ile sermaye yapılarını oluşturdukları zaman ulaşacağını savunmuşlardır. 1966 yılındaki çalışmalarında da bu düzeltilmiş önerilerini ampirik olarak test etmişlerdir (Durukan, 1997a: 29).

Yukarıda bahsedilen temel yaklaşımlardan, özellikle Modigliani ve Miller'ın çalışmalarından sonra, finans literatüründe söz konusu yaklaşımların dayandığı varsayımları gerçeğe yaklaştırmak amacı ile farklı unsurları da göz önüne alan çeşitli yaklaşımlar ve modeller geliştirilmiştir. 1970'lerin ortalarında finans literatüründe sermaye yapısı ile ilgili genel akademik görüş optimal sermaye yapısının, borçlanmanın vergi avantajları ile iflas maliyetlerinin net bugünkü değerini dengelemek sureti ile oluştuğu yönündeydi. Miller'ın 1977 yılında, firma düzeyinde borçlanarak finansmanın getirdiği vergi avantajlarının, bireysel düzeyde borçlanmanın vergi dezavantajları ile tamamen ortadan kalktığını iddia ettiği çalışmasından sonra, iki görüşü uzlaştırmaya çalışan çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların sonucunda ise iflas maliyetleri, temsilci maliyetleri, ve borç dışı vergi kalkanlarının kaybı gibi borçla finansmana bağlı olarak ortaya çıkan önemli maliyetler olduğu ve bu maliyetlerin bulunması durumunda marjinal tahvil sahiplerinin vergi oranının, kurumsal orandan daha az olacağı ve dolayısıyla borçla finansmanın net vergi avantajının pozitif olacağı sonucuna varılmıştır. Böylece bir firmanın optimal sermaye yapısı borçlanmanın vergi avantajı ile borçla finansmana bağlı olarak ortaya çıkan çeşitli maliyetlerin dengelenmesi sonucunda oluşmaktadır (Bradley ve diğ., 1984: 857). Ancak bu dengeleme yaklaşımı (trade-off approach), borçlanmayı artırıcı ve azaltıcı işlemlere hisse senedi piyasasının gösterdiği tepkiyi açıklamakta yetersiz kalmaktadır (Chen, 2004: 1342).

Bu dengeleme modeline alternatif olarak ortaya çıkan bir başka yaklaşım Myers tarafından öne sürülen asimetrik bilgi problemine dayanan finansal hiyerarşi (pecking order) yaklaşımıdır. Asimetrik bilgi problemi firma yöneticilerinin firma hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Yatırımcıların firmanın aktiflerinin değeri hakkında yöneticiler kadar çok bilgiye sahip olmaması ise söz konusu firmanın hisse senetlerinin piyasada düşük fiyatlandırılmasına sebep olabilmektedir (Myers ve Majluf., 1984: 6). Bu nedenle, bu varsayımına göre geliştirilen finansal hiyerarşi yaklaşımı firmaların karlı bir projeyi finanse etmek üzere öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanarak firma içi finansmana gitmeleri gerektiğini savunmaktadır. Bu yeterli olmazsa ve dış finansmana ihtiyaç duyulursa da öncelikle daha az riskli alternatifini seçerek tahvil yoluyla borçlanmayı tercih etmeli, daha sonra belki hisse senedine çevrilebilir tahvil ihraç etmeli ve son seçenek olarak da hisse senedi ihracını düşünmelidir. Bu yaklaşıma göre firmalar için tanımlanmış bir

hedef borç/özsermaye karışımı bulunmamaktadır, çünkü birisi finansal hiyerarşinin başında diğeri de sonunda olmak üzere, iç ve dış olarak iki tür özsermaye bulunmaktadır (Myers, 1984: 581).

Asimetrik bilgi problemine dayanarak ortaya çıkan bir başka yaklaşım ise Ross (1977) tarafından geliştirilen sinyal yaklaşımıdır (signalling approach). Yöneticiler firmanın gelecekte elde edeceği gelirler hakkında yatırımcılardan daha çok bilgiye sahiptirler. Firmanın finansal sıkıntıya düşmesi durumunda yöneticilerin cezalandırılacak olması ve bu nedenle yöneticilerin firmayı sıkıntıya düşürecek düzeyde borç almaktan kaçınması gerektiği düşüncesi, firmanın borç kullanımını yatırımcılar için güvenilir bir sinyal haline getirmektedir. Bu yaklaşıma göre yatırımcılar artan borçlanma düzeyini yüksek kalitenin bir sinyali olarak görmektedir. Düşük kaliteli firmalar da herhangi bir borçlanma düzeyinde yüksek kaliteli firmalara göre daha fazla marjinal iflas maliyetine sahip olduklarından borçlanma düzeylerini artırarak yüksek kaliteli firmaları taklit edemeyeceklerdir (Harris ve Raviv, 1991: 311). Sonuç olarak da firma değeri (veya karlılığı) ile borç/özsermaye oranı pozitif olarak ilişkili olacaktır (Ross, 1977: 37).

Sermaye yapısı ile ilgili finans literatüründe ortaya çıkan başka bir yaklaşım ise temsilci maliyetleri ile ilgilidir. Firmalarda ortaya çıkan temsilci problemleri yöneticiler ve hissedarlar ile hissedarlar ve firma alacaklıları arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanmaktadır. Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışması yöneticilerin risk almamak için finansal kaldıraçtan optimal düzeyde yararlanmaması ve şirket arabası, gider hesapları gibi kendilerine tanınan birtakım ayrıcalıklardan fazlaca yararlanarak aşırı harcamalara gitmeleri sonucunda yaşanmaktadır. Bu durumda yüksek borç oranı bir disiplin aracı gibi çalışarak yöneticileri faiz ödemelerini karşılayabilmek üzere daha sıkı çalışmaya zorlayacak ve firmaya fayda sağlayacaktır. Hissedarlar ve alacaklılar arasında yaşanan çıkar çatışmalarının temelinde ise hissedarların kar payı oranını artırmak gibi yöntemlerle alacaklılardan (tahvil sahiplerden) kendilerine servet transfer etmeleri yatmaktadır (Ryen ve diğ., 1997: 44).

Ayrıca alacaklıların firmaya verdikleri borç karşılığında talep ettikleri tutar sabitken, hissedarların talebi firmanın gelirleri ile doğru orantılı olarak artmaktadır. Bu durumda alacaklılar daha az riskli projeler ile kendi alacaklarını garanti altına almayı tercih ederken, hissedarlar daha çok getirisi olabilecek riskli projeleri tercih etmektedir. Dolayısıyla alacaklılar riskli bir projenin kabulü durumunda kendilerini artan riske karşı korumak amacıyla talep ettikleri faiz oranını artırmakta veya borç anlaşmalarına kısıtlayıcı maddeler koymaktadır. Bunun sonucunda ise temsilci maliyetlerine katlanmak zorunda olan taraf hissedarlar olmaktadır (Durukan, 1997a: 34). Bu yaklaşıma göre firmanın sermaye yapısında borç düzeyinin artması dışarıdan sağlanan sermayenin temsilcilik maliyetlerini düşürerek firmanın değerini artıracaktır. Ancak, artan borç düzeyi bu sefer de alacaklılar ile hissedarlar arasında çıkar çatışmalarına sebep olarak borçtan kaynaklanan temsilci maliyetlerini artırabilir (Berger ve Patti, 2006: 1066). Temsilci maliyetleri yaklaşımını ilk öne sürenlerden Jensen ve Meckling'e göre firmalarda optimal sermaye yapısı borçtan kaynaklanan

temsilci maliyetleri ile borcun sağladığı faydalar arasında bir denge kurularak oluşmaktadır (Harris ve Raviv., 1991: 301).

Finans literatüründe yukarıda bahsedilenler dışında sermaye yapısı ile ilgili olarak geliştirilmiş olan ürün/girdi piyasaları yaklaşımı ve kurumsal kontrol yaklaşımı da bulunmakta olup bu yaklaşımlar literatürde diğerleri kadar yankı uyandıramamışlardır (Durukan, 1997a:8).

Bu bölümde bahsedilen yaklaşımlar çeşitli araştırmacılar tarafından ampirik olarak test edilmiş ve sonuç olarak firmaların sermaye yapıları ile piyasa değerleri arasındaki ilişkinin yapısı ve firmaların sermaye yapısı ile ilgili kararlarını etkileyen faktörler ortaya konmaya çalışılmıştır.

3. SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörleri firmaya özgü değişkenler, finansal piyasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olmak üzere üç ana grupta toplamak mümkündür. Bu çalışma kapsamında sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü değişkenlerin belirlenmesi amaçlandığından bu bölümde firmaya özgü faktörler üzerinde durulacaktır. Günümüze kadar yapılmış olan araştırmalara dayanarak, firmaların sermaye yapıları ile ilgili kararlarını etkileyen firmaya özgü faktörler aşağıda belirtildiği şekilde gruplandırılabilir:

2.1. Firmanın Varlık Yapısı

Firmanın aktiflerinin içerisinde maddi duran varlıkların payının firmaların sermaye yapısını belirlemede etkili olduğu düşünülmektedir. Temsilcilik maliyetleri yaklaşımına göre yüksek kaldıraç düzeyine sahip firmalar optimal düzeyin altında yatırım yapma eğiliminde olup, firma alacaklılarından hissedarlara servet transferine neden olmaktadır. Bu durum da alacaklıların bu problemin etkilerini hafifletmek için maddi teminat talep etmesine yol açmaktadır. Ayrıca, bir firmanın tasfiye değeri maddi duran varlıklarının payı ile birlikte yükselmekte ve aktif içerisinde maddi duran varlıkların payının yüksek olması iflas halinde firmanın yanlış fiyatlandırılmasını önlemektedir. Maddi teminat veremeyen firmalar ya yüksek faiz oranı ile borçlanmakta ya da borç yerine hisse senedi ihraç etmek zorunda kalmaktadırlar. Bu durumda maddi duran varlıkların payı ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir (Deesomsak ve diğ., 2004: 393).

Yapılan çeşitli ampirik çalışmalarda da bu tür bir ilişkinin var olduğu saptanmıştır. Örneğin 1982 yılında İngiliz firmaları üzerinde yaptığı bir araştırmada Marsh firmanın varlıklarının yapısı ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişkinin var olduğunu saptamıştır (Marsh, 1982: 142). Aynı türde bir ilişki İspanyol firmaları ile yapılan bir araştırmada da saptanmış olup (Padron ve diğ., 2005: 67), literatürde benzer sonuçlara ulaşılmış çalışmalar mevcuttur.

2.2. Karlılık

Bir firmanın optimal sermaye yapısının borçlanmanın vergi avantajı ile borçla finansmana bağlı olarak ortaya çıkan çeşitli maliyetlerin dengelenmesi sonucunda oluşacağını savunan dengeleme yaklaşımına göre karlı firmalar gelirlerini kurumlar vergisinden koruyabilmek için daha çok borçlanmaya gitmelidirler (Huang ve Song., 2006: 17). Ancak finansal hiyerarşi yaklaşımına göre karlı firmaların borç düzeyleri daha düşük olmalıdır çünkü firmalar ek finansmana ihtiyaç duyduklarında öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanmalıdırlar (Wiwattanakantang, 1999: 386). Bu nedenle teorik yaklaşımlar ele alındığında karlılık ve borçlanma düzeyi arasında tam olarak ne yönde bir ilişki olduğunu saptamak kolay değildir. Ampirik çalışmalara bakıldığında ise bazı çalışmaların borçlanma düzeyi ile karlılık arasında negatif bir ilişki saptadığı görülürken (Friend ve Lang., 1988; Titman ve Wessels., 1988), bazı çalışmaların da bu iki değişken arasında pozitif bir ilişki saptadıkları görülmektedir (Rajan ve Zingales., 1995; Wald, 1999; Wiwattanakantang, 1999).

2.3. Firma Büyüklüğü

Büyük firmaların iflas etme olasılığı daha düşük olduğu ve göreceli olarak daha az iflas maliyetine sahip oldukları için dengeleme yaklaşımı, firma büyüklüğü ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişkinin var olduğunu öne sürmektedir (Deesomsak ve diğ., 2004: 394). Ayrıca büyük firmalar hakkında daha fazla bilgiye kolayca ulaşılabildiği için asimetrik bilgi sorunu azalmakta ve büyük firmalar için borç bulma şansı artmaktadır (Padron ve diğ., 2005: 61). Ancak bilgi asimetrisinin azalması aynı zamanda firmaların hisse senedi ihraç etmelerini de teşvik edebilmektedir (Chen, 2004: 1347). Teorik olarak firma büyüklüğü ile borçlanma düzeyi arasındaki ilişki hakkında açık bir sonuca ulaşılamamakta olup yapılan ampirik çalışmalarda da farklı sonuçlar elde edilmiştir. Örneğin Türkiye'nin de yer aldığı 10 adet gelişmekte olan ülkede yapılan bir araştırmada firma büyüklüğü değişkeni ile borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır (Booth ve diğ., 2001: 105). Aynı şekilde İspanya'da (Pardon ve diğ., 2005), Asya Pasifik Bölgesi'nde (Deesomsak ve diğ., 2004) ve Çin'de (Chen, 2004) yapılan araştırmalarda da söz konusu iki değişken arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuş olup bu tür çalışmaların sayısını artırmak mümkündür. Ancak bunun yanında firma büyüklüğü ile borçlanma düzeyi arasında negatif yönde bir ilişki olduğunu saptayan ampirik çalışmalar da mevcuttur (Titman ve Wessels, 1988: 17).

2.4. Firma Riski

Riskli ya da başka bir deyişle aldığı borcu ödeyememe olasılığı yüksek firmaların yüksek düzeylerde finansal kaldıraçtan yararlanmaması gerekmektedir. Genellikle faaliyet gelirlerinin dönemden döneme tutarsızlık göstermesi ve finansal sıkıntıya düşme olasılığı firma riskinin göstergeleri olarak kabul edilmektedir (Wiwattanakantang, 1999: 386). Firmanın gelirlerinde görülen

oynaklık finansal sıkıntıya düşme olasılığını artırmakta ve firmanın borçlanmanın getirdiği yükümlülükleri yerine getirememesine neden olabilmektedir. Bu durumda firmanın borçlanma kapasitesi gelirlerinde görülen oynaklık ile azalmakta olup borçlanma düzeyi ile firma riski arasında negatif bir ilişki oluşmasına yol açmaktadır (Deesomsak ve diğ., 2004: 394).

2.5. Vergi

Borçla finansmanın en önemli avantajlarından birisi ödenen faizin kurumlar vergisinden düşülmesi olup bu durum literatürde vergi kalkanı olarak adlandırılmaktadır. Daha çok vergi ödemek zorunda kalan firmalar vergi kalkanından faydalanabilmek üzere daha çok borçlanmaya gitmektedir. Bu durumda ödenen vergi düzeyi ile borçlanma düzeyi arasında pozitif yönde bir ilişki öngörülmekte olup yapılan çeşitli ampirik çalışmalarda bu ilişkinin varlığı saptanmıştır (Huang ve Song, 2006: 18).

2.6. Borç Dışı Vergi Kalkanları

Borç dışı vergi kalkanları, borçla finansmanın sağladığı vergi avantajlarının ikamesi olarak kullanılan araçlardır. Firmalar daha az kurumlar vergisi ödemek için amortisman, emeklilik fonları, yatırım kredileri ve yatırım indirimleri gibi araçları borç dışı vergi kalkanları olarak kullanabilmektedir (Wiwattanakantang, 1999: 385). Bu nedenle yüksek düzeyde borç dışı vergi kalkanına sahip işletmelerin daha düşük düzeylerde borçlanmaya gideceği beklenmektedir. Borç dışı vergi kalkanları ile borçlanma düzeyi arasında olması beklenen negatif ilişki yapılan ampirik araştırmalarda da ortaya konmuştur (Deesomsak ve diğ., 2004: 404; Wiwattanakantang, 1999: 393; Huang ve Song, 2006: 33).

2.7. Büyüme Olanakları

Dengeleme yaklaşımına göre soyut varlıklar şeklinde büyüme olanaklarına sahip firmalar daha çok maddi varlığa sahip firmalara göre daha düşük miktarlarda borçlanma eğilimine sahiptirler, çünkü büyüme olanakları teminat olarak gösterilememektedir (Chen, 2004: 1347). Temsilcilik maliyetleri yaklaşımına göre de borçlanmanın getirdiği temsilcilik maliyetleri yatırım kararlarında daha esnek büyüme potansiyeline sahip firmalar için daha yüksektir ve bu nedenle büyüme olanakları ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Ancak yine aynı yaklaşıma göre firmaların uzun vadeli borç yerine kısa vadeli borçlanma ile temsilcilik problemini azaltabilecekleri ifade edilmekte olup, bunun sonucunda firmalar kısa vadeli borçlanmayı tercih ederlerse, büyüme olanakları ile kısa vadeli borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki olacağı öngörülmektedir (Acaravcı, 2004: 36).

2.8. Firmanın Likiditesi

Finansal hiyerarşi yaklaşımına göre likiditesi yüksek firmalar daha az borçlanacaklardır. Aynı zamanda yöneticiler hissedarların lehine, alacaklıların da aleyhine olmak üzere likit varlıkları manipüle ederek borçlanmanın temsilcilik maliyetlerini artırabilmektedirler. Bu nedenle likidite ve borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir (Deesomsak ve diğ., 2004: 394).

2.9. Borçlanmanın Maliyeti

Firmaların sermaye yapısını etkileyen başka bir faktör borçlanma maliyetidir. Borçlanma maliyeti düşük olduğu sürece firmaların borç/özsermaye oranlarında artış olacağından bu faktör ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki öngörülmektedir. Ancak burada önemli olan sadece borç için ödenen faiz değil, firma için bir sabit gider niteliğinde olan ve alınan borç için katlanılan komisyon gibi diğer finansman giderlerinin de dikkate alınması gerektiğidir (Padron ve diğ., 2005: 62).

Daha önce de bahsedildiği gibi sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörler dışında finansal piyasalara özgü faktörler ve makroekonomik faktörler de bulunmaktadır. Kısaca bahsetmek gerekirse finansal piyasalara özgü faktörler sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi, finansal araçların gelişmişliği, yasal sistemin etkinliği ve kreditor/hissedar hakları gibi faktörler olup, makroekonomik faktörler ise GSYİH büyüme oranı, enflasyon oranı ve kredi faiz oranıdır (Acaravcı, 2004: 33).

3. TÜRKİYE'DE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK YAPILMIŞ AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Finans literatüründe sermaye yapısını etkileyen faktörlerin belirlenmesine yönelik ampirik çalışmalar incelendiğinde, bu çalışmaların bir çoğunun gelişmiş ülkelerde özellikle ABD'de yapıldığı görülmekte olup, son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde de bu tür çalışmalar yapılmıştır. Ülkemizde de firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörlerin belirlenmesine yönelik çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Örneğin, hisse senetleri İMKB'de işlem gören 68 firmanın sermaye yapısını etkileyen faktörleri saptamak üzere 1990-1995 dönemi'ni ele alan Durukan (1997b), karlılık ve borç dışı vergi kalkanının Türk firmalarının sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörler olduğu sonucuna varmıştır. Karlılık ile sermaye yapısı arasında çıkan negatif ilişki finansal hiyerarşi yaklaşımına uygunken, borç dışı vergi kalkanı değişkeninin negatif işaretli ve istatistiksel düzeyde oldukça anlamlı çıkması, Türkiye'de firmalara sağlanan teşviklerin ve yatırım indirimlerinin, vergi oranına göre, sermaye yapısı kararlarında daha etkili rol oynadığı şeklinde yorumlanmıştır.

İMKB'de imalat sanayinde faaliyet gösteren en büyük 42 firmanın incelendiği bir başka çalışmada (Güloğlu ve Bekçioğlu., 2001), söz konusu firmaların sermaye yapılarının İMKB'deki gelişmelerden hangi ölçütlerde etkilendiği saptanmaya çalışılmıştır. 1992-2000 yıllarını kapsayan analizin sonuçları borsanın gelişmesinin firmaların finansal kaldıraç oranını önemli ölçüde artırdığını göstermektedir. Çalışmada ayrıca borsanın gelişmesinin özellikle küçük işletmelerin kısa dönem ve toplam borç/ özsermaye oranlarına etki ettiği saptanmıştır.

Türkiye'de sermaye yapısı ile ilgili yapılan başka bir çalışmada (Gönenç ve Arslan., 2003: 61-62) ise İMKB'ye kayıtlı uluslararası ve yurtiçi reel sektör firmalarının sermaye yapıları karşılaştırılmıştır. 1995-1999 ve 2000-2001 dönemlerinin ayrı olarak değerlendirildiği analiz sonuçlarına göre firmaların uluslararası faaliyet düzeyi yükseldikçe borçluluk oranlarının uzun vadeli borçlar hariç olmak üzere arttığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca risk, karlılık, büyüklük, maddi duran varlıkların düzeyi, piyasa-defter değeri oranından oluşan değişkenlerin borçlanma oranları üzerine etkisinin teorik tartışmalar ile tutarlı olduğu tespit edilmiştir.

1992-2002 dönemlerini kapsayan ve İMKB'de işlem gören imalat sektörü firmaları için sermaye yapısını etkileyen faktörlerin ampirik olarak test edildiği çalışmada Acaravcı (2004), sermaye yapısı ile firmaların büyüme oranları, karlılığı, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı değişkenleri arasında bulunan ilişkilerin teori ile uyumlu olduğunu saptamıştır. Bununla birlikte sermaye yapısı ile sabit varlıklar, hisse senedi piyasasının gelişmişliği, kamu iç borç stoku, ve reel GSYİH büyüme oranı değişkenleri arasında bulunan ilişkilerin teorik beklentilerin ters yönünde olduğu görülmüştür. Araştırmanın sonuçlarına göre finansal hiyerarşi yaklaşımı desteklenmektedir.

İMKB'de işlem gören imalat sanayi işletmelerinin finansal yapılarını etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik yapılan başka bir çalışmada finansal yapıların alt sektörlere göre farklılık gösterdiği belirlenmiş ve büyüklük ve faaliyet kaldırıcı ile finansal yapı arasında negatif ilişki olduğu ortaya çıkmıştır (Akbulut, 2005: 53).

Türk firmalarının borçlanma kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek üzere de bir çalışma yapılmış olup söz konusu çalışmada 38 ilde faaliyet gösteren 438 firmaya anket uygulanmıştır. Araştırmanın bulgularına göre firmaların finansman tercihleri sırasıyla işletme içi kaynaklar, yabancı kaynak ve hisse senedi ihracıdır ve bu bulgular finansal hiyerarşi yaklaşımını desteklemektedir. Firmaların borç kullanımını etkileyen en önemli faktörlerin ise firma kazançları ve nakit akışlarının değişkenliği olduğu saptanmıştır (Erkan ve Aydemir., 2006: 131).

Son olarak 2000-2004 yılları arasında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 46 imalat sektörü firmasını inceleyen bir çalışma, söz konusu firmaların sermaye yapısı ile maddi duran varlıklar, karlılık, büyüme ve büyüklük değişkenleri arasındaki ilişkiyi saptamaya çalışmıştır. Sonuçta, toplam borç/özsermaye ve kısa vadeli borç/özsermaye oranları ile söz konusu değişkenler arasında

istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler saptanmış, uzun dönemli borç/özsermaye oranı ile belirtilen değişkenler arasında ise anlamlı ilişkiler elde edilememiştir. Araştırmanın bulguları finansal hiyerarşi yaklaşımını destekler niteliktedir (Çağlayan, 2006: 75).

4. FİRMALARIN SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK MODEL

4.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi

Araştırmanın amacı hisse senetleri İMKB'de işlem gören hizmet sektörüne dahil işletmelerin sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörlerin belirlenmesidir. Bu amaç doğrultusunda literatüre dayanarak, söz konusu firmaların mali tablolarından elde edilen veriler ile oluşturulan modeller, panel veri kullanılarak, en küçük kareler yöntemi ile test edilmiştir.

4.2. Örneklem Grubunun Belirlenmesi

Örneklem grubuna İMKB'nin 2006 faaliyet raporunda Ulusal Hizmetler sektörü altında yer alan firmalardan, 2003 yılından itibaren kesintisiz olarak hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve 2003 yılından 2006 yılına kadar mali tablolarına eksiksiz olarak ulaşılabilen 20 adet firma dahil edilmiştir. Sonuç olarak 20 adet firmanın 4 yıllık verileri alınmış olup, analizde kullanılan gözlem sayısı 80'dir. Örneklem grubunu oluşturan hizmet sektöründeki alt sektörler ve analize alınan firma sayıları Tablo1'de gösterilmektedir. Söz konusu firmalara ait bilgiler, İMKB'nin web sayfasında yayınlanan mali tablolarından elde edilerek, analizde kullanılmıştır.

Tablo1: Analiz Kapsamındaki Alt Sektörler ve Firma Sayıları

SEKTÖR	FİRMA SAYISI
Elektrik Gaz ve Su	4
İnşaat ve Bayındırlık	2
Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	9
Ulaştırma Haberleşme ve Depolama	5
TOPLAM	20

4.3. Modelin Geliştirilmesi

4.3.1. Modelde kullanılacak değişkenler

4.3.1.1. Bağımlı değişkenler

Modelde kullanılacak olan bağımlı değişkenler finansal kaldıraç oranları olarak bilinen, firmaların sermaye yapısını simgeleyen oranlardır. Literatürde yapılan araştırmalarda bağımlı değişken olarak genellikle toplam borçların, kısa vadeli ve uzun vadeli borçların ayrı ayrı, özsermayeye ve toplam aktiflere oranından oluşan değişkenler kullanılmaktadır. Bu çalışma kapsamında da bağımlı değişkenler olarak, toplam borç/toplam aktif (TB/TA), kısa vadeli borç/toplam aktif (KVB/TA), uzun vadeli borç/toplam aktif (UVB/TA) , toplam borç/özsermaye (TB/Ö), kısa vadeli borç/özsermaye (KVB/Ö) ve uzun vadeli borç/özsermaye (UVB/Ö) oranları kullanılacaktır.

4.3.1.2. Bağımsız değişkenler

Modelde kullanılacak olan bağımsız değişkenler, literatürde ele alınan ve çalışmada daha önce açıklanmış olan firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörlerdir. Yapılan ampirik çalışmalarda bu faktörler için çeşitli oranlar kullanılmış olup, bunlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 2: Ampirik Çalışmalarda Kullanılmış Sermaye Yapısı Değişkenleri

BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	KULLANILAN ORAN	REFERANS
Firmanın Varlık Yapısı	Maddi Duran Varlıklar / Toplam Aktif	Marsh, 1982; Friend ve Lang., 1988; Rajan ve Zinagales,1995; Wiwattanakantang, 1999; Gönenç ve Arslan 2003; Deesomsak, 2004; Padron, 2005; Huang ve Song, 2006
Karlılık	FVÖK/ Toplam Aktif	Friend ve Lang, 1988; Wiwattanakantang, 1999; Booth ve diğ., 2001; Chen, 2004; Deesomsak, 2004; Huang ve Song, 2006
	VÖK/Toplam Aktif	Çağlayan, 2006

Tablo 2 (devam)

BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	KULLANILAN SİMGE	REFERANS
Karlılık	Net Kar/Toplam Aktif	Durukan, 1997b; Gönenç, ve Arslan, 2003
	Faaliyet Karı/Toplam Aktif	Titman ve Wessels., 1988; Rajan ve Zingales., 1995
	Faaliyet Karı/Satışlar	Titman ve diğ., 1988
	Net Kar/Net Satışlar	Durukan, 1997b
Firma Büyüklüğü	Satışların Doğal Logaritması	Rajan ve Zingales., 1995; Wiwattanakantang, 1999; Çağlayan, 2006; Huang ve Song., 2006
	Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması	Friend ve Lang., 1988; Gönenç ve Arslan 2003; Deesomsak, 2004; Padron, 2005
	Sermayenin Logaritması	Marsh, 1982
	Ortalama Toplam Aktifler	Durukan, 1997b
Firma Riski	FVÖK/ Toplam Aktifler oranının standart sapması	Friend ve Lang., 1988; Booth ve diğ., 2001; Huang ve Song., 2006
	Faaliyet Karındaki %'sel değişimin standart sapması	Durukan, 1997b; Titman ve Wessels., 1988
	Faaliyet Karı/Toplam Aktifler oranının standart sapması	Gönenç ve Arslan, 2003
	Satışların standart sapması/ Ortalama Satışlar	Durukan, 1997b
Vergi	Ortalama vergi oranı	Huang ve diğ., 2006
	Ödenen vergi/ VÖK	Durukan, 1997b

Tablo 2(devam)

BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN	KULLANILAN SİMGE	REFERANS
Borç Dışı Vergi Kalkanı	Amortisman/ Toplam Aktif	Titman ve Wessels., 1988; Durukan, 1997b; Wiwattanakantang, 1999; Deesomsak, 2004; Chen, 2004; Huang ve Song, 2006
Borçlanma Maliyeti	Finansman Gid./ Toplam Borç	Padron ve diğ., 2005
Büyüme Olanakları	Satışların 5 yıllık ortalaması	Wald, 1999
	AR-GE Giderleri/Satışlar	Titman ve Wessels., 1988
	Aktiflerdeki % değişim	Titman ve Wessels, 1988; Durukan, 1997b; Çağlayan, 2006
	Satışlardaki Değişme/Toplam Aktiflerdeki Değişme	Chen, 2004
Firmanın Likiditesi	Cari Aktif/ Cari Pasif	Deesomsak, 2004

Tablo 2'de de görüldüğü gibi yapılan çeşitli çalışmalarda karlılık, firma büyüklüğü, firma riski, vergi ve büyüme olanakları değişkenleri için birden fazla oran kullanılmıştır. Karlılık, firma büyüklüğü ve büyüme olanakları değişkenleri için hangi oranın kullanılacağını saptamak için bu oranların bağımlı değişkenler ile olan korelasyon katsayılarına bakılmış ve her bir bağımlı değişken için korelasyon katsayısı en yüksek olan oran modele dahil edilmiştir.

Tablo 3: Kullanılan Bağımsız Değişkenler

DEĞİŞKEN	KULLANILAN ORAN
Karlılık (K)	TB/TA ve KVB/Ö modelleri için Net Kar/Toplam Aktif (NK/TA); KVB/TA, UVB/TA ve UVB/Ö modelleri için Faaliyet Karı/Satışlar (FK/S); TB/Ö modeli için Faaliyet Karı/Toplam Aktif (FK/TA)

Tablo 3 (devam)

DEĞİŞKEN	KULLANILAN ORAN
Firma Büyüklüğü (FB)	TB/TA, KVB/TA ve KVB/Ö modelleri için sermayenin doğal logaritması (LOGSER); TB/Ö ve UVB/Ö modelleri için toplam aktiflerin doğal logaritması (LOGTA); UVB/TA modeli için satışların doğal logaritması (LOGS)
Büyüme Olanakları (BO)	ARGE Giderleri/Satışlar (ARGE/S)
Firmanın Varlık Yapısı (VY)	Maddi Duran Varlıklar/Toplam Aktif (MDV/TA)
Firma Riski (FR)	Faaliyet Karındaki % Değişim (FK%deg)
Vergi (V)	Ödenen Vergi/Vergi Öncesi Kar (ÖV/VÖK)
Borçlanma Maliyeti (BM)	Finansman Giderleri/ Toplam Borç (FG/TB)
Firmanın Likiditesi (L)	Cari Aktif/Cari Pasif (CA/CP)
Borç Dışı Vergi Kalkanı (BDVK)	Amortisman/ Toplam Aktif (Amt./TA)

Analizde kullanılan bağımsız değişkenler Tablo 3'de özetlenmiştir. Vergi değişkeni olarak ortalama vergi oranı yerine ödenecek vergi/ vergi öncesi kar değişkeni kullanılmıştır çünkü çalışmanın amacı sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörleri saptamaktır ve ödenen vergi her firmaya göre değiştiği için bu çalışma kapsamında kurumlar vergisi oranı değişkenini kullanmak pek uygun olmayacaktır. Firma riski değişkeni içinse zaman serisi analizi kullanılmadığı için standart sapmaları hesaplamak mümkün olmadığından, firmanın gelirlerindeki oynaklığı simgelemek üzere faaliyet karındaki % değişim oranı kullanılmıştır.

4.3.2. Model

Çalışmanın amacını gerçekleştirmek üzere kullanılacak olan regresyon modeli aşağıda gösterildiği şekilde oluşturulmuştur:

$$SY = a + bK + cFB + dBO + eVY + fFR + gV + hBM + iL + jBDVK + \epsilon$$

SY: Sermaye Yapısı Değişkenleri

K: Karlılık Değişkeni

FB: Firma Büyüklüğü Değişkeni
BO: Büyüme Olanakları Değişkeni
VY: Firmanın Varlık Yapısı Değişkeni
FR: Firma Riski Değişkeni
V: Vergi Değişkeni
BM: Borçlanma Maliyeti Değişkeni
L: Likidite değişkeni
BDVK: Borç Dışı Vergi Kalkanı Değişkeni
a: Sabit Değer
b,c,d,e,f,g,i: Tahminlenecek Katsayılar
ε: Hata Terimi

4.4. Bulgular

Her bir bağımlı değişken için oluşturulan modellerin test edildiği regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgular aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir. Öncelikle Tablo 4’de modellerin özet istatistikleri verilmiştir.

Tablo 4: Modellerin Özet İstatistikleri*

MODEL	BAĞIMLI DEĞİŞKEN	ÖZET İSTATİSTİKLER		
		R2	F	Sig.
1	TB/TA	0,171	1,607	0,130
2	KVB/TA	0,372	4,609	0,000
3	UVB/TA	0,042	0,343	0,957
4	TB/Ö	0,387	4,913	0,000
5	KVB/Ö	0,360	4,384	0,000
6	UVB/Ö	0,233	2,365	0,021

*% 95 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı bulunan modeller koyu renkle belirtilmiştir

Tablo 5’de ise bağımsız değişkenlerin katsayıları ve temel istatistikleri görülmektedir.

Tablo 5: Bağımsız Değişkenlerin Katsayıları ve Temel İstatistikleri*

MODEL	BAĞIMLI DEĞİŞKEN	BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER									
		Sabit	K	FB	BO	VY	FR	V	BM	L	BDVK
1	TB/TA	0,398	-0,152	0,044	-5,957	-0,441	0,000	0,003	0,026	-9,098	-0,028
		0,850	-0,625	0,732	-1,425	-2,714	0,069	0,045	0,247	-1,560	0,245
		0,398	0,534	0,467	0,159	0,008	0,945	0,964	0,805	0,123	0,807
2	KVB/TA	0,354	-0,002	0,013	-3,208	-0,389	-0,001	0,015	-23,040	-0,006	-0,007
		1,672	-0,088	0,488	-1,709	-5,077	-0,360	0,528	-0,500	-2,434	-0,142
		0,099	0,930	0,627	0,092	0,000	0,720	0,599	0,618	0,018	0,887
3	UVB/TA	-0,037	-0,051	0,040	-2,301	-0,134	0,001	-0,003	0,033	-0,004	-0,020
		-0,068	-1,246	0,612	-0,552	-0,764	0,177	-0,044	0,330	-0,597	-0,176
		0,946	0,217	0,542	0,583	0,448	0,860	0,965	0,742	0,553	0,861
4	TB/Ö	-1,123	-2,968	0,419	-13,993	-1,961	0,005	-0,142	-0,063	-0,029	-0,015
		-0,910	-3,481	2,820	1,497	-5,161	0,400	-1,000	-0,282	-2,176	-0,060
		0,366	0,001	0,006	0,139	0,000	0,690	0,321	0,779	0,033	0,952
5	KVB/Ö	2,752	-0,672	-0,143	-12,563	-1,760	0,002	-0,156	0,152	-0,025	0,063
		2,786	-1,308	-1,123	-1,425	-5,131	0,183	-1,172	0,698	-2,024	0,258
		0,007	0,195	0,195	0,159	0,000	0,855	0,245	0,488	0,047	0,797
6	UVB/Ö	-2,104	-0,125	0,319	-3,73E+00	-9,78E-02	2,36E-03	2,26E-03	-0,244	-3,42E-03	-2,79E-02
		-2,742	-2,177	3,490	-0,632	-0,394	0,327	0,025	-1,743	-0,408	-0,175
		0,008	0,033	0,001	0,684	0,695	0,744	0,980	0,086	0,684	0,862

* Birinci satırda bağımsız değişkenin katsayısı, ikinci satırda t değeri ve üçüncü satırda p değeri verilmiştir. %95 güven aralığında istatistiksel açıdan anlamlı olanlar koyu olarak işaretlenmiştir.

Test edilen modellerin özet istatistikleri incelendiğinde, TB/TA ve UVB/TA'ın bağımlı değişken olarak kullanıldığı 1. ve 3. modeller dışındaki modellerin %95 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda analizde kullanılan bağımsız değişkenlerin, en çok KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö oranlarını etkilediği söylenebilir. Bu durum Türkiye'de firmaların daha çok kısa vadeli kredilerden yararlandığından kaynaklanabilmektedir. Ülkemizde uzun vadeli kredi kullanımını sınırlı olup, bankalar daha çok kısa vadeli kredi kullandırmayı tercih etmektedir.¹ İstatistiksel açıdan anlamlı olan modeller incelendiğinde elde edilen önemli bulgular aşağıda özetlenmiştir.

- Firmanın varlık yapısını simgeleyen MDV/TA oranı KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö oranlarını etkileyen önemli bir değişken olarak görülmektedir. Ancak burada dikkati çeken husus söz konusu değişkenin katsayı işaretinin negatif çıkarak kuramsal beklentilerle ters düşmesidir. Bu durumda örneklem grubundaki hizmet firmalarının KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö oranlarının toplam aktifleri içerisinde maddi varlıklarının oranı arttıkça azaldığı söylenebilir. Aynı türde bir negatif ilişki İMKB'ye kote imalat sanayi firmaları ile yapılan bir çalışmada da elde edilmiş olup, firmaların maddi duran varlıkları ve özsermaye içerisindeki maddi duran varlık yeniden değerlemelerindeki artışın kaldıraç oranları üzerinde suni bir azalış yaratabileceği sonucuna varılmıştır (Acaravcı, 2004: 127). Bu çalışmada elde edilen negatif ilişki de aynı durumdan kaynaklanmış olabilir.
- Karlılık değişkeni olarak kullanılan FK/TA oranının TB/Ö'yi, FK/S oranının ise UVB/Ö oranını etkileyen önemli bir değişken olduğu saptanmıştır. Aynı zamanda söz konusu değişkenlerin işaretleri negatif olup bu bulgu finansal hiyerarşi yaklaşımını desteklemektedir. Finansal hiyerarşi yaklaşımına göre firmalar kaynağa ihtiyaç duyduklarında öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanırlar ve bu nedenle karlı firmalar daha az dış kaynağa ihtiyaç duyacağı için kaldıraç oranları ile karlılık arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Bu çalışmada da bütün modellerde karlılık değişkenlerinin işareti bu beklentiye uygun çıkmış olup, TB/Ö ve UVB/Ö oranlarının bağımlı değişken olduğu modellerde istatistiksel açıdan anlamlı oldukları görülmektedir. Bu durum karlılık oranı yüksek firmaların dış kaynağa ihtiyaç duyduklarında daha kolay bulunabilen kısa vadeli yabancı kaynakları tercih etmesinden kaynaklanmakta olabilir. Aynı türde negatif ilişkinin İMKB imalat sanayi firmalarının örneklem grubu olarak alındığı çeşitli çalışmalarda da elde edildiği görülmüştür (Acaravcı, 2004: 105; Çağlayan, 2006: 73; Durukan, 1997b:84).

¹ Bu durumun yararlandığı mali tabloların bazılarının 2005 yılına kadar enflasyon muhasebesine ve 2005 yılından sonra ise uluslararası finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış olmasından kaynaklanıp kaynaklanmadığını araştırmak üzere sadece 2005 ve 2006 yılı verileri ele alınarak aynı regresyon analizi gerçekleştirilmiş ve yine aynı modeller istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

- Toplam aktiflerin doğal logaritması'nın kullanıldığı firma büyüklüğü değişkeni ise TB/Ö ve UVB/Ö'nin kullanıldığı modellerde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Teorik olarak firma büyüklüğü ile borçlanma düzeyi arasındaki ilişki hakkında açık bir sonuca ulaşılamamakta olup, bu çalışmada söz konusu değişkenin sermaye yapısını simgeleyen değişkenler ile pozitif ilişkili olduğu saptanmıştır. Firma büyüklüğü ile UVB/Ö arasındaki pozitif ilişki ülkemizde daha çok büyük ölçekli firmaların uzun vadeli kredi bulma olanağının olmasından kaynaklanmış olabilir. Sonuç olarak, İMKB'deki hizmet işletmelerinde firma büyüklüğü arttıkça borçlanma düzeyi artmakta olup, imalat sanayini kapsayan çalışmalarda da benzer sonuçlara ulaşılmıştır (Acaravcı, 2004: 105; Durukan, 1997b:84).
- İstatistiksel açıdan anlamlı olan başka bir değişken ise cari oran ile simgelenen likidite değişkeni olup, bu değişkenin KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö oranlarının kullanıldığı modellerde etkili olduğu görülmektedir. Kuramsal beklentilere uygun olarak söz konusu değişkenin işareti negatif olup, firmanın likiditesi düştükçe borçlanma düzeyinin arttığını göstermektedir.
- Büyüme olanakları, vergi, borçlanma maliyeti ve borç dışı vergi kalkanı değişkenlerinin bütün modellerde istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı saptanmıştır. Her ne kadar borç dışı vergi kalkanı değişkeninin işareti kuramsal beklentiler ve daha önce yapılmış ampirik çalışmalar ile uyumlu olsa da, hiçbir modelde istatistiksel açıdan anlamlı çıkmamıştır. Bu durumda söz konusu değişkenlerin hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkileyen önemli değişkenler olmadığı sonucuna varılabilir.

5.SONUÇ

Bu çalışma kapsamında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 20 adet hizmet firmasının 2003-2006 dönemini kapsayan finansal verileri kullanılarak, söz konusu firmaların sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörler saptanmaya çalışılmıştır. Araştırmada panel veri analizi kullanılmış olup, TB/TA, KVB/TA, UVB/TA, TB/Ö, KVB/Ö ve UVB/Ö oranlarının bağımlı değişkenler olarak kullanıldığı modeller regresyon analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular kapsamında ortaya çıkan önemli sonuçlar şöyledir:

- Hizmet firmalarının sermaye yapısını en iyi temsil eden oranlar KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö oranlarıdır.
- İMKB'ye kote hizmet firmalarının borçlanma düzeyini etkileyen önemli değişkenlerin karlılık, firma büyüklüğü, varlıkların yapısı ve likidite düzeyi olduğu saptanmıştır. Varlıkların yapısını simgeleyen MDV/TA oranı dışında diğer değişkenlerin işaretleri kuramsal beklentilere uygun

çıkmiş olup, MDV/TA oranının negatif işareti Türk imalat sanayi firmalarının ele alındığı diğer ampirik çalışmalar ile uyumludur.

- Daha önceki çalışmalarda borç dışı vergi kalkanı İMKB imalat sanayindeki firmaların sermaye yapısını etkileyen önemli bir değişken olarak saptanmıştır ancak söz konusu değişken bu çalışma kapsamındaki analizlerde sermaye yapısını etkileyen bir değişken olarak bulunmamıştır. Aynı şekilde büyüme olanakları, firma riski, vergi ve borçlanma maliyeti değişkenlerinin hizmet firmalarının borçlanma düzeylerini etkilemediği ortaya çıkmıştır.

Sonuç olarak ele alınan hizmet firmalarının sermaye yapısının finansal hiyerarşi yaklaşımına uygun olduğu görülmektedir. Karlı firmaların daha az borçlanmaya gitmesi firmaların öncelikle iç kaynaklarından yararlandığını göstermektedir. Aynı zamanda büyük firmaların daha çok borçlanmaya gittiği görülmüş olup bu durum büyük ihtimalle ülkemizde büyük firmaların daha rahat kredi bulabiliyor olmasından kaynaklanmaktadır. Maddi duran varlıkların toplam aktifler içerisindeki payı ile borçlanma düzeyi arasındaki negatif ilişki ise hizmet firmalarından kredi teminatı olarak maddi teminat istenmiyor olmasının da bir göstergesi olabilir.

KAYNAKÇA

ACARAVCI, S.K. (2004): “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama”, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

AKBULUT, R. (2005): “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören İmalat Sektöründeki Şirketlerin Finansal Yapılarını Etkileyen Faktörler Üzerine Yapılan Bir Araştırma”, Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 23 (2): 53-82

AKGÜÇ, Ö. (1998): “Finansal Yönetim”, Yenilenmiş 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65, Avcıol Basım Yayın, İstanbul

BERGER, A.N., and PATTI, E.B. (2006): “Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and An Application to the Banking Industry”, Journal of Banking & Finance, 30: 1065-1102

BOOTH, L., AIVAZIAN, V., DEMIRGUC-KUNT, A. and MAKSIMOVIC V. (2001): “Capital Structures in Developing Countries”, The Journal of Finance, 56 (1): 87-130

BRADLEY, M., GREGG, A. J. and E.Han Kim (1984): “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”, The Journal of Finance, 39 (3): 857-878

CEYLAN, A.(2003): “İşletmelerde Finansal Yönetim”, Gözden Geçirilmiş 8. Basım, Ekin Kitabevi, Bursa

- CHEN, J.J. (2004): "Determinants Of Capital Structure Of Chinese-listed Companies", *Journal of Business Research*, 57: 1341-1351
- ÇAĞLAYAN, E. (2006): "Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli", *İktisat İşletme ve Finans*, 21 (248): 66-76
- DEESOMSAK, R., PAUDYAL, K. and PES CETTO, G.(2004): "The Determinants of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region", *Journal of Multinational Financial Management*, 14: 387-405
- DURUKAN, M.B. (1997a): "İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması", Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- DURUKAN, M.B. (1997b): "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995", *İMKB Dergisi*, 1(3): 75-87
- ERKAN, M. ve AYDEMİR, O. (2006): "İşletmelerin Finansman Kararları ve Yabancı Kaynak Kullanımı: Türkiye'de Bir Uygulama", *Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi: Analiz*, 6 (15): 131-139
- FRIEND, I. and LANG, L.H.P. (1988): "An Emprical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance*, 43 (2): 271-281
- GÖNENÇ, H. ve ARSLAN, Ö. (2003): "Uluslararası ve Yurtiçi Türk Reel Sektör Firmalarının Sermaye Yapısı", *İMKB Dergisi*, 7 (25-26): 41-63
- GÜLOĞLU, B. ve BEKÇİOĞLU, S. (2001): "İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama", *ODTÜ Uluslararası İktisat Kongresi*
- HARRIS, M. and RAVIV, A. (1991): "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, 46 (1):297-355
- HUANG, G. and SONG, F.M. (2006): "The Determinants of Capital Structure: Evidence From China", *China Economic Review*, 17: 14-36
- MARSH, P. (1982): "The Choice Between Equity and Debt: An Emprical Study", *The Journal of Finance*, 37 (1): 121-144
- MYERS, S.C. (1984): "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, 34 (3): 575-592
- MYERS, S.C. and MAJLUF, N. S. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *NBER Working Paper Series*, No: 1396

PADRON, Y., APOLINARIO, G., SANTANA, O. M., MARTEL, M.C.V, and SALES, L.J. (2005): "Determinants Factors of Leverage: An Emprical Analysis of Spanish Corporations", Journal of Risk Finance, 6 (1): 60-68

RAJAN, R.G. and ZINGALES, L. (1995): "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data", The Journal of Finance, 50 (5): 1421-1460

ROSS, S. A. (1977): "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", The Bell Journal of Economics,8 (1): 23-40

RYEN, G.T., VASCONCELLOS, G.M. and KISH R.J. (1997): "Capital Structure Decisions: What Have We Learned", Business Horizons, September-October 1997: 41-50

TANER, B. ve AKKAYA, G.C. (2005): "Finansal Danışmanlık: İşletme Düzeyindeki Sorunların Çözümüne Doğru Bütüncül Bir Yaklaşım", Muhasebe ve Finansman Dergisi, 25: 30-40

TITMAN, S. and WESSELS R. (1988): "The Determinants of Capital Structure Choice", The Journal of Finance, 43(1): 1-19

WIWATTANAKANTANG, Y. (1999): "An Emprical Study On The Determinants Of The Capital Structure Of Thai Firms", Pacific-Basin Finance Journal, 7: 371-403