

## SERMAYE YAPISI, VARLIK VERİMLİLİĞİ VE KÂRLILIK: İMKB'DE FAALİYET GÖSTEREN DERİ-TEKSTİL SEKTÖRÜ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

G. Cenk AKKAYA\*

### ÖZ

Tekstil sektörü, Türk sanayisi içerisinde ve ülkenin borsasında hayati öneme sahiptir. Finans teorisine göre sermaye yapısı bir işletmenin sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkilemektedir. Bu çalışmada da regresyon analizi yardımıyla sermaye yapısı, varlıklar ve karlılık arasındaki ilişki araştırılmaktadır. Bu bakımdan tekstil sektörü için alternatif bir boyut sunmaktadır.

**Anahtar Kavramlar:** Sermaye Yapısı, Karlılık, Tekstil Sektörü

### CAPITAL STRUCTURE, ASSET UTILIZATION AND PROFITABILITY: AN APPLICATION ON ISE LEATHER-TEXTILE INDUSTRY

#### ABSTRACT

Textile sector is a vital part of Turkish manufacturing and an important component of the country's stock market. According to finance theory, the capital structure of a firm affects its capital cost and market value. This paper, by using regression matrix technique, investigates the relationship between capital structure, assets and profitability. In this context, the paper presents an alternative dimension for textile industry.

**Keywords:** Capital Structure, Profitability, Textile Industry

### GİRİŞ

Sermaye yapısı bir anlamda finans yöneticileri için kontrol paneli görevi görmektedir. Finans yöneticileri bu kontrol paneli sayesinde varlıklarını ne şekilde finanse edebileceklerini gerek hissedarlar düzeyinde gerekse diğer çıkar grupları bakımından değerlendirebilmektedir. Sermaye yapısına ilişkin yazında Geleneksel Yaklaşım, Modigliani ve Miller yaklaşımı, Net Gelir Yaklaşımı ve Net Faaliyet Geliri yaklaşımı gibi temel yaklaşımların yanısıra ayrıca, asimetrik bilgi, vekalet teorisi ve finansal hiyerarşi gibi temel yaklaşımlardan türetilmiş teoriler geliştirilmiştir. Bu çalışmada genel teorik çerçeveye korunarak, gerek varlık gerekse kaynak yapısı, seçilmiş değişkenler dikkate alınarak incelenecektir. Belirli bir yaklaşımın doğruluğunu test etmek yerine, tüm yaklaşımlarda önemi vurgulanan değişkenlerin birbirleriyle olan ilişkileri araştırılacaktır. Çalışmanın uygulanması deri tekstil sektörü üzerine yapılmıştır. Deri-tekstil sektörünün seçilmesinin sebebi, ilgili sektörün 1990'lı yıllar boyunca Türkiye'nin lokomotif sektörü olması ve 2001 ekonomik krizinden sonra uluslararası piyasada rekabet gücünü korumada güçlükler yaşamasıdır. Bu bağlamda, sektör işletmelerinin mevcut ekonomik ve finansal yapılarının ortaya konulmasının, sektörün rekabet gücünü tekrar kazanmasında katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

### I. SERMAYE YAPISI VE KÂRLILIK ÜZERİNE GENEL BİR DEĞERLENDİRME

Modigliani ve Miller'in (1958) yaptıkları çalışmadan günümüze sermaye yapısı ve kârlılık üzerine çok sayıda çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalar sonucunda finansal hiyerarşi, asimetrik bilgi ve vekalet teorisi gibi farklı teoriler geliştirilmiştir. Yapılan çalışmalar ağırlıklı olarak gelişmiş ekonomilerdeki işletmeler üzerinde gerçekleştirilmiş ve bulgular ülke koşullarına göre yorumlanmıştır (Fıratoglu,2005). Bununla birlikte bu konuda bazı uluslararası karşılaştırmaları içeren çalışmalarda bulunmaktadır (Wald,1999:165). Son dönemlerde bu konuda yapılan çalışmalarda ise gelişmekte olan piyasalardaki sermaye yapısı ve karlılık arasındaki ilişkiler incelenmektedir (Pandey,2004:78).

Modern finans anlayışı içerisinde temel ekonomik amaç işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etmektir. Bu amaçla bir anlamda spekülasyon bir yönetim anlayışı izlense de belirtilen temel amaca ulaşmada optimal karlılığın yakalanması ön koşul olarak görülmektedir. Oligopol bir piyasada işletmeler optimal bir karlılık hedefine ulaşabilmek için pazara maksimum çıktı sunma stratejisi takip etmektedirler (Brander ve Lewis,1986:960). Pazaraya sunulan çıktı sayısındaki artış aynı zamanda işletmelerin ölçek ekonomisinden faydalanmasına, maliyet avantajı elde etmesine ve nihayetinde daha yüksek karlılığa ulaşmasına katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte esneklikten feragat etme, işlem ve vekalet maliyetlerinin yükselmesi gibi bir takım dezavantajlar ortaya çıkmaktadır.

\* Doç. Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü  
Makalenin geliş tarihi: Haziran 2007, kabul tarihi: Şubat 2008

Vekalet teorisi açısından konu incelendiğinde yüksek borcun maksimum çıktı anlayışını desteklediği görülürken (Jensen ve Heckling,1976:310), Fama 1980 yaptığı çalışmada vekalet sorunlarının işletmelerin borçlanarak sağlayacakları vergi avantajının önüne geçtiğini belirtmiştir. Borçlanma, bir yandan finansal kaldıraç olumlu çalışması ve borçlanılan yeni bir YTL'nin özsermaye karlılığı üzerindeki olumlu etkisini sağlarken, öte yandan işletmenin finansal riskinin artmasına ve uzun vadede mali başarısızlığa sebep olabilmektedir. Rathinasamy vd. (2000:75) yaptıkları çalışmada sermaye yapısı ve kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Lasfer (1995:284) Tobin Q oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif, Titman ve Wessels (1988:18) bu iki değişken arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Genel olarak konu değerlendirildiğinde işletmelerde finans yöneticileri optimal varlık ve kaynak yapısını oluşturarak yukarıda belirtilen, piyasa değerinin maksimizasyonu, amacı gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar. Yazındaki birçok çalışma, optimal sermaye yapısı üzerinde etkili olan faktörleri ortaya çıkarmaya çalışmıştır. Genel olarak bakıldığında işletmenin ölçeği, risk düzeyi, büyüme oranı, sektörün özellikleri ve varlık yapısının sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu kabul edilmektedir (Kester,1986:8; Chung,1993:74; Voulgaris, 2002:1381; Çağlayan,2006).

Ülkedeki kredi ve bankacılık sisteminin gelişmesine paralel olarak işletmelerin sermaye yapıları da değişmektedir. Kredi olanaklarının sınırlı olduğu ülkelerde özkaynak ağırlıklı bir yapı söz konusuysen, finansal piyasalarda derinlik, çeşitlilik ve kurumsallaşmanın bulunduğu ülkelerdeki işletmeler borç kaldıraçından daha fazla yararlanmaktadırlar.

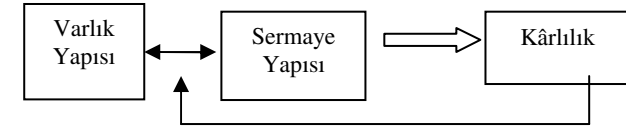
Yapılan bir çok çalışmada karlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir (Myers,1977:150 ve Gupta,1969:520). Ayrıca bazı çalışmalarda toplam varlıklardaki büyüme ve maddi varlık payındaki artışlar ile toplam borçlar arasında önemli bir ilişki bulunmuştur (Filbeck ve Gorman,2000:215). Gupta (1969) yaptığı çalışmada yüksek büyümenin yüksek kaldıraç oranına neden olduğunu ortaya koymuştur. Chung (1993:73) yaptığı çalışmada daha düşük borç kullanımının daha yüksek büyüme fırsatı doğurduğunu ancak bu durumun yüksek risk yarattığını öne sürmüştür. Daha fazla borç kullanılması işletmenin vadesi gelen yükümlülüklerini karşılamasını zorlaştırmakta ve işletme sermayesi ihtiyacını artırmaktadır.

Yukarıda yapılan açıklamaların ışığında, hisse senetleri borsada işlem gören deri-tekstil sektöründen seçilmiş işletmelerin sermaye yapısı, varlıkları ve karlılık değişkenleri arasındaki ilişki araştırılacaktır.

## II. UYGULAMANIN AMACI

Çalışmanın amacı İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) hisse senetleri 1997-2006 yılları arasında işlem gören deri-tekstil sektöründen tesadüfi seçilmiş işletmelerin sermaye yapısı, varlıkları ve karlılık arasındaki ilişki, seçilen değişkenler (sistemik risk, aktif karlılığı, büyüme düzeyi, işletme ölçeği, finansal kaldıraç düzeyi, maddi varlık düzeyi ve Tobin Q oranı) yardımıyla tespit edilmeye çalışılacaktır. Değişkenlerin seçilmesinde yazında üzerinde en fazla fikir birliği bulunan oranların seçilmesine dikkat edilmiştir (Voulgaris vd:2001; Pandey:2004; Altman:1982; Chung:1993; Çağlayan:2006). Bir anlamda sermaye yapısı, varlık yapısı ve karlılık ekseninde (Şekil.1) ilgili işletmelerin durumu ortaya konulacaktır. Çalışmada tekstil sektörünün seçilmesinin nedeni ilgili dönem içerisinde sektörde önemli yapısal değişimler yaşanması, yoğun uluslararası rekabet ve sektörün doksanlı yıllarda Türkiye için lokomotif bir sektör konumunda bulunmasıdır. Yukarıda belirtilen amaca ulaşabilmek için regresyon analizi gerçekleştirilecektir.

Şekil 1: Varlıklar, Sermaye ve Kârlılık



### A. VERİ TOPLAMA TEKNİĞİ

Çalışmanın amacını gerçekleştirebilmek için ikincil verilerden yararlanılmıştır. Bu veriler İMKB'nin web sitesinin ilgili kısımlarından (İMKB,2007) alınmıştır. Araştırma 1997-2006 yılları arasındaki on dönemi kapsamaktadır. Veriler yıllık olarak alınmıştır. Bu dönemlere ilişkin mali tablolarda ve işletmelere ilişkin yayınlanan ham veriler incelenmiş ve araştırmanın amacına uygun olarak sınıflandırılmıştır. Modellere ilişkin katsayı tahminlerinde Genelleştirilmiş En Küçük Kareler yöntemi-GEKK (Generalized Least Square-GLS) benimsenmiştir. Ortaya çıkabilecek değişen varyans ve otokorelasyon sorununun giderilebilmesi için havuzlanmış (pooled) veri seti kullanılmış; yatay-kesit verilerden kaynaklanabilecek değişen varyans sorunu, değişkenlerin kendi standart sapmalarına bölünerek ağırlıklandırılması yoluyla; zaman serisi verilerinden kaynaklanabilecek otokorelasyon sorunu da modellere AR süreci eklenerek giderilmiştir. Hata terimi beyaz gürültü özelliği taşımaktadır.

### B. UYGULAMANIN MODELİ

Çalışmanın amacına uygun olarak 1997-2006 döneminde İMKB'de deri-tekstil sektöründe hisse senetleri işlem gören toplam yirmialtı şirket arasından on tanesi tesadüfi olarak seçilmiştir. Sektöre ilişkin genel bir değerlendirme

yapıldığı, ilgili işletmelerin satışlarını ihracat ağırlıklı olarak gerçekleştirmeleri ve hem ekonomik kriz öncesi hemde ekonomik kriz sonrası mevcut durumun görülebilmesi bakımından 2001-2002 dönemi yılı verileri, veri setinden çıkarılmamıştır. Çalışmanın amacına uygun olarak birinci aşamada aralarında ilişki aranan değişkenler her bir işletme için yedi dönem olarak hesaplanmıştır. Daha sonra bu değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri (minimum ve maksimum değerleri, aritmetik ortalama ve standart sapma değerleri) hesaplanmıştır. Daha sonra bu değişkenlerin birbirleriyle neden sonuç ilişkilerini saptamaya yönelik regresyon analizleri yapılmıştır. Analizler, SPSS 14.0 istatistik paket programında yapılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenler yazında yapılan detaylı inceleme sonucunda üzerinde en fazla fikir birliğine varılan değişkenler olarak seçilmiştir (Voulgaris vd:2001; Pandey:2004; Altman:1982; Chung:1993).

• Sistemik risk ( $\beta$ ): Menkul kıymetin getirisi ile piyasa getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koyan ve sermaye varlıkları fiyatlamaya teorisiye göre çeşitlendirmeye gidilemeyen risk türüdür. Beta, piyasa getirisiyle ilgili menkul kıymetin getirisi arasındaki kovaryansın, piyasa getirisinin varyansına oranlanmasıyla hesaplanmaktadır.

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(i,p)}{\sigma_p^2}$$

Burada;

$\text{Cov}_{i,p}$  = Piyasa getirisiyle i menkul kıymeti getirisi arasındaki kovaryans

$\sigma_p^2$  = Piyasa getirisinin varyansını göstermektedir.

Aktif Karlılığı: Aktif karlılığı hesaplanırken, araştırmanın bir diğer değişkenin kaldıraç oranı olması ve yazında bu konuda yapılan çalışmalarda da önerilmesi nedeniyle net kar rakamı yerine faiz ve vergi öncesi kar rakamı kullanılmıştır (Pandey,2004).

$$\text{Aktif Karlılığı} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{AktifToplamı}}$$

formülde FVÖK: Faiz ve Vergi Öncesi Karı göstermektedir

- Büyüme: 1 + aktifteki yıllık artış oranı
- Ölçek: Toplam varlıkların doğal logaritması  $\ln(\text{Aktif})$
- Maddi: Toplam varlıklar içerisinde maddi duran varlıkların payı
- Tobin Q: İşletmenin Piyasa Değeri/ Aktif Değeri

Tobin Q oranı hesaplanırken işletmelerin piyasa değerlerinin belirlemesinde, borsada işlem gören hisse senetlerinin yıl sonu ortalama değerleri kullanılmıştır (Piyasa Değeri = Hisse senedi ortalama değeri x Hisse senedi sayısı).

- Kaldıraç: Toplam Borç/Toplam Aktif

Analizin birinci kısmında tanımlanan değişkenlere ilişkin önce genel tanımlayıcı istatistikler daha sonra bu değişkenlerde yıllara göre yaşanan değişimler ortaya konulacaktır.

Analizin ikinci kısmında ise, Tobin Q ve kaldıraç oranları işletmenin performansını belirleyen genel değişkenler (bağımlı değişkenler) olarak kabul edilip diğer değişkenler (bağımsız değişkenlerin) ile bağımlı değişkenler arasındaki neden sonuç ilişkisi araştırılacaktır. Bu kapsamda araştırmanın modelleri aşağıdaki gibidir.

**Model I Tobin Q<sub>it</sub> =**

$$\beta_{0+} \beta_1 \text{beta}_{it} + \beta_2 \text{aktifkarlılığı}_{it} + \beta_3 \text{büyüme}_{it} + \beta_4 \text{ölçek}_{it} + \beta \text{maddi}_{it} + \text{eit}$$

**Model II Kaldıraç<sub>it</sub> =**

$$\beta_{0+} \beta_1 \text{beta}_{it} + \beta_2 \text{aktifkarlılığı}_{it} + \beta_3 \text{büyüme}_{it} + \beta_4 \text{ölçek}_{it} + \beta \text{maddi}_{it} + \text{eit}$$

### C. ANALİZ VE BULGULAR

Tablo 1'de 1997-2006 dönemine ait genel tanımlayıcı istatistikler verilmektedir. Bu tabloda değişkenlere ilişkin minimum ve maksimum değerler, aritmetik ortalamalar ve standart sapma değerleri görülmektedir. Tablo 1 incelendiğinde, incelen işletmelerin ortalama beta değerleri 0.67 olarak görülmektedir. Dolayısıyla ilgili işletmelerin hisse senetleri getirisinin piyasa getirisinin altında kaldığı söylenebilir. Ortalama büyüme oranı "1" in üzerinde çıkmıştır. Dolayısıyla ilgili dönemde işletmelerin önemli bir büyüme eğilimine girdikleri görülmektedir. Tobin Q oranının ortalaması 0.51 olarak hesaplanmıştır. Bu oran "1" in altında çıktığı için hisse senetlerinin ucuz olduğu söylenebilir.

**Tablo 1:** 1997-2006 Dönemi Genel Tanımlayıcı İstatistikler

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
BETA	-.22	2.08	.6739	.37211
BÜYÜME	.00	10.71	1.2219	1.1679
AKTİF KARLILIK	-.16	.46	.0843	.12160
ÖLÇEK	1.13	9.13	7.2844	1.7819
MADDİ	.08	.75	.3420	.2034
KALDIRAÇ	.03	4.33	.3989	.4479
TOBINQ	.00	32.85	.12.22	22.5

Tablo 2, değişkenlerin yıllar itibariyle nasıl bir değişim gösterdiğini ortaya koymaktadır. Tablo 2 incelendiğinde Betanın yıllar itibariyle istikrarlı bir değişim gösterdiği görülmektedir. Genel olarak beta (sistemik risk) ilgili işletmeler

için 1'in altında çıkmış ve genel ortalamaya bakıldığında (0.6739) incelenen işletmelerinin piyasa getirisinin %67'si kadar bir getiri sağladığı görülmüştür. Bu özelliğiyle deri-tekstil sektörü riskten kaçan ve daha muhafazakar bir portföy oluşturmayı amaçlayan yatırımcılar için uygun bir sektör olarak değerlendirilebilir. Büyüme değişkeni yıllar içerisinde çarpıcı bir değişme göstermemiştir. 2002 ve 2003 yılları ekonomik kriz ve kriz ertesi dönemde başlayan düşüş trendi 2006 yılına kadar sürmüştür ve kriz öncesi dönemdeki büyüme hızına (1.50) halen ulaşamamıştır. Aktif kârlılığı değişkeninde incelenen dönem içerisinde dramatik değişimler yaşandığı görülmektedir. 1997 yılında %22'lik bir aktif kârlılığı söz konusuysen, 2003 yılından itibaren aktif kârlılığı oldukça düşmüş (0.01) ve 2006 yılında eksi değere (-0.005) ulaşmıştır. Aktif kârlılığının düşmesinde, ek-sik kapasite kullanımı, uluslararası rekabet ve özellikle Çin ürünlerinin etkisi sözkonusudur. Ölçek değişkeni incelendiğinde, incelenen dönem itibariyle ölçek artışının çok farklılaşmadığı ancak 2005 yılından itibaren bir büyüme trendine girildiği görülmektedir. Uluslararası rekabet, bu sektörde faaliyet gösteren işletmelerin büyümeye yönelik atak stratejiler izlemelerinin önüne geçmektedir. Benzer bir biçimde 2001 yılında yaşanan kriz, sektör işletmelerini ölçek konusunda etkilemiş ve bu değişimdeki artış ancak 2005 yılıyla beraber gerçekleşebilmiştir. Maddi varlıklar değişkeni, 1997 yılı ile 2006 yılı arasında karşılaştırıldığında %58'lik bir değişim yaşandığı görülmektedir. Bu açıdan incelenen işletmelerin bina, teçhizat ve makine yatırımlarına son yıllarda önemli yatırımlar gerçekleştirdiği sonucuna varılabilmektedir. Bununla birlikte maddi duran varlıklara yapılan yatırımlar kapasite artırmaktan daha çok yenileme yatırımı şeklinde gerçekleştirilmiştir. İlgili işletmeler maddi duran varlık yatırımlarını artırmakla birlikte doğrudan kapasite artışına ve ölçeğin yükseltilmesine ilişkin çalışmalar konusunda yeteri kadar ilerleme kaydedememişlerdir. Yapılan maddi duran varlık yatırımları rekabet konusunda beklenen faydayı sağlayamamıştır. Bunun temel sebebi araştırma geliştirme (ar-ge) yatırımlarının azlığı ve sektör işletmelerinin ihtiyaç duydukları makineleri kendilerinin geliştirmek konusunda ciddi bir çabaya girmemeleridir. Kaldıraç oranı incelendiğinde, 1997-2002 yılları içerisinde toplam varlıkların yarıya yakının yabancı kaynaklarla finanse edildiği görülmektedir. 2003-2005 yıllarında ise toplam varlıkların finansmanı içerisinde yabancı kaynakların payı azalmış ve özkaynakla finansmana ağırlık verilmiştir. Ancak 2006 yılında bu değişimde çarpıcı bir değişim yaşanmış ve toplam varlıkların %76'sının yabancı kaynaklarla finanse edildiği görülmüştür. Bunun temel sebebi olarak ilgili sektörün gelecekle ilgili belirsizliklerin azaldığı yönündeki temel düşüncesi ve borçlanma maliyetlerindeki azalıştır. Ekonomik istikrar, düşük kur, ülkenin büyüme potansiyeli ve artan kredi imkanları borçlanmayı teşvik etmiştir. Tobin Q oranı incelendiğinde bu oranın ilgili işletmeler için ortalamasının 1'in altında olduğu görülmektedir. Dolayısıyla ilgili işletme hisse senetlerinin ucuz olduğunu söylemek mümkündür. Burada dikkat edilmesi

gereken önemli bir nokta ortalamaların alınmış olmasıdır (ortalamalar aylık dönem sonu hisse senedi kapanış fiyatlarının yıllık aritmetik ortalaması şeklinde hesaplanmıştır). İncelenen işletmelerin teker teker Tobin Q oranları incelendiğinde bazı işletmelerin hisse senetlerinin pahalı olduğu (Tobin Q>1) görülmüştür.

**Tablo 2:** 1997-2006 Dönemi Yıllara Göre Değişkenlerin Aldığı Ortalamalar

Ortalamalar	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
BETA	0.75	0.63	0.63	0.794	0.61	0.745	0.517	0.72	0.645	0.686
BÜYÜME	1.67	2.5	1.39	1.47	1.50	1.02	1.03	1.04	1.13	1.19
AKTİF KARLILIK	0.22	0.14	0.09	0.03	0.21	0.11	0.01	0.01	0.002	-0.005
ÖLÇEK	6.9	7.17	7.3	7.5	7.6	7.8	7.07	7.9	8.19	8.23
MADDİ	0.28	0.30	0.30	0.29	0.28	0.35	0.37	0.40	0.47	0.48
KALDIRAÇ	0.25	0.21	0.24	0.55	0.57	0.46	0.36	0.32	0.30	0.76
TOBİN Q	1.28	2.08	3.39	4.06	7.22	12.4	11.5	13.8	28.12	30.09

Tablo 3 ve 4'de regresyon analizi sonuçları verilmiştir. İşletme performans belirleyeni olarak Tobin Q oranının alındığı MODEL I'e ilişkin  $R^2$  değerleri ile Durbin-Watson (DW) istatistikleri, modelin güvenilirliğini ve ulaşılan katsayıların etkinliğini göstermektedir. Düzeltilmiş- $R^2$  değeri, modele alınan bağımsız değişkenlerin, modelin bağımlı değişkenini açıklama gücünü nitelemektedir. MODEL I için Düzeltilmiş- $R^2$  değeri, 0.69'dur. Durbin-Watson (DW) istatistiği ise modele ilişkin bağımsız değişken sayısı ve gözlem sayısını birlikte dikkate alarak otokorelasyon sorunun ne oranda varolduğunu gösteren bir istatistik ölçüttür. Bu değişken 1.92 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3 incelendiğinde Tobin Q oranı ile beta, mdv ve ölçek değişkenleri arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Analiz 0.95 güven düzeyinde gerçekleştirilmiştir. İşletmenin sistematik risk düzeyinin (betasının) artması işletmenin kârlılığının artmasını sağlamakta dolayısıyla yüksek kârlılık yüksek piyasa değerini desteklemektedir. Piyasa değerinin yükselmesi Tobin Q oranının yükselmesini sağlamaktadır ve dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatları pahalılaşmaktadır. Bu bulgu aynı zamanda Titman ve Wessel (1988) ile de uyum göstermektedir. Büyüme değişkeni aktiflerdeki artış ifade etmektedir. Bu değerde Tobin Q oranının paydasını oluşturmaktadır. Bu değerde meydana gelen artış Tobin Q oranının azalmasına neden olmaktadır. Daha öncede belirtildiği gibi maddi duran varlık yatırımları işletmelerin ölçeklerinin büyütülmesinden ziyade mevcut kapasite korunarak eskiyen makinelerin yenilenmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir. İşletmelerin yeni teknolojileri bünyelerine katması piyasa değerini olumlu yönde etkileyen bir unsur olarak değerlendirilebilir. Toplam aktif kârlılığı ile Tobin Q oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

**Tablo 3:** Model I İçin Regresyon Analizi

Bağımsız Değişkenler	MODEL I <sup>1</sup> Tobin Q	t
C	-23.8	-2.363
Beta	4,261	1.089
Büyüme	-3,838	-2.093
MDV	2,472	2.092
Ölçek	3,721	2.741
İstatistiksel ve Ekonometrik Ölçütler		
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,69	
Durbin-Watson	1,92	

Tablo 4 incelendiğinde Model II için işletme performans değişkeni olarak kaldıraç alınmıştır. Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri 0.70'dir. Durbin-Watson istatistiği ise 1.96'dır. Bu verilere göre otokorelasyon sorununun bulunmadığı söylenebilir. Kaldıraç oranıyla ölçek değişkeni arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Analiz 0.95 güven düzeyinde gerçekleştirilmiştir. Kaldıraç aynı zamanda işletme riskini artıran bir faktördür, ölçeğin artması borçlanma ihtiyacını da artırmaktadır. Bu bulgu Fama (1980) ile uyumludur. İşletmelerin artan rekabet nedeniyle satışlarını artırabilmek için uyguladıkları faaliyetler, kaldıraç oranına artmasına sebep olmaktadır. Bununla birlikte özellikle 2001 yılı ekonomik krizinin etkisiyle işletmelerin büyüme politikalarının özkaynak ağırlıklı bir nitelik göstermesi nedeniyle büyüme değişkeni ile kaldıraç arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bulgu Voulgaris vd. (2002) ve Topal (2006) ile uyum göstermektedir.

**Tablo 4:** Model II İçin Regresyon Analizi

Bağımsız Değişkenler	MODEL II <sup>2</sup> Kaldıraç	t
C	0,21	1.02
Büyüme	-.049	-1.220
Ölçek	.060	1.992
İstatistiksel ve Ekonometrik Ölçütler		
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0,70	
Durbin-Watson	1,96	

<sup>1</sup> 0.95 güven düzeyinde anlamlı

<sup>2</sup> 0.95 güven düzeyinde anlamlı

## SONUÇ

Modern finans anlayışı içerisinde temel ekonomik amaç işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etmektir. Bu amaçla bir anlamda spekülasyon bir yönetim anlayışı izlense de belirtilen temel amaca ulaşmada optimal karlılığın yakalanması ön koşul olarak görülmektedir. Pazaraya sunulan çıktı sayısındaki artış aynı zamanda işletmelerin ölçek ekonomisinden faydalanmasına, maliyet avantajı elde etmesine ve nihayetinde daha yüksek karlılığa ulaşmasına katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte esneklikten feragat etme, işlem ve vekalet maliyetlerinin yükselmesi gibi bir takım dezavantajlar ortaya çıkmaktadır.

Çalışmanın amacı İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) hisse senetleri 1997-2006 yılları arasında işlem gören deri-tekstil sektöründen tesadüfi seçilmiş şirketlerin sermaye yapısı, varlık ve karlılık değişkenleri arasındaki neden sonuç ilişkisinin tespit edilmesidir. Çalışmada Tobin Q ve kaldıraç oranları işletme performans değişkeni olarak kabul edilmiş ve belirlenmiş diğer bağımsız değişkenlerin bu iki değişkeni açıklama gücü üzerinde durulmuştur. Yapılan analiz sonucunda Tobin Q oranı ile beta, mdv ve ölçek değişkenleri arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. İşletmenin sistematik risk düzeyinin (betasının) artması işletmenin karlılığının artmasını sağlamakta dolayısıyla yüksek karlılık yüksek piyasa değerini desteklemektedir. Piyasa değerinin yükselmesi Tobin Q oranının yükselmesini sağlamak ve dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatları pahalılaşmaktadır. Büyüme değişkeni aktiflerdeki artışı ifade etmektedir. Bu değerde Tobin Q oranının paydasını oluşturmaktadır. Bu değerde meydana gelen artış Tobin Q oranının azalmasına neden olmaktadır. Daha öncede belirtildiği gibi maddi duran varlık yatırımları işletmelerin ölçeklerinin büyütülmesinden ziyade mevcut kapasite korunarak eskiyen makinelerin yenilenmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir. İşletmelerin yeni teknolojileri bünyelerine katması piyasa değerini olumlu yönde etkileyen bir unsur olarak değerlendirilebilir.

Kaldıraç oranıyla ölçek değişkeni arasında pozitif, büyüme değişkeniyle negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Kaldıraç aynı zamanda işletme riskini artıran bir faktördür. Ölçeğin artması borçlanma ihtiyacını da artırmaktadır. İşletmelerin artan rekabet nedeniyle satışlarını artırabilmek için uyguladıkları faaliyetler, kaldıraç oranına artmasına sebep olmaktadır. Bununla birlikte özellikle 2001 yılı ekonomik krizinin etkisiyle işletmelerin büyüme politikalarının özkaynak ağırlıklı bir nitelik göstermesi nedeniyle büyüme değişkeni ile kaldıraç arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Deri-Tekstil sektörü genel olarak değerlendirildiğinde sektörün sistematik risk düzeyinin piyasanın altında olduğu, büyüme hızının halen 2001 krizi öncesi düzeyine ulaşmadığı görülmektedir. Sektörde; aktif karlılığının çok düşük olduğu, uluslararası rekabetin karşılanabilmesi için işletmelerin önemli maddi

duran varlık yatırımına gittikleri, ilgili işletmeler için 2006 yılına kadar dengeli bir özkaynak yabancı kaynak politikası izlendiği ancak 2006 yılında bu denge- nin özkaynaklar aleyhine bozulduğu sonucuna varılmıştır. Bunun temel sebebi olarak ülkenin büyüme potansiyeli ve kredi imkânlarının genişlemesi gösterile- bilir.

Yukarıdaki bulguların ışığında Deri-Tekstil sektörünün uluslararası reka- bette tekrar öne çıkabilmesi için öncelikli olarak teknoloji üreten işletmeler hali- ne dönmeleri gerekmektedir. Türk işletmelerinin özellikle Çin ürünlerine karşı maliyet avantajı sağlayabilmesi yakın zamanda oldukça uzak bir ihtimal olarak görülmektedir. Bununla birlikte rekabet gücünün artırılmasında önemli bir konu, marka oluşturmaktır. Türkiye'de çok ciddi tekstil yatırımları bulunmakla birlikte uluslararası tanınan bir marka oluşturmaya yönelik çalışmalar sınırlıdır. Ulusla- rarası tanınan markalar oluşturmak sektörün katma değerini artıracaktır. Son olarak sektörde ölçeği artırmaya yönelik yatırımlar yapılmalı ve bu yatırımların finansmanında özellikle ilk birkaç yıl anapara geri ödemesiz yurtdışı krediler kullanılmalıdır.

## KAYNAKÇA

- ALTMAN, Edward; (1982), **Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding and Dealing with Bankruptcy**, John Wiley, New York, 378s.
- BRANDER, James A. ve Tracy R. LEWIS; (1986), "Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect", **American Economic Review**, 76(5), ss.956-970
- ÇAĞLAYAN, Ebru; (2006), "Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli", **İşletme ve Finans Dergisi**, No.11, 66
- CHUNG, Kee H.; (1993), "Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Investigation", **Journal of Business Finance and Accounting**, 20, (3), ss. 70-74
- FAMA Eugene; (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," **Journal of Political Economy**, 88(2), ss. 288-307
- FIRATOĞLU Bahşayış; (2005), "Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Fak- törler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Ge- len Değişiklikler" **SPK Araştırma Raporu**.
- FILBECK, Greg ve Raymond GORMAN; (2000), "Capital Structure and Asset Utilization: The Case of Resource Intensive Industries", **Resource Policy**, 26 (4), ss. 211-218
- GUPTA, C. Mahesh; (1969), "The Effects of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies", **Journal of Finance**, 24, ss. 517-529
- JENSEN, Michael C. ve William H HECKLING; (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, 3, ss. 305-365
- KESTER, W. Carl; (1986), "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations", **Financial Management**, No.1, ss. 5-16
- LASFER, M. Ameziane; (1995), "Agency Costs, Taxes and Debt: The UK Evidence", **European Financial Management**, 1(3), ss. 265-285
- MODIGLIANI, F. ve Merton H.MILLER; (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment" **American Economic Review**, 48(3), ss. 433-443
- MYERS, Stewart C.; (1977), "The Determinants of Corporate Borrowing", **Journal of Financial Economics**, 5, ss. 147-175

- PANDEY I.; (2004), "Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence From Malaysia" **Asia Pasific Journal of Economics & Business**, 8(2), ss. 78-91
- RATHINASAMY, Rathin S.; C.R. KRISHNASWAMY ve K.G. MANTRIPRAGADA; (2000), "Capital Structure and Product Market Interaction: An International Perspective", **Global Business and Finance Review**,5(2), ss. 51-63
- TITMAN, Sheridan ve Roberto WESSELS,; (1988), "The Determinants of Capital Structure Choic", **Journal of Finance**, 43(1), ss. 1-19
- TOPAL Yusuf; (2006), "İMKB'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi", **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı.27, ss. 45-70
- VOULGARIS F., D.ASTERIO ve G. AGIOMIRGIANAKIS; (2002), "Capital Structure, Asset Utilization, Profitability, and Growth in Greek Manufacturing Sector", **Applied Economics**, 34, ss. 1379-1388
- WALD, K. John; (1999), "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison", **Journal of Financial Research**, 22(2), ss. 161-187
- İMKB,İnternet adresi: <http://www.imkb.gov.tr/veriler/>, Erişim Tarihi: 18.06.2007
- İMKB,İnternet adresi: <http://www.imkb.gov.tr/malitablo/>, Erişim Tarihi: 18.06.2007