T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TÜRK KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Erdinç KARADENİZ

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2008

T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TÜRK KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Erdinç KARADENİZ

DANIŞMAN: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2008

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İŞLETME Anabilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL

(Danışman)

Üye: Prof. Dr. Serpil CANBAŞ

Üye: Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI

Üye: Prof. Dr. Murat DOĞANLAR

Üye: Doç. Dr. Ayşegül YILGÖR

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım. ...../..../....

Prof. Dr. Nihat KÜÇÜKSAVAŞ

Enstitü Müdürü

Not:Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ÖZET

TÜRK KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Erdinç KARADENİZ

Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Eylül 2008 - 287 sayfa

Konaklama işletmeleri, yatırım aşamasında büyük arazi ve arsalar üzerine sabit varlık ağırlıklı yatırımlar yapan ve bu nedenle sermaye yoğun özellik gösteren işletmelerdir. Ayrıca konaklama işletmeleri sistematik olmayan risklere duyarlı olduğu için faaliyet ve finansal riskleri yükselmektedir. Dolayısıyla konaklama işletmeleri açısından sermaye yapısının bileşimi ve borçlanma kararlarını etkileyen değişkenlerin belirlenmesi önemlidir. Bu tez kapsamında Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını belirleyen değişkenler ve buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye yapısı teorisinin geçerli olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda ilk olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yayınlanan sektör bilançolarından yararlanılarak otel ve lokantalar sektörünün sermaye yapısı yıllar itibariyle (1990-2006) incelenmiştir. İkinci olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin, sermaye yapılarını etkileyen değişkenler 1994-2006 ve 2000-2006 dönemlerini kapsayacak şekilde dinamik panel veri analizi ve sabit etki tahmin modeli kullanılarak saptanmaya çalışılmıştır. Analiz sonuçları İMKB'de hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisinin değişken bazında açıkladığı saptanmıştır. Çalışmanın üçüncü uygulaması olan anket çalışmasının sonuçlarına göre İMKB'de işlem görmeyen konaklama işletmelerinde sermaye yapısı davranışlarının daha fazla finansal hiyerarşi teorisiyle uyum gösterdiği saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Yapısı, Dengeleme Teorisi, Finansal Hiyerarşi Teorisi, Konaklama İşletmeleri, Türkiye

ABSTRACT

ANALYSIS OF THE FACTORS THAT AFFECT CAPITAL STRUCTURES OF TURKISH LODGING COMPANIES

Erdinç KARADENİZ

Dissertation Thesis, Department of Business
Supervisor: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
September 2008 - 287 pages

Lodging companies invest in fixed assets, intensively on wide lands and estates during investment period. Thus, they are referred to as capital intensive companies. Moreover, since lodging companies are sensitive to systematic risks, their financial and business risks are at high levels. As a result, determining capital structure composition and determinants of financing decision in lodging companies are important issues. The aim of this thesis is to evaluate the deteminants of capital structures and financing decision of Turkish lodging companies. We also examine which capital structure theory is useful in explaning the capital structures of Turkish lodging companies. First capital structure of Turkish tourism sector between 1990-2006 years is investigated by using tourism sector balance sheets published by Central Bank of the Republic of Turkey. Second, the variables that affect the capital structure decisions of Istanbul Stock Exchange (ISE) lodging companies are investigated by using dynamic fixed effects panel analysis and fixed effect estimation models for the time periods 1994-2006 and 2000-2006. Although analysis results reveal that neither trade-off nor pecking order theory seem to exactly explain the capital structures of Turkish lodging companies in the ISE, pecking order and trade-off theories appear to unveil the capital structures of Turkish lodging companies in terms of variables. Third, a survey is used to examine the determinants of capital structure decisions of no quoted on ISE lodging companies. Findings of this survey suggest that capital structure decisions of lodging companies, which are no quoted on ISE, are in line with pecking order theory.

Key Words: Capital Structure, Trade-off Theory, Pecking Order Theory, Lodging Companies, Turkey.

ÖNSÖZ

Firmaların varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri için sermaye yapısı kavramı önem kazanmaktadır. Konaklama işletmelerinin kuruluş ve işletme aşamalarında sermaye yoğun özellik gösteren işletmeler olması bununla birlikte işletme kontrolü dışındaki sistematik risklere duyarlı olmaları bu işletmeler açısından sermaye yapısının bileşimini ve borçlanma kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesini önemli hale getirmektedir. Bu çalışmanın temel amacı; Türk konaklama işletmelerinin, borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen değişkenleri saptamaktır. Çalışma sonucunda elde edilen bilgiler ışığında Türk konaklama işletmelerinin sermaye ve finansal yapılarını güçlendirerek turizm sektörüne ve dolayısıyla ülke ekonomisine daha fazla katkıda bulunabilecekleri düşünülmektedir.

Bu çalışmada, değerli görüşleri ile bana yol gösteren tez danışmanım Prof.Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL'a sonsuz teşekkür ederim. Ayrıca doktora öğrenimim sırasında yardım ve desteklerini esirgemeyen Prof.Dr. Serpil CANBAŞ'a, Prof. Dr. Hatice DOĞUKANLI'ya, teşekkürlerimi sunarım. Çalışmanın uygulama kısmında sağlamış oldukları katkılardan dolayı Prof.Dr. Murat DOĞANLAR'a, Doç.Dr. Mehmet BALCILAR'a, Yrd.Doç.Dr. Mehmet ÖZMEN'e, Yrd. Doç. Dr. Ali DANIŞMAN'a, Öğr.Gör. Hüseyin GÜLER'e ve çok sevgili arkadaşlarım Dr. Serkan Yılmaz KANDIR'a ve Dr. Ömer İSKENDEROĞLU'na teşekkürlerimi sunarım. Çalışmanın anket uygulaması sürecinde katkıda bulunan Türkiye Cumhuriyeti Kültür ve Turizm Bakanı Ertuğrul GÜNAY'a ve Türkiye Turizm Yatırımcıları Derneği'ne teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca çalışma boyunca varlığını ve desteğini sonsuz sabrıyla sürekli hissettiren sevgili eşim Nuray Altun KARADENİZ'e yardımlarından ötürü sonsuz teşekkür ederim.

Bu tez Çukurova Üniversitesi Bilimsel Araştırmalar Proje Birimi Tarafından desteklenmiş olup, tez numarası İİBF2007D4'tür.

Arş.Gör. Dr. Erdinç KARADENİZ

ADANA, 2008

İÇİNDEKİLER

	SAYFA
ÖZET……	**i**
ABSTRACT……..	**ii**
ÖNSÖZ……..	**iii**
TABLOLAR LİSTESİ……	**x**
ŞEKİLLER LİSTESİ……...	**xvi**
EKLER LİSTESİ……	**xvii**
GİRİŞ……	**1**

1 BÖLÜM
SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

1.1.Genel Olarak Sermaye Yapısı Kavramları……	**5**
1.1.1.Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti……	**6**
1.1.2.İşletme (Faaliyet) Riski ve Faaliyet Kaldıracı……	**9**
1.1.3.Finansal Risk ve Finansal Kaldıraç……	**11**
1.1.4.Finansal Sıkıntı, İflas ve Temsilcilik Maliyetleri……	**12**
1.2.Sermaye Yapısı Teorileri……...	**15**
1.2.1.Klasik Sermaye Yapısı Teorileri……..	**15**
1.2.1.1.Net Gelir Teorisi……	**16**
1.2.1.2.Net Faaliyet Geliri Teorisi……	**17**
1.2.1.3.Geleneksel Teori……	**17**
1.2.1.4.Modigliani ve Miller Teorisi……	**19**
1.2.1.5.Miller Teorisi……	**25**
1.2.2.Modern Sermaye Yapısı Teorileri……...	**26**
1.2.2.1.Dengeleme Teorisi……	**26**
1.2.2.2.Finansal Hiyerarşi Teorisi……	**32**
1.2.2.3.İşaret Etkisi Teorisi ……..	**36**
1.2.2.4.Temsilcilik Maliyeti Teorisi……..	**40**
1.2.3.Sermaye Yapısında Yeni Yaklaşımlar……	**45**

1.2.3.1.Ürün/Girdi Piyasalarının Etkileşimine Dayalı Sermaye Yapısı Yaklaşımı……... 45
1.2.3.2.Firma Kontrol Unsurlarından Türetilmiş Sermaye Yapısı Yaklaşımı……... 47
1.2.3.3.Sermaye Yapısı Yaşam Evresi Yaklaşımı……... 48
1.2.3.4.Yasal Çevre Yaklaşımı…….. 49
1.2.3.5.Sermaye Yapısı Tercihlerini Kurumsal Yönetim Açısından Açıklayan Yaklaşım…….. 51
1.3.Firmalarda Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler…… 53
1.3.1.Finansal Kaynakların Seçiminde Dikkat Edilecek İlkeler…… 53
1.3.2.Finansal Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler……. 56
1.3.2.1.Genel Ekonomiyle İlgili Faktörler……... 56
1.3.2.2.Endüstriyle İlgili Faktörler…….. 58
1.3.2.3.Firmayla İlgili Faktörler…….. 59
1.3.2.4.Yasal Düzenlemeler ve Para Otoritelerinin Kararlarıyla İlgili Faktörler…….. 64
1.3.2.5.Borç Verecek Olanların Davranışı İle İlgili Faktörler….. 66

2.BÖLÜM
İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

2.1.Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Yapısı İle İlgili Yapılan Çalışmalar……. 68
2.2.Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı İle İlgili Yapılan Çalışmalar……... 79
2.3.Sermaye Yapısıyla İlgili Turizm İşletmelerine Yönelik Yapılan Çalışmalar…….. 91

3.BÖLÜM
GENEL OLARAK KONAKLAMA İŞLETMELERİNİN TANIMI VE ÖZELLİKLERİ: TÜRK KONAKLAMA İŞLETMELERİNİN SERMAYE YAPISININ İNCELENMESİ

3.1.Genel Olarak Turizm Sektörü…….. 100
3.2.Turizm Sektörünün Temel Özellikleri……. 103
3.3.Turizm Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmeler……... 104
3.4.Genel Olarak Konaklama İşletmelerinin Tanımı ve Özellikleri…….... 105
3.5.Türk Konaklama İşletmelerinin Temel Sorunları…….. 108
3.6.TCMB Sektör Bilançoları Yardımıyla Oteller Ve Lokantalar Sektörünün Sermaye Yapısının İncelenmesi……... 111
3.6.1.Veri Seti ve Değişkenler…… 112
3.6.2.Araştırma Yöntemi……... 113
3.6.3.Bulgular…….. 113
3.6.3.1.Otel ve Lokantalar Sektörünün Varlık Yapısının İncelenmesi…… 114
3.6.3.2.Otel ve Lokantalar Sektörünün Kaynak Yapısının İncelenmesi…… 115

4.BÖLÜM
TÜRK KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

4.1.İMKB'de Hisseleri İşlem Gören Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Dinamik Panel Yöntemiyle Tespiti… 122
4.1.1.Araştırmanın Amacı ve Önemi…… 123
4.1.2.Veri Seti, Değişkenler ve Model……... 124
4.1.3.Modeldeki Değişkenlerin İşaretlerine İlişkin Varsayımlar……... 129
4.1.4.Araştırma Yöntemi……... 129
4.1.5.Bulgular……. 133
4.1.5.1.Özet İstatistik Sonuçları…….. 133
4.1.5.2.Dinamik Panel Analiz Sonuçları…….. 138
4.1.5.2.1. Tüm Döneme Ait (1994-2006) Dinamik Panel Analiz Sonuçları…… 138
4.1.5.2.2. Alt Döneme Ait (2000-2006) Dinamik Panel Analiz Sonuçları…… 146

4.2.Türk Turizm Sektöründe Faaliyet Gösteren Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Anket Yöntemiyle Tespiti……... 151

4.2.1.Araştırmanın Amacı ve Önemi…… 151

4.2.2.Araştırma Süreci……... 152

4.2.3.Araştırmanın Kısıtları…….. 153

4.2.4.Evren ve Örneklem……... 153

4.2.5.Yöntem……... 155

4.2.6.Araştırma Soruları…… 156

4.2.7.Bulgular…….. 158

4.2.7.1.Betimleyici Veriler…… 158

4.2.7.2.Türk Konaklama İşletmelerinin İlk Kuruluş Yatırımlarında Finansman Tercihleri…… 160

4.2.7.3.Türk Konaklama İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri……... 162

4.2.7.4.Türk Konaklama İşletmelerinin Karşılaştığı En Önemli Finansal Sorunlar…….. 164

4.2.7.5.Türk Konaklama İşletmelerinin Fon Gereksinimlerini Karşılamada Kullandıkları Finansal Kaynakların Sıralaması…….. 165

4.2.7.6.Türk Konaklama İşletmelerinin Planladıkları Yatırımları İçin Öngörülen Finansman Tercihleri…… 166

4.2.7.7.Türk Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynak Birleşiminin Dağılımı…… 168

4.2.7.8.Türk Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörler…… 168

4.2.7.9.Türk Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörler……. 170

4.2.7.10.Türk Konaklama İşletmelerinin Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumları……... 172

4.2.7.11.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre İlk Kuruluş Yatırımında Kullandıkları Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı…… 174

4.2.7.12.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Mevcut Faaliyetlerinin Finansmanında Kullandıkları Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı…….. 175
4.2.7.13.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Karşılaştıkları En Önemli Finansal Sorunların Dağılımı……. 177
4.2.7.14.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Fon Gereksinimleri Karşılamada Kullandıkları Finansal Kaynakların Sıralaması…….. 179
4.2.7.15.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansmanında Kullanılacak Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı…….. 180
4.2.7.16.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı…… 182
4.2.7.17.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynakların Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı... 183
4.2.7.18.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynakların Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı.. 184
4.2.7.19.Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı….. 186
4.2.7.20.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre İlk Kuruluş Yatırımlarını Finansman Tercihlerinin Dağılımı…… 187
4.2.7.21.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Mevcut Faaliyetlerinin Finansmanında Kullandıkları Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı…….. 190
4.2.7.22.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Karşılaştıkları En Önemli Finansal Sorunların Dağılımı…… 192
4.2.7.23.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Fon Gereksinimleri Karşılamada Kullandıkları Finansal Kaynakların Sıralaması…….. 193
4.2.7.24.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansmanında

Kullanılacak Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı... 194
4.2.7.25.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı…… 196
4.2.7.26.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Yabancı Kaynakların Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı…… 197
4.2.7.27.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Yabancı Kaynakların Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı…… 199
4.2.7.28.Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğüne Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı….. 201
4.2.8.Anket Sonuçları İle Teorilerin Karşılaştırılması……... 202
4.2.9.Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi…… 205

SONUÇ…….. 211
KAYNAKÇA…… 216
EKLER…….. 238
ÖZGEÇMİŞ…….. 288

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1.	**Finansal Sıkıntı Maliyetleri……...**	**14**
Tablo 1.2.	**Dengeleme Teorisine Göre Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler……**	**31**
Tablo 1.3.	**Sermaye Yapısı Faktörleriyle Kaldıraç Düzeyi Arasındaki İlişkiler Açısından Dengeleme Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorilerinin Karşılaştırılması…….....**	**35**
Tablo 1.4.	**İşaret Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler…….**	**40**
Tablo1.5.	**Temsilcilik Maliyeti Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler……**	**44**
Tablo 1.6.	**Ürün/Girdi Piyasalarının Etkileşimine Dayalı Sermaye Yapısı Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler…….**	**47**
Tablo 1.7.	**Firma Kontrol Unsurlarından Türetilmiş Sermaye Yapısı Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler…….**	**48**
Tablo 1.8.	**Sermaye Yapısı Yaşam Evresi Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler……**	**49**
Tablo 1.9.	**Yasal Çevre Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler……**	**51**
Tablo 1.10.	**Kurumsal Yönetim Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler……**	**53**
Tablo 3.1.	**Seçilmiş Bazı Ülke ve Bölgelerdeki Otel İşletmelerinde Satış Gelirleri ile Giderlerin Dağılım Yüzdeleri…….**	**107**
Tablo 3.2.	**Otel ve Lokantalar Sektör Bilançolarına Katılan İşletme Sayıları……**	**113**
Tablo 3.3.	**Oteller Ve Lokantalar Sektörünün 1990-2006 Yılları Arasındaki Varlık Yapısı……...**	**114**

Tablo 3.4.	**Otel ve Lokantalar Sektöründe Yabancı Kaynak ve Özkaynakların Ağırlıkları (1990-2006)……**	**116**
Tablo 3.5.	**Otel ve Lokantalar Sektöründe Ayrıntılı Kaynak Yapısı (1990-2006)…….**	**118**
Tablo 3.6.	**1990-2006 Yılları Arasında Otel ve Lokantalar Sektöründe Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yüzdesel Dağılımı……..……**	**119**
Tablo 3.7.	**1990-2006 Yılları Arasında Otel ve Lokantalar Sektöründe Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Yüzdesel Dağılımı……...**	**120**
Tablo 4.1.	**Tüm Döneme (1996-2006) Ait Özet İstatistik Sonuçları…….....**	**133**
Tablo 4.2.	**Alt Döneme (2000-2006) Ait Özet İstatistik Sonuçları…….....**	**136**
Tablo 4.3.	**1994-2006 Yıllarını Kapsayan İlk Analiz Sonuçları…….**	**139**
Tablo 4.4.	**Bağımlı Değişkenin Bir Gecikmeli Değeri Alınarak Yapılan Analiz Sonuçları……...**	**139**
Tablo 4.5.	**Bağımlı Değişkenin İki Gecikmeli Değeri Alınarak Yapılan Analiz Sonuçları……...**	**140**
Tablo 4.6.	**Tüm Dönemi (1996-2006) Kapsayan Analiz Sonuçları…….**	**142**
Tablo 4.7.	**Alt Dönemi (2000-2006) Kapsayan Analiz Sonuçları…….**	**147**
Tablo 4.8.	**Tüm Dönem ve Alt Dönem Analiz Sonuçları ile Dengeleme ve Finansal Hiyerarşi Teorilerinin Varsayımları……...**	**150**
Tablo 4.9.	**Sermaye Yapısı İle İlgili Yapılan Anketli Araştırmalarda Anket Gönderilen ve Ankete Cevap Veren İşletme Sayısı…….....**	**154**
Tablo 4.10.	**Ankete Katılan Konaklama İşletmelerinin Dağılımı……...**	**158**

Tablo 4.11. Ankete Katılan Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Dağılımı…….. 159
Tablo 4.12. Ankete Katılan Konaklama İşletmelerinin Bölgelerine Göre Dağılımı……. 159
Tablo 4.13. Konaklama İşletmelerinin Hukuki Yapılarına Göre Dağılımı……... 159
Tablo 4.14. Ankete Katılan Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğüne Göre Dağılımı……. 160
Tablo 4.15. Özet İstatistikler……. 160
Tablo 4.16. Konaklama İşletmelerinin İlk Kuruluş Yatırımlarındaki Finansman Tercihleri……. 161
Tablo 4.17. Konaklama İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri……. 163
Tablo 4.18. Türk Konaklama İşletmelerinin Karşılaştığı En Önemli Finansal Sorunların Dağılımı…… 164
Tablo 4.19. Konaklama İşletmelerinin Finansman Tercihlerinin Sıralaması…… 165
Tablo 4.20. Konaklama İşletmelerinin Gelecekte Yatırım Planlarının Olup Olmadığı Yönünde Verdikleri Cevapların Dağılımı……... 166
Tablo 4.21. Konaklama İşletmelerinin Gelecekte Planladıkları Yatırımların Türlerinin Dağılımı……. 167
Tablo 4.22. Konaklama İşletmelerinin Gelecekte Planladıkları Yatırımları Finansman Tercihlerinin Dağılımı……... 167
Tablo 4.23. Konaklama İşletmelerinin Yabancı Kaynak Birleşiminin Dağılımı……... 168
Tablo 4.24. Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı……. 169
Tablo 4.25. Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı……. 170
Tablo 4.26. Türk Konaklama İşletmelerinin Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı……. 173

Tablo 4.27. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayılarına Göre Dağılımı……... 174
Tablo 4.28. Otel İşletmelerinin İlk Kuruluş Yatırımlarındaki Finansman Tercihlerinin Yıldız Sayısına Göre Dağılımı……... 174
Tablo 4.29. Yıldız Sayısıyla İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……... 175
Tablo 4.30. Otel İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihlerinin Yıldız Sayısına Göre Dağılımı…… 176
Tablo 4.31. Yıldız Sayısıyla Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……... 177
Tablo 4.32. Otel İşletmelerinin Karşılaştıkları Finansal Sorunların Yıldız Sayısına Göre Dağılımı……... 178
Tablo 4.33. Yıldız Sayısıyla Karşılaşılan Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……... 178
Tablo 4.34. Yıldız Sayısına Göre Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasının Dağılımı…….. 179
Tablo 4.35. Yıldız Sayısının Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasına Etkisinin Anova Analiziyle Test Edilmesi……... 179
Tablo 4.36. Yıldız Sayısına Göre Gelecekte Planlanan Yatırım Türlerinin Dağılımı…… 180
Tablo 4.37. Yıldız Sayısına Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihlerinin Dağılımı……... 181
Tablo 4.38. Yıldız Sayısıyla Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi…… 181
Tablo 4.39. Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı…… 182

Tablo 4.40. Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynak Bileşimi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi…... 182
Tablo 4.41. Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı……. 183
Tablo 4.42. Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Vadesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi…….. 184
Tablo 4.43. Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı……. 185
Tablo 4.44. Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Vadesi Miktarı Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi…... 186
Tablo 4.45. Yıldız Sayısına Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı……... 186
Tablo 4.46. Yıldız Sayısıyla Borçlanma Oranı Hedeflemesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……... 187
Tablo 4.47. Personel Sayısı İle Yıldız, Oda ve Yatak Sayıları Arasındaki Korelasyon…….. 188
Tablo 4.48. Konaklama İşletmelerinde Büyüklüğe Göre İlk Kuruluş Yatırımlarındaki Finansman Tercihlerinin Dağılımı……. 189
Tablo 4.49. Konaklama İşletmelerinde Büyüklük İle İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi…….. 190
Tablo 4.50. Konaklama İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihlerinin Büyüklüğe Göre Dağılımı…….. 191
Tablo 4.51. Büyüklük İle Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……... 191
Tablo 4.52. Konaklama İşletmelerinin Karşılaştıkları Finansal Sorunların Büyüklüğe Göre Dağılımı…….. 192
Tablo 4.53. Büyüklükle Karşılaşılan Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi…….. 193

Tablo 4.54.	**Büyüklüğe Göre Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasının Dağılımı…….....**	**193**
Tablo 4.55.	**Büyüklüğün Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasına Etkisinin Anova Analiziyle Test Edilmesi……**	**194**
Tablo 4.56.	**Büyüklüğe Göre Gelecekte Planlanan Yatırım Türlerinin Dağılımı…….....**	**195**
Tablo 4.57.	**Büyüklüğe Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihlerinin Dağılımı……...**	**195**
Tablo 4.58.	**Büyüklükle Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……..**	**196**
Tablo 4.59.	**Büyüklüğe Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı…….....**	**196**
Tablo 4.60.	**Büyüklükle Yabancı Kaynak Bileşimi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……..**	**197**
Tablo 4.61.	**Büyüklüğe Göre Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı……..**	**198**
Tablo 4.62.	**Büyüklük İle Yabancı Kaynağın Vadesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……..**	**198**
Tablo 4.63.	**Büyüklüğe Göre Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı……..**	**199**
Tablo 4.64.	**Büyüklükle Yabancı Kaynağın Miktarı Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……..**	**200**
Tablo 4.65.	**Büyüklüğe Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı……...**	**201**
Tablo 4.66.	**Büyüklük İle Borçlanma Oranı Hedeflemesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi……..**	**202**
Tablo 4.67.	**Dengeleme Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması. ……...**	**203**
Tablo 4.68.	**Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması……**	**204**

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1.	**Firmaların Finansman Süreci……...**	**6**
Şekil 1.2.	**Finanslama Kararları, Firma Değerlemesi ve Sermaye Maliyeti……**	**8**
Şekil 1.3.	**İşletme Riski ve Finansal Risk……..**	**12**
Şekil 1.4.	**MM'in Vergisiz Modelindeki Borç-Özsermaye Maliyeti İle AOSM'nin Gelişimi……..**	**21**
Şekil 1.5.	**MM'in Verginin Olmadığı 1. Önermelerinde Firma Değerinin Seyri……..**	**21**
Şekil 1.6.	**MM'in Verginin Olduğu Modelindeki Borç Maliyeti, Özsermaye Maliyeti ve AOSM'nin Gelişimi……**	**23**
Şekil 1.7.	**MM'in Verginin Olduğu Modelinde Firma Değerinin Seyri…….**	**24**
Şekil 1.8.	**Dengeleme Teorisine Göre Kaldıracın Değer Üzerine Etkisi……**	**28**
Şekil 3.1.	**Oteller ve Lokantalar Sektöründe Yıllar İtibariyle Dönen Varlıkların Gelişim Seyri……..**	**115**
Şekil 3.2.	**Oteller ve Lokantalar Sektöründe Yıllar İtibariyle Duran Varlıkların Gelişim Seyri……..**	**115**
Şekil 3.3.	**Otel ve Lokantalar Sektöründe Yabancı Kaynak ve Özkaynakların Toplam Kaynaklar İçindeki Paylarının Gelişimi……**	**117**

EKLER LİSTESİ

Ek.1.	**Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Yapısıyla İlgili Çalışmalar……...**	**238**
Ek.2.	**Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısıyla İlgili Çalışmalar……...**	**249**
Ek.3.	**Turizm Sektöründe Sermaye Yapısıyla İlgili Çalışmalar……..**	**259**
Ek.4.	**Araştırmanın Amaçları Doğrultusunda Türk Konaklama İşletmelerine Uygulanan Anket…….**	**266**
Ek.5.	**Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler……...**	**270**
Ek.6.	**Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Mevcut Yatırımlarının Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler……...**	**271**
Ek.7.	**Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Karşılaştıkları Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler……**	**272**
Ek.8.	**Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısının Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasını Etkileyip Etkilemediğini Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler……**	**273**
Ek.9.	**Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansmanında Kullanılacak Finansal Kaynakların Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Kurulan Alt Hipotezler……..**	**274**
Ek.10.	**Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler……**	**275**
Ek.11.	**Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler……**	**276**

Ek.12. **Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler…… 277**

Ek.13. **Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Hedef Borçlanma Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler……..……. 278**

Ek.14. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler…….. 279**

Ek.15. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler…….. 280**

Ek.16. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Karşılaştıkları Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler…… 281**

Ek.17. **Konaklama İşletmelerin Büyüklüğünün Finansal Tercihlerin Sıralamasını Etkileyip Etkilemediğini Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler…… 282**

Ek.18. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki Oluşturulan Alt Hipotezler…… 283**

Ek.19. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler…… 284**

Ek.20. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler…….. 285**

Ek.21. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler…….. 286**

Ek.22. **Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Hedef Borçlanma Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler…… 287**

GİRİŞ

Firmaların varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri açısından sermaye yapısı kavramı önem kazanmaktadır. Bir işletmenin sermaye yapısıyla ilgili kararları, ne kadar yabancı ve ne kadar özkaynak kullanması gerektiğine ilişkin kararlarından oluşmaktadır. Bu kararlar, finans yöneticisinin bir işletmede alması gereken üç temel karardan (yatırım, finansman ve kar dağıtım) biri olan finansman kararları içerisinde yer almaktadır.

Özellikle 1950'li yıllardan itibaren firma değeri maksimizasyonunun işletmeler açısından nihai amaç olarak kabul edilmesinden sonra firmaların sermaye yapılarının piyasa değerlerine olan etkileri ve sermaye yapılarını etkileyen faktörler birçok akademisyen ve uygulamacı tarafından araştırılmıştır. Bu bağlamda bir işletmenin sermaye maliyetini minimum ve piyasa değerini maksimum yapan sermaye yapısı ne olmalı sorusuna cevap aranmıştır. Ayrıca firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalar sonucunda sermaye yapısıyla ilgili birbirine alternatif teoriler ve yeni yaklaşımlar geliştirilmiş ancak bu teorilerden ve yeni yaklaşımlardan hangisinin firmaların sermaye yapısını en iyi açıklayan teori/yaklaşım olduğu hala tam olarak belirlenememiştir. Bu teorilerin/yaklaşımların günümüzde hala tartışılıyor olmasının en önemli nedeni sermaye yapısını etkileyen faktörlerin ve firmaların sermaye yapısı kararlarının sektörden sektöre, ülkeden ülkeye, zamana ve firmaların özelliklerine göre değişiklikler gösteriyor olmasıdır. Buna rağmen özellikle son yıllarda birçok firmanın artan bir şekilde finansal sıkıntıyla karşı karşıya kalması, yöneticilerin sermaye yapısını etkileyen kararlara daha fazla önem vermeleri sonucunu doğurmuştur.

Günümüzde çok hızlı bir şekilde büyüyen turizm sektörü; istihdama katkısı, çok sayıda insana hizmet sunması, yarattığı gelir ve ekonomiye sağladığı katma değerle dünyanın en büyük sektörlerinden biri olarak kabul görmüştür. Son yıllarda ekonomik açıdan darboğazlar yaşayan Türkiye açısından turizm sektörü, sosyo-ekonomik katkıları dikkate alındığında daha da fazla önem kazanan bir sektör konumuna gelmiştir. Turizm sektöründe faaliyet gösteren turizm işletmeleri; turistik ürün tüketicilerinin gereksinimlerini kar elde etme amacıyla karşılamayı amaçlayan, ulaştırma işletmeleri,

konaklama işletmeleri, yiyecek-içecek işletmeleri, rekreasyon işletmeleri, seyahat işletmeleri ve hediyelik eşya satan işletmeler şeklindeki ekonomik birimlerdir. Yerine getirdiği işlevler dikkate alındığında, konaklama işletmelerinin turizm sektörü içerisinde daha fazla öneme sahip olduğu genel kabul gören bir olgudur.

Konaklama işletmeleri gerek yatırım aşamasında büyük arazi ve arsalar üzerine sabit varlık ağırlıklı yatırımlar gerektiren gerekse işletme aşamasında da yenileme, genişleme ve modernizasyon yatırımlarının gerçekleştirildiği ve bu nedenle sabit sermaye yoğun özellik gösteren işletmelerdir. Özellikle konaklama işletmelerinin aktif yapısının büyük bir kısmı sabit varlıklardan oluşmakta ve bu durum sabit varlıkların finansmanında uzun vadeli yabancı kaynakların ve özkaynakların kullanımını gündeme getirmektedir. Bu nedenle turizm sektörünün en önemli aktörü konumundaki konaklama işletmeleri açısından sermaye yapısının kompozisyonu ve borçlanma kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi önem kazanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; Türk turizm sektöründe faaliyette bulunan konaklama işletmelerinin, sermaye yapısı kararlarını açıklayan faktörlerin saptanması ve sermaye yapısı kararları çerçevesinde finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliklerinin analiz edilmesi olarak belirlenmiştir. Finans literatüründe sermaye yapısı teorisi, üzerinde en fazla çalışılan konulardan biridir. Ancak sermaye yapısı kararlarının daha fazla önem arz ettiği konaklama işletmelerine yönelik olarak dünyada ve Türkiye'de çok az çalışma yapıldığı görülmektedir. Bu bağlamda çalışmada elde edilen bilgilerin konuyla ilgili olarak literatüre ve konaklama işletmeleri sahip/yöneticilerine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu bağlamda çalışma dört ana bölümden oluşturulmuştur. İlk bölümde, sermaye yapısı kavramları ve sermaye yapısı teorileri hakkında bilgi verilmiştir. İkinci bölümde, işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri inceleyen çalışmalara kapsamlı olarak yer verilmiştir. Üçüncü bölümde, Türk turizm sektörü hakkında kısaca bilgi verildikten sonra, Türk turizm sektörünün finansman yapısı ve sermaye yapısı kararları Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yayınladığı 1990-2006 yıllarını kapsayan sektör bilançolarından yararlanılarak Türk turizm sektörünü temsil ettiği düşünülen oteller ve lokantalar sektörünün konsolide bilanço ve gelir tabloları yardımıyla incelenmiştir. Dördüncü bölümde ise Türk konaklama işletmelerinde

sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisse senetleri işlem gören konaklama işletmeleri üzerinde gerçekleştirilen ekonometrik bir analiz ve Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren diğer konaklama işletmeleri üzerinde yapılan bir anket çalışması ile gerçekleştirilmiştir. Bu bölümde; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin, borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen faktörlerin tespit edilmesine, bununla birlikte konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliğinin saptanmasına çalışılmıştır. Bu bağlamda İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerine ait 1994-2006 yıllarını içeren tüm dönem analizi ve 2000-2006 yıllarını içeren alt dönem analizi olmak üzere 2 analiz gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Analiz sürecinde ilgili dönemlere ait panel finansal veriler üzerinde dinamik panel analizi ve sabit etki tahmini gerçekleştirilmiştir. Diğer analizde çalışmanın amaçları doğrultusunda, İMKB' hisseleri işlem görmeyen Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını belirlemeye yönelik oluşturulan ve Türk konaklama işletmelerine gönderilerek gerçekleştirilen anket çalışmasının sonuçları tartışılmıştır. Çalışmanın sonuç bölümünde ise gerçekleştirilen uygulamalarla ulaşılan sonuç ve değerlendirmelere yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE YAPISI KAVRAMLARI VE SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

Firmaların varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri ve finansal yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri açısından sermaye yapısı kavramı önem kazanmaktadır. Özellikle firma değeri maksimizasyonunun işletmeler açısından nihai amaç olarak kabul edilmesinden sonra firmaların sermaye yapılarının piyasa değerlerine olan etkileri ve sermaye yapılarını etkileyen faktörler birçok akademisyen ve uygulamacı tarafından araştırılmıştır. Yapılan araştırmalarda sermaye yapısı kararlarının firmanın sermaye maliyeti ile piyasa değerine olan etkileri, ayrıca firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler incelenmiştir. Yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalar sonucunda sermaye yapısıyla ilgili birbirine alternatif teoriler geliştirilmiş ancak bu teorilerden hangisinin firmaların sermaye yapısını en iyi açıklayan teori olduğu hala tam olarak belirlenememiştir. Bu teorilerin günümüzde hala tartışılıyor olmasının en önemli nedeni ise sermaye yapısını etkileyen faktörlerin ve firmaların sermaye yapısı kararlarının sektörden sektöre, ülkeden ülkeye, zamana ve firmaların özelliklerine göre değişiklikler göstermesidir. Buna rağmen özellikle son yıllarda birçok firmanın artan bir şekilde finansal sıkıntıyla karşı karşıya kalması, yöneticilerin sermaye yapısını etkileyen kararlara daha fazla önem vermeleri sonucunu doğurmuştur.

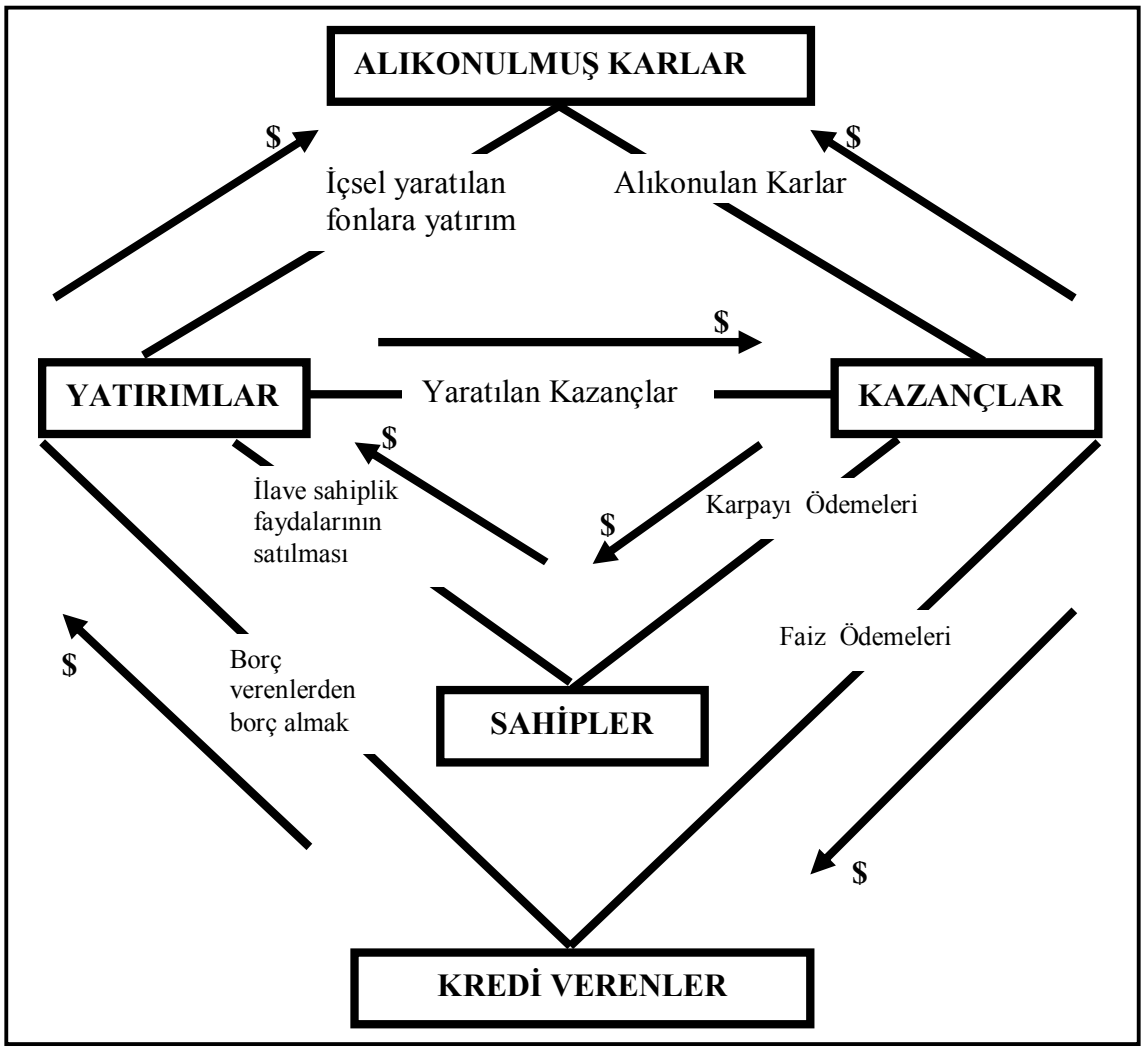
Çalışmanın bu bölümünde sermaye yapısı kavramları üzerinde durulmuştur. Bu bağlamda firmalarda sermaye yapısının önemi, sermaye yapısını etkileyen faktörler açıklanmıştır. Ayrıca firmaların sermaye yapılarını açıklamaya yönelik finans literatüründe oluşturulmuş klasik teoriler olan net gelir, net faaliyet geliri, geleneksel ve Modigliani ve Miller'in optimal sermaye yapısı teorileri ile modern teoriler (yeni teoriler) olan dengeleme, finansal hiyerarşi, işaret etkisi ve temsilcilik maliyeti teorisi ve sermaye yapısı tercihlerinde yeni yaklaşımlar olarak ürün-girdi piyasalarının etkileşimine dayalı sermaye yapısı yaklaşımı, firma kontrol unsurlarından türetilmiş sermaye yapısı yaklaşımı, sermaye yapısı yaşam evresi yaklaşımı, yasal çevre yaklaşımı ve kurumsal yönetim yaklaşımı açıklanmaya çalışılmıştır.

1.1. Genel Olarak Sermaye Yapısı Kavramları

Sermaye yapısını bir firmanın finansmanında kullandığı kısa vadeli yabancı kaynakların süreklilik gösteren kısmı, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermayenin oluşturduğu yapı olarak tanımlamak mümkündür. Finansal yapı veya bir başka deyişle finansman yapısı ise, firma bilançosunun pasif tarafında yer alan toplam kısa süreli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar, imtiyazlı hisse senetleri ve özsermaye kalemlerinden oluşur. Dolayısıyla sermaye yapısı, finansal yapının parçasıdır ve firmanın finansmanında kullanılan ve süreklilik gösteren finansman kaynaklarını ifade etmektedir (Moyer, Mcguigan ve Kretlow, 2002, 491). Bir başka ifade ile sermaye yapısı, bir firmanın reel yatırımlarını finanse etmede kullandığı menkul kıymetlerin (uzun vadeli borçlar, adi hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri vb. gibi) birleşimidir (Qian, Tian ve Wirjanto, 2007, 3). Bu bağlamda finansal yapının sermaye yapısından farkı, kısa vadeli borçlar ve karşılıkların finansal yapı içerisinde yer almaları, buna karşın sermaye yapısının içinde yer almamalarıdır (Türko, 1999, 496).

Bütün firmaların satış gelirlerini arttırmak için çalışma sermayesine ihtiyaçları bulunmaktadır. Söz konusu çalışma sermayesini sağlamak için fonların arttırılması gerekmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 453). İhtiyaç duyulan fonlar ise genel olarak yabancı kaynak (borç), özsermaye veya bu ikisinin birleşimi olmak üzere üç şekilde sağlanabilmektedir. Bir firmanın finansman süreci Şekil 1.1.'de özetlenmektedir.

Borç, firma dışından sağlandığı halde, özsermaye; gerek firma tarafından dağıtılmamış karlar veya yedek akçeler ile ve gerekse firmaya dışarıdan (sermaye artışı, yeni ortak alınışı, birikim sahiplerine hisse senedi ihracı, katılma intifa senedi satışı gibi) sağlanabilmektedir (Akgüç, 1998, 481). Firmanın borç ve özsermayesinin birleşimi ise o firmanın sermaye yapısı olarak ifade edilmektedir. Her ne kadar borç ve özsermayenin gerçekleşen düzeyleri zaman içinde değişkenlik gösterse de, birçok firma finansman bileşimlerini hedef bir sermaye yapısına göre ayarlamaya çalışmaktadırlar. Sermaye yapısı kararları firmanın hedef sermaye yapısının seçimi, borcun ortalama vadesinin belirlenmesi ve özel zamanlarda özel finansal kaynakların seçimiyle ilgili kararları içermektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 453).



Şekil 1.1. Firmaların Finansman Süreci

Kaynak: (Fabozzi ve Peterson, 2003, 584)

Firmaların sermaye yapısı, finansman yapısı ve finansman süreci kısaca açıklandıktan sonra sermaye yapısı ile ilgili genel kavramlardan bahsedilmiştir. Bu kavramların açıklanmasının sermaye yapısı konusunun ve sermaye yapısı ile ilgili teorilerin daha iyi anlaşılmasını sağlayacağı düşünülmektedir.

1.1.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Finans biliminde bir firmanın borç/özsermaye oranını değiştirerek sermaye maliyetini ve dolayısıyla firma değerini değiştirmenin mümkün olup olmadığı sorusuna cevap aranmaktadır. Günümüzde firma yöneticilerinin, firmanın hedef sermaye yapısının seçimi, borcun ortalama vadesinin belirlenmesi ve özel zamanlarda özel finansal kaynakların seçimini kapsayan sermaye yapısı kararlarını alırken mutlaka firma

değerinin maksimizasyonunu temel almaları gerekmektedir. Bir başka ifade ile sermaye yapısı ile ilgili kararlar alınırken mutlaka optimal sermaye yapısının oluşturulması önemsenmelidir. Optimal sermaye yapısı, firmaya olan nakit akımlarının maksimum ve sermaye maliyetinin minimum olduğu, dolayısıyla firmanın piyasa değerinin maksimum olduğu sermaye yapısıdır (Brigham ve Houston, 2004, 611; Ross, Westerfield, Jordan, 2002, 613; Schnabel, 1984, 118).

Bir firmanın şimdiki değeri (V); firmaya ait gelecekte beklenen serbest nakit akımlarının (SNA), ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile indirgenmesi sonucunda hesaplanmakta ve şu şekilde ifade edilmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 453);

$$\mathbf{V}=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{SNA_t}{(1+AOSM)^t}$$

AOSM ise, firmanın faaliyetlerinin finansmanı için sağladığı çeşitli fon kaynaklarının vergiden sonraki maliyetlerinin, bu kaynakların sermaye içerisindeki payları ile çarpımlarının toplamıdır. AOSM' nin hesaplanmasıyla firma için tek bir sermaye maliyeti rakamı bulunmuş olur. Böylelikle yatırım projeleri değerlendirilirken, belli bir ölçüte ulaşmak mümkün olmaktadır (Ceylan, 1995, 157). Sermaye bütçelemesi kararları ile sermaye yapısı kararlarının da firma değerine olan etkisi hesaplanırken ve firma yönetiminin performansı değerlendirilirken AOSM tek bir ölçü olarak kullanılabilmektedir (Moyer, Mcguigan ve Rao, 2007, 365).

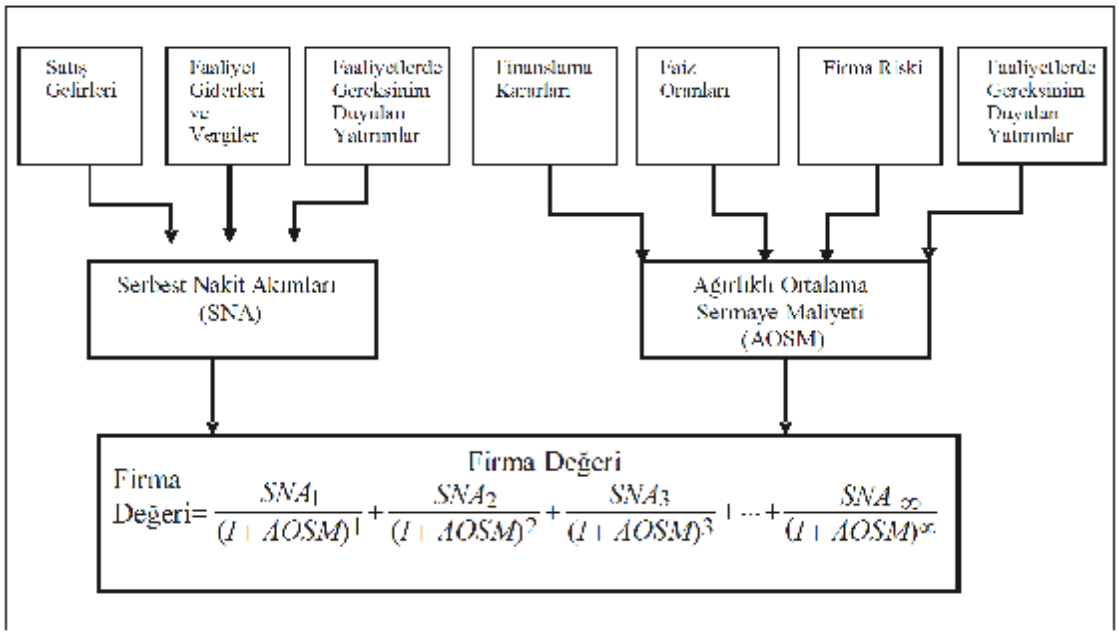
AOSM, bir firmanın finansmanında kullanılan farklı kaynakların ortalama maliyetlerinin ağırlıklarına göre hesaplanmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000, 61);

$$\mathbf{AOSM=k_e(E/(E+D+PS)) + k_d(D/(E+D+PS)) +k_{ps}(PS/(E+D+PS))}$$

Burada; k_e: Özkaynakların maliyetini,
k_d: Borçların vergiden sonraki maliyetini,
k_{ps}: İmtiyazlı hisse senetlerinin maliyetini,
E: Özkaynakların piyasa değerini,
D: Borçların piyasa değerini,
PS: İmtiyazlı hisse senetlerin piyasa değerini,

E/(E+D+PS): Özkaynakların piyasa değerinin toplam kaynaklara oranını, D/(E+D+PS): Borçların piyasa değerinin toplam kaynaklara oranını, PS/(E+D+PS):İmtiyazlı hisse senetlerin piyasa değerinin toplam, kaynaklarına oranını ifade etmektedir.

Dolayısıyla sermaye yapısı kararları, firmanın AOSM'ni doğrudan etkilemektedir. Sermaye yapısı kararlarının, risk ile borç ve özsermaye üzerinden beklenen getiriyi değiştirme gibi dolaylı etkileri de bulunmaktadır. Borç verenler, hissedarlarla ilişkili nakit akımları üzerinde öncelikli olarak hak talep etmektedirler. Borç verenlerin serbest nakit akımları üzerindeki talep hakkı, hissedarların serbest nakit akımları üzerindeki ilave talep haklarını azaltmakta dolayısıyla hisse senetlerinin maliyetini arttırmaktadır. Ayrıca bir firmanın serbest nakit akımları üzerinden borç verenler ve hissedarların dışında devlette vergi şeklinde pay talep etmektedir. Firmalar borç için yaptıkları faiz ödemelerini vergilendirilebilir kazançlarından indirebilmektedirler. Böylelikle devletin firmanın kazançları üzerinden sağladığı vergi geliri düşerken hissedarlar ve borç verenlerin kazançlar üzerinden sağladıkları haklar da artmaktadır. Borç kullanımının artması finansal sıkıntı veya iflas ihtimalini arttırmaktadır. Yüksek bir iflas riskinde borç sahipleri daha yüksek bir getiri talep etmektedirler. Bunun sonucunda borcun vergi öncesi maliyeti yükselmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 453). Söz konusu ilişkiler aşağıdaki şekilde özetlenmektedir.



Şekil 1.2. Finanslama Kararları, Firma Değerlemesi ve Sermaye Maliyeti

Kaynak: (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 454).

AOSM, özsermayeye kıyasla daha düşük olan borcun maliyetiyle, özsermaye maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır. Eğer firma düşük maliyetli olan borcun payını yükseltirse, yüksek maliyetli olan özsermayenin ağırlığı düşecektir. Bu durumda yukarıda ifade edilen diğer şartlar aynı kalmak koşuluyla AOSM düşecek ve firma değeri yükselecektir. Eğer diğer şartlar değişirse hem borcun hem de özsermayenin maliyeti artacaktır. Dolayısıyla firmanın sermaye yapısında meydana gelen değişiklikler sonucunda AOSM'ni meydana getiren diğer bütün değişkenler de değişebilecektir.

1.1.2. İşletme (Faaliyet) Riski ve Faaliyet Kaldıracı

Sermaye yapısıyla ilgili diğer bir kavram işletme riskidir. İşletme riski, bir firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan ve adi hisse senedi sahiplerinin karşılaştıkları riski ifade etmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 456). Bir başka ifadeyle işletme riski firmanın gelecekteki ana faaliyet alanıyla ilgili faaliyetlerinden sağladığı gelirindeki (Faiz ve Vergi Öncesi Kar) belirsizlikten kaynaklanan risktir (Akhtar ve Oliver, 2005, 7; Moyer, McGuigan ve Rao, 2007, 392). İşletme riski; işletmelerin faaliyet riski, faaliyet karları ve yatırım gereksinimleriyle ilgili belirsizlikten kaynaklanan firma nakit akımlarının tahminindeki belirsizlikle artmaktadır. Diğer bir ifadeyle ne kadar faaliyet karı elde edileceği tam olarak bilinemediği için yeni bir ürün veya tesis yatırımına ne kadar yatırım yapılacağı da bilinmemektedir. Yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri (Return On Invested Capital-ROIC) ölçütü bu iki belirsizlik kaynağını içermekte ve işletme riskini ölçmede kullanılmaktadır. İşletme riski, yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri değerinin standart sapması ile ölçülebilmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 456; Brigham ve Houston, 2004, 598).

$$\textbf{YSG}=\frac{VSNFK}{Sermaye}=\frac{AHSSANG+VSFÖ}{Borç+AdiHisseSenetleri}$$

Burada;

YSG: Yatırılan sermaye üzerinden sağlanan getiri (ROIC- Return On Invested Capital)

VSNFK:Vergi sonrası net faaliyet karı (NOPAT-Net Operating Profit After Taxes)

AHSSANG: Adi hisse senedi sahiplerine ait net gelir

VSFÖ: Vergi sonrası faiz ödemelerini ifade etmektedir.

Eğer firma hiç borç kullanmıyorsa yukarıdaki eşitlikte VSFÖ, sıfır olacaktır ve firmanın sermayesi de tamamıyla özsermayeden oluşacaktır. Bu durumda yukarıdaki eşitlik özsermaye getirisine eşit olacaktır.

$$\textbf{YSG (sıfır borç kullanımında)= Özsermaye Getirisi=}\frac{AHSSANG}{Özsermaye}$$

İşletme riski endüstriden endüstriye farklılık göstermekle birlikte aynı endüstrideki firmaların işletme riskleri de farklılık gösterebilmekte ve zaman içerisinde de değişikliğe uğrayabilmektedir (Brigham ve Houston, 2004, 598). Firmalarda işletme riskini doğuran faktörleri; talepteki değişkenlik, satış fiyatlarındaki değişkenlik, girdi maliyetlerindeki değişkenlik, girdi fiyatlarındaki değişikliklere bağlı olarak çıktı fiyatlarını ayarlama becerisi (piyasa gücü), yeni ürünlerin zamanında ve maliyet etkinliği amacıyla geliştirilme yeteneği, ürün çeşitliliğinin düzeyi, döviz kuru riski ve sabit maliyetlerin hacmi şeklinde sıralamak mümkündür (Brigham ve Houston, 2004, 600; Moyer, McGuigan ve Rao, 2007, 392).

Bir firmada işletme riski, firmanın faaliyetlerinde sabit maliyetleri kullanma hacmine bağlı olarak meydana gelmektedir. Firmaların faaliyetlerinde sabit maliyetleri kullanma düzeyi faaliyet kaldıracı olarak adlandırılmaktadır. Faaliyet kaldıracı satışlardaki değişime bağlı olarak Faiz ve Vergiden Önceki Kar'daki (FVÖK) artış ve azalışları göstermekte ve şu şekilde ifade edilebilmektedir (Ercan ve Ban, 2005, 247);

$$\textbf{Faaliyet Kaldıracı=}\frac{\Delta\%FVÖK}{\Delta\%SATISLAR}$$

Yukarıdaki gösterimin bir başka şekli ise şu şekildedir (Ercan ve Ban, 2005, 247);

$$\textbf{Faaliyet Kaldıracı=}1+\frac{SabitGiderler}{FVÖK}$$

Bu eşitlikte görüldüğü gibi FVÖK aynı kalmak koşuluyla sabit giderlerin artması faaliyet kaldıracını arttıracaktır. Eğer firmanın sabit giderleri sıfır veya sıfıra çok yakın ise faaliyet kaldıracı bir ya da bire çok yakın bir değer olacaktır. Dolayısıyla

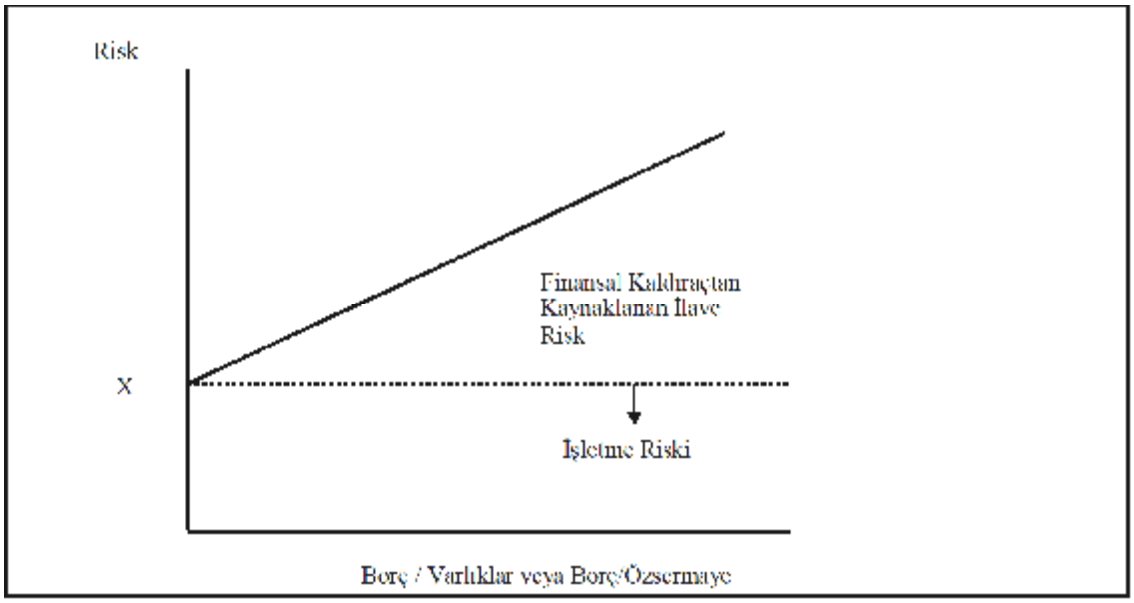
işletme riski çok düşük olacaktır. Ayrıca bir firmanın geliri ne kadar fazla ise, firmanın işletme riski o derece düşük olacaktır (Koller, Goedhart ve Wessels, 2005, 478). Maliyetler içindeki sabit maliyetlerin payı arttıkça firmanın faaliyet kaldıracı bir başka ifadeyle işletme riski de yükselmektedir. Finans literatüründe işletme riski ile firmanın borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Akhtar ve Oliver, 2005, 7). Firmanın işletme riski arttıkça optimal borç oranı da düşecektir (Brigham ve Houston, 2004, 597). Genel olarak işletme riskinin yüksek olduğu sektörlerde borç oranı düşük veya negatif gerçekleşmektedir (Myers, 2001, 83).

1.1.3. Finansal Risk ve Finansal Kaldıraç

Finansal risk, finansal kaldıraçtan yararlanmak amacıyla sermaye yapısının oluşumunda borç kullanan firmalarda ortaya çıkan ve hisse senedi sahipleri açısından işletme riskine eklenen ilave bir risk türüdür (Aydın ve diğerleri, 2004, 272). Finansal kaldıraç, firmanın sermaye yapısında sabit gider niteliğinde faiz yükü getiren menkul kıymetlerin (borç ve imtiyazlı hisse senetleri) kullanılma düzeyi (Brigham ve Houston, 2004, 605) ve faaliyet karındaki değişimin hisse başına kardaki (HBK) değişimi etkileme derecesi olarak ifade edilebilir (Ercan ve Ban, 2005, 248).

$$\textbf{Finansal Kaldıraç Derecesi}=\frac{\Delta\%HBK}{\Delta\%FVÖK}$$

Finansal risk sabit gider niteliğinde faiz yükü getiren bu menkul kıymetlerin kullanılması sonucu ortaya çıkmaktadır ve firmanın hisse başı karındaki değişkenliğin artmasına ve firmanın geri ödeme zorluğu ihtimalinin artmasına neden olabilmektedir (Brigham ve Houston, 2004, 605; Moyer, McGuigan ve Rao, 2007, 393). Borcun, sermaye yapısı içerisindeki payının artması firmanın sabit finansal maliyetlerini arttırmaktadır. Yüksek kaldıraç düzeylerinde; firmalar hem hissedarlarının gelirlerinde başarısızlığa uğrama riski ile karşı karşıya kalabilmekte hem de faiz ödemelerinde firmanın sıkıntı yaşaması durumu ortaya çıkabilmektedir (Arnold, 1998, 787). Bir firmanın sermaye yapısında hiç borç kullanılmamış ise başka bir ifade ile firma tamamen özsermaye ile finanse edilmiş ise o firmada finansal risk olmayacaktır.



Şekil 1.3. İşletme Riski ve Finansal Risk

Kaynak: (Aydın ve diğerleri, 2004, 272).

Yukarıdaki şekilde firmaların işletme ve finansal risklerinin yapısı gösterilmiştir. Şekilde gösterilen işletme riski, firmanın faaliyet alanı içinde başarılı olup olmamasının taşıdığı belirsizliktir. Finansal risk ise firmanın sermaye yapısında borçlanmaya yer vermesi ile adi hisse senedi sahiplerinin yüklenmiş oldukları ilave risktir. Şekilde ilave olarak yüklenilen finansal risk "X" seviyesinde başlamaktadır.

1.1.4. Finansal Sıkıntı, İflas ve Temsilcilik Maliyetleri

Firmalarda borç kullanım düzeyini sınırlandıran önemli faktörlerden biri iflas maliyetleridir. Finansal sıkıntı maliyetleri, firmanın finansal sıkıntıya girme ihtimali ile finansal sıkıntının oluşması halinde meydana gelen maliyetlere dayanmaktadır. Finansal sıkıntı maliyetleri, firmaların kredi verenlerin isteklerini karşılayamaması durumunda ortaya çıkmaktadır (Grundströmer ve Gustafsson, 2007, 25). Bir başka ifadeyle finansal sıkıntı, firmaya borç verenlere olan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde zorluk yaşanması veya yükümlülüklerin yerine getirilememesi durumudur. Bu durumun daha ileriye gitmesi iflas sorununu ortaya çıkaracaktır. Finansal sıkıntı maliyetlerinin oluşma riski, borç düzeyinin yükselmesi sonucunda oluşan vergi avantajı neticesinde firma değerine olan olumlu etkiyi ortadan kaldırabilmekte ve firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir (Arnold, 1998, 798; Emery ve Finnerty, 1997, 479). Bir başka ifadeyle borç/özsermaye oranı yükseldikçe firmanın kendisine borç verenlere olan

yükümlülüklerini yerine getirememe ihtimali de yükselmektedir. Bu ihtimal oluştuğunda firma varlıklarının sahipliği hissedarlardan, borç verenlere transfer olmaktadır. İlke olarak firmada varlıkların değeri borçların değerine eşit olduğunda iflas durumu gerçekleşmektedir. Böyle bir durumda özsermayenin değeri sıfır olmakta ve firmanın kontrolü hissedarlardan borç verenlere geçmektedir (Ross, Westerfield ve Jordan, 2002, 611).

Literatürde sermaye yapısını etkileyen iflas maliyetleri doğrudan ve dolaylı maliyetler olmak üzere iki kategoriye ayrılmaktadır. Doğrudan maliyetler, firmanın iflas etme durumunda oluşan veya firmanın varlıkları üzerinde davacı olma durumunda meydana gelen mahkeme masrafları, avukat ve muhasebeci ücretleri ve yönetimin harcadığı zamanı içermektedir. İflas maliyetleri firma çok ciddi finansal sıkıntı içerisine girince meydana gelmektedir. Dolaylı iflas maliyetleri ise iflas durumundaki firmanın iflas durumu nedeniyle pazar payını kaybetmesi ile kısa vadeli bakış açısından kaynaklanan maliyetlerdir. İflas maliyetleri firmanın rekabet gücünü azaltmaktadır. Çünkü iflas maliyetleri nedeniyle firmaya ürün sağlayan firmalar finansal sıkıntı içerisindeki firmayla çalışmak istemeyecek veya uyguladıkları kredi standartlarını yükselteceklerdir. Ayrıca firmanın müşterileri, başka firmalardan alışveriş yapmaya başlayacaklar ve firmanın satış gelirleri azalacaktır. Buna ek olarak firmanın mevcut çalışanları ile potansiyel çalışanların verimlilikleri işsiz kalma korkusu sonucunda düşecek, firmayla çalışmak istemeyecekler ve firma açısından değerli personel kaybedilecektir. Bununla birlikte, yüksek finansal kaldıraca sahip ve finansal sıkıntı ihtimali içinde olan firmalar, yatırım fırsatlarını gözardı edebilmekte ve/veya araştırma geliştirme harcamaları için hazırladıkları bütçeleri küçültme eğiliminde olmaktadırlar. Bu durum, söz konusu firmaların önemli değer yaratma fırsatlarını kaybetmelerine neden olabilmektedir (Branch, 2002; Koller, Goedhart ve Wessels, 2005, 477; Ehrhardt ve Brigham, 2006, 454). Finansal sıkıntı maliyetlerinin doğrudan ve dolaylı etkileri aşağıdaki Tablo 1.1.'de özetlenmiştir.

Kaldıraç oranının yükselmesiyle finansal sıkıntı riski yükselmekte ve hissedarlar ile borç verenler artan riskin karşılığında yüksek bir getiri talep etmektedirler. Dolayısıyla borcun maliyeti ve özkaynak maliyeti artmaktadır. Düşük borç düzeylerinde sermayenin maliyeti ucuzdur çünkü vergi sonrası borç maliyeti düşüktür. Kaldıraç

düzeyi yükseldikçe yatırımcılar finansal sıkıntı riskinden daha fazla endişe duyacaklar ve bu nedenle beklenen getiri oranı yükselecektir (Arnold, 1998, 798).

Tablo 1.1. Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Dolaylı Finansal Sıkıntı Maliyetleri	Doğrudan Finansal Sıkıntı Maliyetleri
* Müşterilerin zihninde firmanın satışları, karları ve itibarlarını kaybedeceklerine dair belirsizliğin oluşması.	* Avukat ücretleri
* Hammadde sağlayanların zihninde firmanın girdi kaybı ve daha pahalı ticari işlemler gerçekleştirmesine dair belirsizliğin oluşması	* Muhasebecilere ödenen ücretler
* Firma varlıklarının çok düşük fiyatlara satılması	*Mahkeme masrafları
* Ertelemeler, yasal cezalar ve finansal yeniden yapılanmada yaşanan karışıklıklar yönetimin davranışlarını kısıtlamakta ve faaliyetlerin etkin bir şekilde devam etmesini engellemektedir.	* Yönetimin harcadığı zaman
* Yönetim, AR&GE, eğitim harcamalarını keserek ve ticari kredi ve stok düzeylerini azaltarak kısa vadeli likiditeye aşırı önem verebilir.	
* Daha fazla nakit sağlamak amacıyla başarılı bir işletmenin veya yatırımın satılmasına neden olabilmektedir.	
* Çalışanlarda moral kaybına yol açmakta ve çalışanların alternatif iş olanaklarını araştırmalarına neden olabilmektedir.	
* Nakit düzeyini korumak amacıyla firmanın müşterilerine tanıyacağı kredili satış şartlarını sıkılaştırmaktadır. Bu durum firmanın pazarlama gücünü olumsuz etkileyebilmektedir.	

Kaynak: (Arnold, 1998, 797).

Firmalarda borcun aşırı kullanımı yöneticileri iki şekilde hareket etmeye yönlendirmektedir. İlk olarak eğer firma açısından her şey yolunda ise yöneticiler nakit akımlarını kendi çıkarları doğrultusunda gereksiz yere harcayabilmektedirler ki bu durum finans literatüründe temsilcilik maliyeti olarak ifade edilmektedir. Firmaya fon sağlayanlar firmayı aktif olarak yönetemezler. Bunun yerine yönetici adı verilen temsilcilerle firmayı yönetirler. Bu temsilciler ise genellikle aynı anda hissedar ve borç verenlerin çıkarları doğrultusunda hareket edemezler. Örneğin firma yönetimi hissedarların servetini maksimize etme amacıyla hareket ettiklerinde borç verenler bu durumdan rahatsızlık duyabilmektedirler. Çünkü sahiplerin potansiyel faydasına olan faaliyetler borç verenler açısından gider unsuru olabilmektedir (Arnold, 1998, 799).

İflas riskinin yükselmesi yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda yaptıkları gereksiz harcamaların azalmasına neden olabilmekte ve firmanın serbest nakit akımları yükselebilmektedir. Borcun fazla kullanımı sonucunda iflas riskinin artması, yöneticilerin kendilerini güven altına almadıkları sürece pozitif net bugünkü değere

sahip projeleri gözardı etmelerine neden olabilmektedir. Bu sorun temsilcilik maliyetinin diğer bir türüdür ve yetersiz yatırım (underinvestment problem) sorunu olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla firmanın hedef sermaye yapısı birleşimi, borcun vadesi ve herhangi bir anda kullanılacak özel finansal kaynakların tür ve ağırlıkları ile ilgili aldığı sermaye yapısı kararları, firma açısından büyük önem arz etmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 454-455).

1.2. Sermaye Yapısı Teorileri

Sermaye yapısı teorileri firmalarda borç/özkaynak birleşiminin nasıl olması gerektiği ve hangi değişkenlerden etkilendiğini açıklamaya yöneliktir. Bunlardan klasik sermaye yapısı teorileri büyük ölçüde borç/özkaynak birleşimini değiştirmek suretiyle firma değerini değiştirmenin mümkün olup olmadığını açıklamaya çalışan teorilerdir. Modern sermaye yapısı teorileri ise firmalarda sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri saptamaya yönelik olarak geliştirilmiş teorilerdir. Bu bağlamda firmalarda sermaye yapısı davranışlarını açıklayan teorileri klasik sermaye yapısı teorileri ve modern (yeni) sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki grupta incelemek mümkündür. Bu teorilerin dışında son yıllarda gerçekleştirilen uygulamalı çalışmalar neticesinde ortaya çıkarılan ancak henüz sermaye yapısı teorisi olarak kabul edilmeyen yeni yaklaşımlarda mevcuttur.

1.2.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

Klasik sermaye yapısı teorileri, sermaye yapısı ile sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkileri açıklamaya çalışan teorilerdir. Sermaye yapısıyla ilgili bu teorilere geçmeden önce yapılacak incelemelerin ve kuramsal açıklamaların dayandığı temel varsayımları şu şekilde özetlemek mümkündür (Van Horne,1971, 201);

1) Yapılacak inceleme ve kuramsal açıklamalarda gelir vergisinin olmadığı varsayılmaktadır.

2) Bir firmanın borç/özsermaye oranı, özsermayeyi azaltmak için borçlanarak, ya da borcu azaltmak için özsermayeyi artırarak değiştirilmektedir. Sermaye yapısındaki bu değişmeler zaman almamakta ve firmaya ilave masraf yüklememektedir.

3) Firma, gelirlerinin tamamını karpayı olarak dağıtmaktadır. Böylelikle karpayı politikasını analize dahil etmeye gerek kalmamaktadır.

4) Pazardaki bütün yatırımcılar için, her firmanın gelecekte beklenen faaliyet gelirlerinin subjektif olasılık dağılımlarının beklenen değerleri aynıdır.

5) Firmanın faaliyet gelirinin büyüyemeyeceği beklenmektedir. Bütün gelecekteki dönemler için, beklenen gelirlerin olasılık dağılımlarının beklenen değerleri, şimdiki faaliyet gelirleri ile aynıdır.

6) Bir ya da daha fazla yatırım tekliflerinin kabul edilmesi firmanın toplam işletme risk bileşimini değiştirmemektedir. Yani işletme riskinin sabit kaldığı kabul edilmektedir.

1.2.1.1. Net Gelir Teorisi

David Durand, bir firmanın kazançlarının değerlemesinde net gelir ve net faaliyet geliri teorilerini geliştirmiştir. Bu teoriler, kaldıraç düzeylerine göre firmaların değerlemesini yapmaya çalışmaktadır. Net gelir teorisine göre bir firma, kaldıraç düzeyini artırarak sermaye maliyetini azaltmakta ve firma değerini arttırabilmekte dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltebilmektedir (Van Horne, 1971, 202-203-204). Firma kaldıraç düzeyini yükseltse de yatırımcıların ve kredi veren kurumların gözünde riskli hale gelmemektedir. Bu bağlamda borç maliyeti ile özsermaye maliyeti arasındaki fark ne kadar büyük ve borç oranı toplam kaynaklar içinde ne kadar fazla olursa firmanın değeri de o kadar fazla olacaktır. Çünkü net gelir teorisi, bir firmanın sermaye maliyetinin belirlenmesinde borcun kaldıraç derecesini en fazla dikkate alan teoridir. Net gelir teorisi geçerliliği tartışabilir iki kritik varsayıma dayanmaktadır (Akgüç, 1998, 488);

- Borçlanma maliyeti, özkaynak maliyetinden daha düşüktür.
- Borçlanma maliyeti ile özkaynak maliyeti, firmanın farklı sermaye yapıları için sabittir.

Bir firma sermaye yapısı içerisinde daha az maliyetli olan yabancı kaynağa daha fazla yer vererek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebilecektir. Optimal sermaye yapısı firmanın sermaye maliyetini en düşük düzeye indiren bunun karşılığında

toplam değerini en yükseğe çıkaracak sermaye yapısıdır. Bu yapıda her bir hisse senedinin piyasa değeri maksimum olacaktır.

Net gelir teorisinde borçlanmanın firmanın finansal riskini arttıracağı ve bunun sonucunda yeni borçlanmaların maliyetinin yükseleceği ve dolayısıyla özsermaye sahiplerinin de daha yüksek bir getiri isteyecekleri gözardı edilmektedir (Aydın ve diğerleri, 2004, 277).

1.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi

Bu teoriye göre bir firmanın değeri, net faaliyet gelirlerinin sabit bir ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugüne indirgenmesi ile bulunur. Bu yaklaşımın temel varsayımı, farklı sermaye yapıları için ortalama sermaye maliyetinin sabit kalmasıdır. Dolayısıyla sermaye yapısının firma değeri üzerine etkisi yoktur. Başka bir anlatımla firma finansmanda borçlanma yoluna ne ölçüde başvurursa vursun, hisse senetlerinin değeri bundan etkilenmeyecektir (Türko, 1999, 498).

Bu teoriye göre özkaynak maliyeti kaldıraç düzeyi arttıkça yükselmesine rağmen daha ucuz olan yabancı kaynak kullanımı sonucunda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bütün kaldıraç düzeylerinde sabit kalmaktadır. Firma kaldıraç düzeyini arttırdığında daha riskli konuma gelmekte ve yatırımcılar hisse senetlerinde kapitalizasyon oranını yükselterek firmayı cezalandırmaktadır. Dolayısıyla özsermaye maliyeti kaldıraç oranının doğrusal bir fonksiyonudur. Bu teoride firmanın sermaye maliyeti kaldıraç düzeyine göre değişmediği için firma açısından optimal sermaye yapısı yoktur. Her bir hisse senedinin piyasa fiyatı kaldıraca bağlı olarak değişmediği için bütün sermaye yapıları optimaldir (Van Horne, 1971, 206).

1.2.1.3. Geleneksel Teori

Geleneksel teoriye göre bir firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. Bu teori, özsermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğunu kabul eder. Çünkü ortak firmaya koyduğu sermayeyi daha riskli gördüğünden, normal faiz oranının üzerinde sermayesine bir verim (kar payı) isteyecektir. Bununla beraber, borç faizleri vergi matrahından düşüldüğünden firma bir vergi tasarrufu sağlamakta, böylece borcun

net maliyeti firma için daha da düşmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşım, borç / özkaynak oranını artırmanın, özkaynak maliyetini yükseltmesine rağmen kaldıraç etkisini artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebileceğini ve piyasa değerini yükseltebileceğini kabul eder. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu sermaye yapısı firmanın optimal sermaye yapısı olmaktadır. Optimal sermaye yapısında firmanın kullandığı yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti ile özsermayenin reel marjinal maliyeti birbirine eşittir. Firma optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce yabancı kaynak kullanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Bu noktadan sonra borçlanmaya devam edilirse, hem borçlanma maliyeti hem de özkaynak maliyeti yükseleceğinden, firmanın ortalama sermaye maliyeti de yükselmeye başlayacak ve firma değeri düşecektir. Çünkü borç artışından sonra firmanın sermaye yapısı riskli hale gelmekte, ortaklar artan bu finansal riski karşılayabilecek şekilde yatırımlarından daha yüksek bir kar payı istemeye başlayacaklardır. Ayrıca firmanın sermaye yapısına daha fazla borcun eklenmesi borç/özsermaye oranını kritik bir noktaya getirecek ve firmaya borç verenler, borç yükünün yarattığı risklerini karşılamak üzere, dolaylı ve dolaysız bir şekilde faiz oranını yükseltebileceklerdir. Borç verenlerin bu tutumu borç maliyetinin de yükselmesine neden olur (Türko, 1999, 507; Yanık ve Şenel, 2003, 29; Ceylan, 2000, 188).

Geleneksel teoride sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firma değeri arasındaki ilişkiler konusunda farklı çeşitlemeler bulunmaktadır. Bu çeşitlemelerden bir tanesine göre özsermaye maliyeti, eğimi gittikçe artan bir eğri şeklindedir. Yabancı kaynak maliyeti ise belirli bir kaldıraç oranına kadar sabittir, ancak bu belirli nokta aşıldığında yabancı kaynak maliyeti de yükselmeye başlayacaktır. Yabancı kaynak maliyeti, özsermaye maliyetinden genellikle daha düşük olduğundan, firma belirli bir noktaya kadar ucuz yabancı kaynak kullanmak yoluyla ortalama sermaye maliyetini azaltabilir. Ancak bir firma sınırsız bir şekilde borçlanarak ortalama sermaye maliyetini azaltamaz. Kaldıraç oranı belirli bir düzeyi aştıktan sonra yabancı kaynak maliyeti yükselecek ve bu nedenle ortalama sermaye maliyeti de artacaktır (Akgüç, 1998, 493-494).

Geleneksel teorinin ikinci çeşitlemesine göre, firma borçlanmaya başlayınca öz sermaye maliyeti hemen yükselmez, ancak firmanın finansman riski belli bir düzeye ulaştıktan sonra artar. Bu kritik noktaya kadar öz sermaye maliyeti de sabittir. Kritik nokta aşıldıktan sonra firmanın finansman riskinin artması, hisse senedi sahiplerinin

beklentilerini arttırır ve özsermaye maliyeti yükselir. Geleneksel teorinin bu ikinci çeşitlemesi bir firmanın yabancı kaynak kullanması yoluyla ortalama sermaye maliyetini önemli ölçüde düşüreceğini ileri sürmektedir (Akgüç, 1998, 494).

Geleneksel teorinin üçüncü çeşitlemesine göre firma belirli bir sınır içinde kalmak koşuluyla farklı sermaye yapıları ile sermaye maliyetini en düşük düzeye indirebileceği gibi piyasa değerini en yüksek düzeye çıkarabilir. Burada firmanın tek bir optimal sermaye yapısı yoktur.

Geleneksel teoriye göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti önce azalmakta ve daha sonra artmaktadır. AOSM'nin en düşük olduğu nokta geleneksel teoriye göre optimal sermaye yapısıdır.

1.2.1.4. Modigliani ve Miller Teorisi

Firmaların sermaye yapısı kararları finansal iktisatçılar olan Modigliani ve Miller'in (MM) 1958 ve daha sonra 1963 yılında gerçekleştirdikleri çalışmalar ile ilk defa ciddi bir teorik analiz yapılarak incelenmiştir (Arnold, 1998, 791). MM, oldukça sınırlayıcı varsayımlar altında firma değerinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bir başka ifadeyle firmanın faaliyetlerinin nasıl finanse edildiği önemli değildir, çünkü sermaye yapısı firma değeriyle ilgisizdir (Brigham ve Houston, 2004, 617). Firmada borçlanma kararları sonucunda borcun payının yükselmesi özsermaye maliyetinin yükselmesine neden olacak ve bu durum AOSM'nin sabit olmasını sağlayacaktır. AOSM sabit ise firmanın değerini etkileyecek tek faktör firmanın faaliyetlerinden yaratılan nakit akımları olacaktır. Dolayısıyla MM'e göre sermaye yapısı firmanın değeriyle ilgisizdir. Firmalar sadece iyi yatırım kararları verdikleri zaman hissedarlarının refahını arttırabilirler (Arnold, 1998, 791). MM, sözkonusu modellerini oluştururken kabul ettikleri varsayımlar ise aşağıda sıralanmaktadır (Moyer, Mcguigan ve Kretlow, 1995, 498; Ehrhardt ve Eugene, 2006, 461; Brigham ve Gapenski, 1991, 446-447);

1) Menkul kıymetlerin alım ve satımında komisyon ve işlem maliyetleri yoktur,
2) Vergi yoktur,
3) İflas maliyetleri bulunmamaktadır,

4) Bütün yatırımcılar aynı orandan borç verip ve borç alabilmektedirler,
5) Bütün yatırımcılar firmanın gelecekteki yatırım fırsatları hakkında aynı bilgiye herhangi bir maliyete katlanmadan sahip olmaktadırlar,
6) FVÖK, borç kullanımından etkilenmemektedir,
7) Piyasada yeterli düzeyde alıcı ve satıcı bulunmaktadır. Dolayısıyla tek başına bir yatırımcı menkul kıymetin fiyatını etkileyememektedir.
8) Firmalar eş risk düzeylerine göre gruplara ayrılabilir. Aynı risk grubuna giren firmaların işletme riski aynıdır.

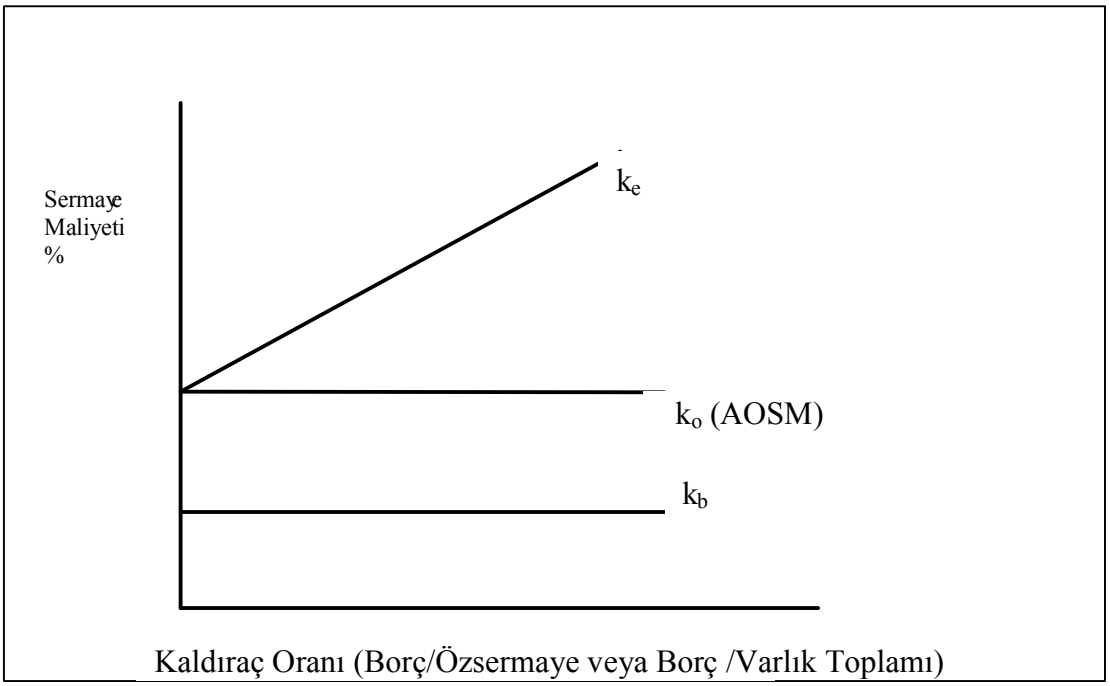
Bu varsayımlar doğrultusunda MM, sermaye yapısı ve firma değeri ile ilgili olarak şu üç önermeyi gerçekleştirmişlerdir;

1. Önerme: Bir firmanın toplam piyasa değeri firmanın sermaye yapısından bağımsızdır.

Bir firmanın toplam piyasa değeri, firmanın gelecekte elde edeceği beklenen net faaliyet gelirlerinin, firmanın risk kategorisine göre saptanmış uygun iskonto oranı ile indirgenmiş net şimdiki değeridir ve firmanın sermaye yapısından bağımsızdır (Megginson ve Smart, 2006, 505). Bir firma açısından değer şu şekilde hesaplanmaktadır (Arnold, 1998, 791);

$$\mathbf{V}=\frac{Gelir}{AOSM}$$

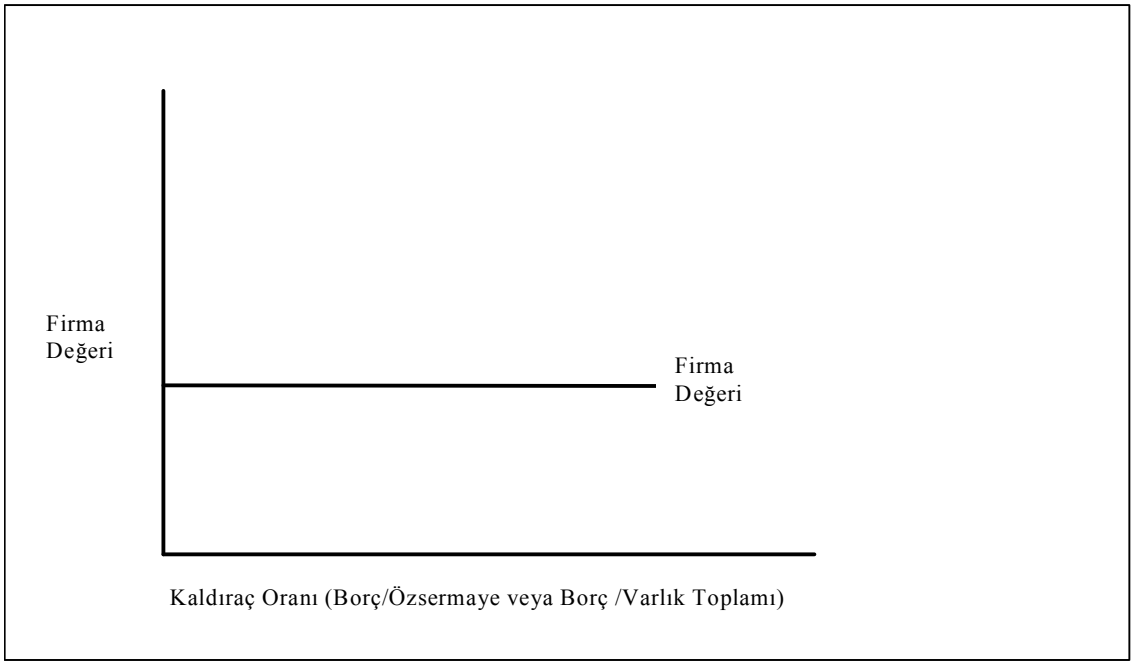
Burada AOSM değeri, ucuz maliyetli borç kullanımının, özsermaye maliyetini arttırması sonucunda sabittir. Dolayısıyla hissedar değeri finansal kaldıracın yükseltilmesi veya düşürülmesinden bağımsızdır (Arnold, 1998, 791). MM'in 1.önermesi, yöneticilerin firmaların piyasa değerlerini firmaların sermaye yapısını değiştirerek arttırmalarının veya azaltmalarının mümkün olmadığını vurgulamaktadır ve önerme sermaye yapısı ilintisizliği teoremi olarak ifade edilmektedir (Grundströmer ve Gustafsson, 2007, 16). MM'in verginin olmadığı durumda oluşturdukları bu modeldeki borç maliyeti, özsermaye maliyeti ve AOSM'nin seyri aşağıdaki şekilde verilmektedir (Megginson ve Smart, 2006, 507);



Şekil 1.4. MM'in Vergisiz Modelindeki Borç - Özsermaye Maliyeti ile AOSM'nin Gelişimi

Kaynak: (Megginson ve Smart, 2006, 507).

MM'in verginin olmadığı durumda oluşturdukları bu modeldeki firma değerinin oluşumu ise Şekil 1.5.'de verilmektedir (Arnold, 1978, 793);



Şekil 1.5. MM'in Verginin Olmadığı 1. Önermelerinde Firma Değerinin Seyri

Kaynak: (Arnold, 1998, 793).

2. Önerme: Beklenen Özsermaye Getirisi Kaldıraç Oranıyla Orantılı Olarak Yükselmektedir.

Firmanın daha fazla borçlanması sonucu firmanın finansman riski de artacağından, firmanın ortakları kendi gelirlerini artan finansman riskinden korumak için daha yüksek bir kar payı beklerler. Dolayısıyla kaldıraçlı bir firma hissedarlarına finansal risk nedeniyle ilave bir risk primi ödeyecektir. Bu durum özsermaye maliyetini arttıracak ve ucuz borcun AOSM'ni düşürme avantajı ortadan kalkacaktır (Akgüç, 1998, 497; Arnold, 1998, 794).

3. Önerme: Yeni projelerin getirisinin kesim noktası kaldıraçtan bağımsız olan sabit AOSM'tine eşittir.

Finanslama kararlarından bağımsız olarak sermayenin marjinal maliyeti sermayenin ortalama maliyetine eşittir. Bir başka ifadeyle yatırımın kesim noktası bütün durumlarda kapitalizasyon oranına eşittir ve yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır (Akgüç, 1998, 497; Arnold, 1998, 794).

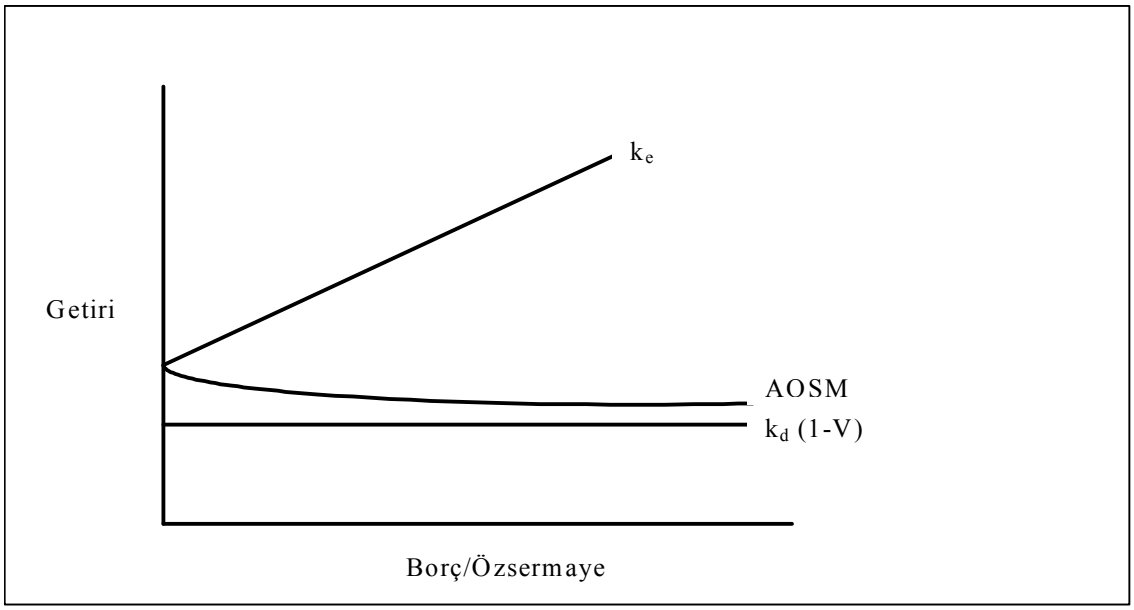
MM'in 1958 yılında yaptıkları çalışmada sunulan varsayımlar gerçek dünyadan oldukça farklı durumdadır. Bu farklardan en önemli olanı firmaların ve bireylerin vergi ödemek zorunda olmalarıdır (Arnold, 1998, 795). MM, 1963 yılında yayınladıkları ikinci makalede ise firma vergileriyle ilgili varsayımlarını esnetmişlerdir. Bu durumda faiz ödemeleri gider olarak indirilebilmekte ancak karpayı ödemeleri vergiye tabi gelirden indirilememektedir. Söz konusu vergi tasarrufu, borçla sağlanan sermayenin maliyetini düşürmektedir. Dolayısıyla vergi etkisi, firmaların sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermelerini teşvik etmektedir. Böylelikle faiz ödemeleri, firmanın ödediği vergilerden indirilebilmektedir. Buna bağlı olarak firmada, hissedarlarına yönelik daha fazla nakit akımı yaratabilmektedir. Firma vergilendirilebilir kara sahip olduğu sürece her birim borç kullanımı sonucunda firmanın AOSM düşecektir. Bu durumda daha fazla borç kullanmak avantajlıdır. Bu doğrultuda firmanın AOSM'nin en düşük ve firma değerinin en yüksek olduğu nokta firmanın tamamen borçla finanse olduğu noktadır. Firmada daha fazla borç kullanılması sonucunda özsermaye maliyeti de yükselmektedir. Ancak vergilerin olmadığı durumdan daha yavaş yükselmektedir. Dolayısıyla firma vergileriyle ilgili varsayımlar göz önüne alındığında borçlanma

AOSM'ni düşürmekte ve firma değerini yükseltmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2004, 463).

$$V_L = V_U + TD$$

Burada;
V_L= Kaldıraçlı firmanın değerini,
V_U= Kaldıraçsız firmanın değerini,
T= Firmanın vergi oranını,
D=Borç miktarını ifade etmektedir.

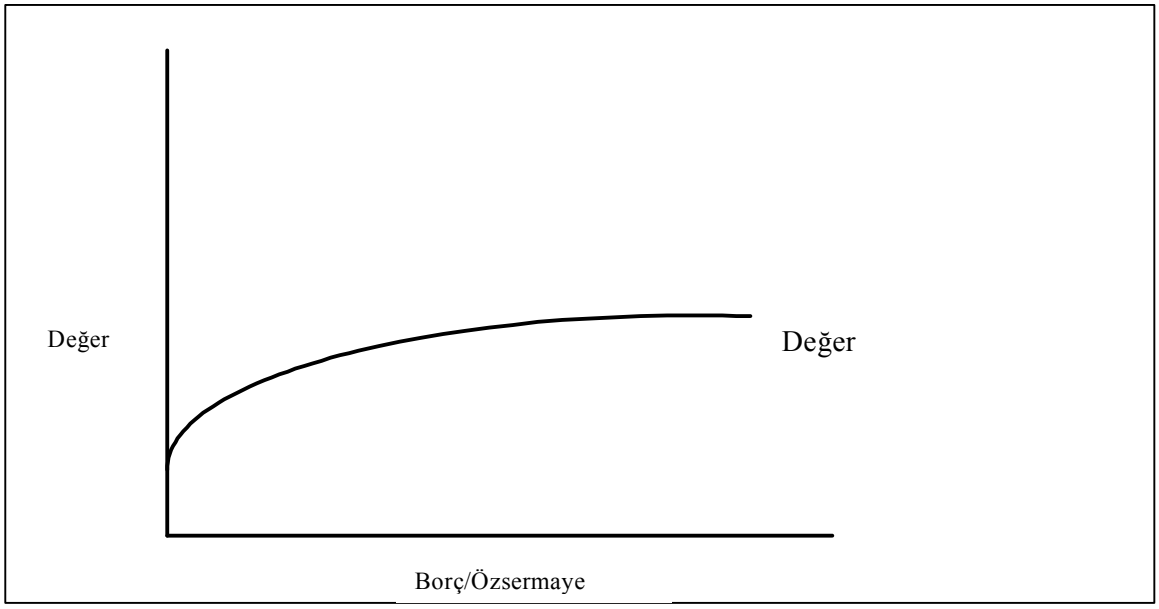
Borcun vergi avantajının kabul edilmesi optimal sermaye teorisinin temellerinin atılmasını mümkün kılmıştır (Kula, 2001, 41; Akmut ve Sarıaslan, 1999, 241; Arnold, 1998, 795). Vergi unsuru göz önüne alındığında oluşturulan modelde borç maliyetinin, özsermaye maliyetinin ve AOSM'nin oluşumu aşağıdaki şekilde verilmektedir.



Şekil 1.6. MM'in Verginin Olduğu Modelindeki Borç Maliyeti, Özsermaye Maliyeti ve AOSM'nin Gelişimi

Kaynak: (Arnold, 1998, 795).

Vergi unsuru dikkate alındığında firmanın değeri ise aşağıdaki Şekil 1.7.'deki gibi gelişecektir.



Şekil 1.7. MM'in Verginin Olduğu Modelinde Firma Değerinin Seyri

Kaynak: (Arnold, 1998, 796).

MM'e göre aynı risk grubunda yer alan ve net faaliyet karı birbirine eşit olan firmalardan biri finansman bileşimini değiştirerek piyasa değerini yükseltemez. MM'in bu görüşleri, sermaye piyasasında arbitraj yapılması olanağına dayanmaktadır. Yani yatırımcıların portföylerinde bulunan hisseleri satarak yerlerine kendi açılarından daha avantajlı hisse senetlerini alma olanağı, net faaliyet karları eşit ve aynı risk grubuna giren firmaların piyasa değerlerinin birbirinden farklı olmasını önler. MM'in sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkiler konusundaki görüşleri, dayanılan varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle eleştiriye uğramakta, özellikle sermaye piyasasında arbitrajın, MM'in savunduğu şekilde gerçekleşmeyeceği ileri sürülmektedir. MM yaklaşımına karşı olan görüşler özellikle şu hususları ileri sürmektedirler (Akgüç, 1998, 498-499; Türko, 1999, 512-513);

a) Sermaye piyasalarında tam rekabet şartları tümüyle geçerli değildir. Hisse senetleriyle ilgili her türlü bilgiyi hiçbir gidere katlanmaksızın anında elde etmek mümkün değildir. Alım-satım işlemlerinin bir maliyeti vardır. Bu durum arbitrajı sınırlar.

b) Sermaye piyasalarında arbitrajı sınırlayan ve engelleyen kurumlarla ilgili etmenler de vardır. Sermaye piyasasına önemli kaynak sağlayan tasarruf kurumları

derhal arbitraj işlemlerine girişemezler. Bu kurumların portföyünde arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktiren bürokratik engeller vardır.

c) Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetlerinin büyük ve küçük firmalar için farklı olmasına yol açar. Bu durum finansal kaldıraçtan yararlanan bir firmanın, kaldıraçtan yararlanmayan veya daha az yararlanan firmalardan daha yüksek bir değere sahip olmasına yol açabilir.

d) MM'e göre, firmaların iflası halinde varlıklar hiçbir tasfiye masrafına katlanmaksızın ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilebilmektedir. Ancak bu durum sadece tam rekabet koşulları altında çalışan sermaye piyasalarında gerçekleşmektedir. Normal piyasa şartları altında varlıkların ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilmeleri mümkün olmadığı gibi, tasfiye masrafları da işe karışmaktadır. Ayrıca iflas olasılığı dikkate alınınca, sermaye yapısında borca yer veren firma, vermeyene oranla daha fazla iflas olasılığı ile karşı karşıyadır. Bu nedenle borç/özsermaye oranı belli bir düzeyi aştığında firma daha yüksek sermaye maliyetine ve daha düşük piyasa diğerine sahip olacaktır.

1.2.1.5. Miller Teorisi

MM'in ulaştıkları sonuçlar, yıllar sonra Miller'in 1977 yılında yayınladığı "Borç ve Vergiler" başlıklı makalesinde gelir vergilerinin etkisini ortaya koyarak değişikliğe uğramıştır. Bu yaklaşıma göre, tahvillerden sağlanan gelir genel olarak faiz geliridir ve kişisel gelir olarak vergilendirilmektedir. Hisse senetlerinden elde edilen gelir ise genellikle karpayı ve kısmen de sermaye kazancı ile sağlanmaktadır. Miller, bütün borç senetlerinden sağlanan gelirin genel olarak faiz geliri olduğunu ve kişisel gelir vergisi olarak hisse senedinden sağlanan gelirlere göre daha yüksek vergi oranlarıyla vergilendirildiğini ifade etmiştir. Bir başka ifadeyle uzun vadeli sermaye kazançları, tahvil faiz gelirlerine göre daha düşük oranlarda vergilendirilmekte ve hisse senedi satılıncaya ve gelir elde edilinceye kadar vergi ertelenmektedir. Hisse senedi getirileri, borç gelirlerine göre daha düşük efektif oranlarda vergilendirilmektedir. Borçla finansmanın faiz ödemelerinin vergiden indirgenmesi gibi bir avantajı vardır. Ancak hisse senedinden beklenen getiri oranının daha düşük olması sonucunda hisse senedinden sağlanan gelirin vergi avantajı daha fazla olmaktadır. Bu nedenle özsermaye ile finansman daha avantajlı bir konumdadır (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 463-464; Brigham ve Houston, 2004, 618-619).

Miller, firma ve kişisel vergilerin net etkisini şu şekilde formüle etmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 464);

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_S)}{(1-T_d)}\right] D$$

Burada;

T_c= Firma vergi oranını
T_s= Hisse senedi gelirleri üzerinden uygulanan kişisel vergi oranını
T_d= Borçtan sağlanan gelir üzerine uygulanan vergi oranını
V_L= Kaldıraçlı firmanın değerini
V_U= Kaldıraçsız firmanın değerini
D = Borcun pazar değerini ifade etmektedir.

Miller'e göre, hisse senedi ve borca uygulanan marjinal vergi oranı yukarıdaki eşitlikte köşeli parantez içini sıfıra eşitlemektedir ve dolayısıyla V_L=V_U olmaktadır.

1.2.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

MM'in 1958 ve 1963 yıllarında gerçekleştirdikleri çalışmalarda sermaye yapısı ve firma değeri ile ilgili ortaya koydukları önermeler daha sonra birbirinin alternatifi konumundaki sermaye yapısı teorilerinin temelini oluşturmuştur. Modern sermaye teorileri olarak da adlandırabileceğimiz bu teorilerde firmaların sermaye yapısı kararlarını ve finansman tercihlerini etkileyen değişkenler belirlenmeye çalışılmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde söz konusu sermaye yapısı teorileri açıklanmaya çalışılmaktadır.

1.2.2.1. Dengeleme Teorisi

MM, sermaye yapısıyla ilgili düşüncelerini öne sürerken kabul ettikleri ancak gerçekçi olmayan varsayımlardan bir tanesi de iflas maliyetlerinin olmamasıdır. Gerçekte ise iflas, oldukça maliyetli olabilmektedir. İflas durumundaki firmalar çok yüksek giderlere katlanmaktadırlar ve müşterilerini, işgörenlerini ve kendilerine girdi sağlayan firmaları kaybedebilmektedirler. Buna ilave olarak iflas, firmaları sahip oldukları varlıklarını, olması gereken değerinden daha düşük tutarlara satmalarına zorlamaktadır. İflasla ilgili problemler, firmanın sermaye yapısındaki borç düzeyi yükseldikçe artmaktadır. Bu nedenle iflas maliyetleri, firmanın sermaye yapısında fazla

düzeyde borç kullanmasına engel olmaktadır. Dolayısıyla yüksek faaliyet kaldıracına ve bu nedenle yüksek işletme riskine sahip firmalar finansal kaldıraç kullanımını sınırlandırmalıdırlar. Finansal sıkıntı oluşması durumunda yüksek maliyetle karşılaşacak firmaların çok fazla borç kullanmamaları gerekmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 464).

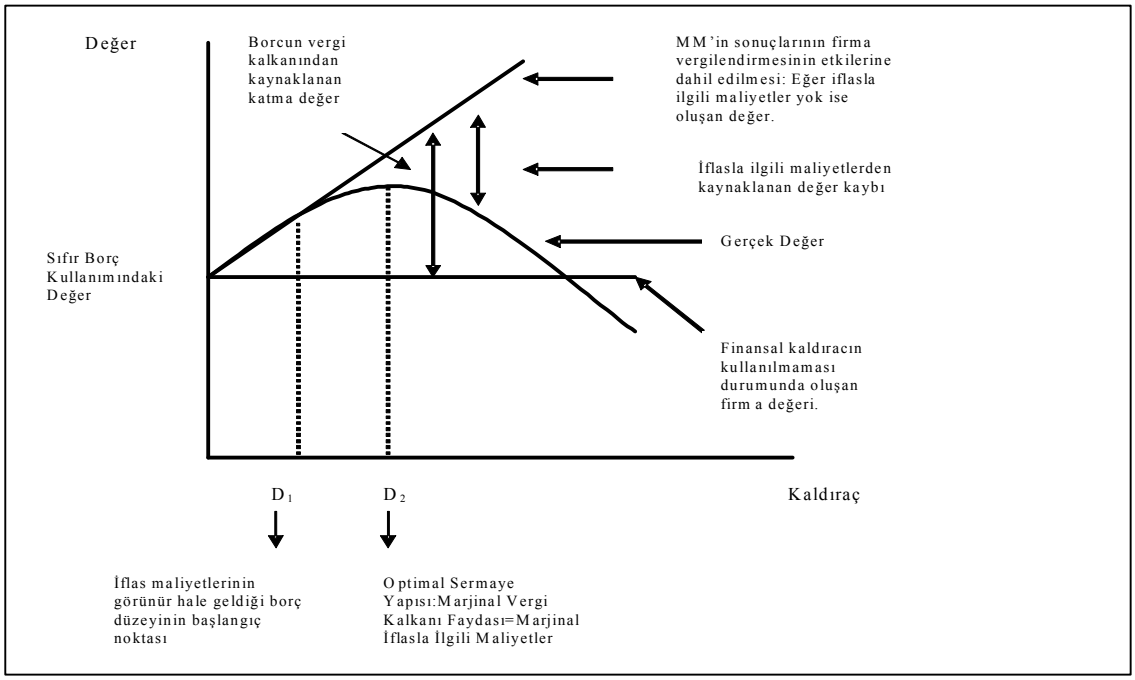
İşte yukarıda ifade edilen ve borçlanmadan kaynaklanan maliyetler ve vergi avantajları sonucunda dengeleme teorisi geliştirilmiştir. Bir başka ifadeyle dengeleme teorisinin orijinal şekli, MM'in sermaye yapısı teoremi üzerinde yapılan tartışmalar sonucunda ilk defa Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilmiştir. Dengeleme teorisi kavramı, farklı finansçılar tarafından ilişkili teorileri açıklamada kullanılan bir terimdir. Bu teorilerde karar verici firma açısından alternatif kaldıraç kararlarının çeşitli maliyet ve faydalarını değerlendirmektedir. Genel olarak kabul edilen çözüm, marjinal maliyet ve faydaların dengelenmesidir (Frank ve Goyal, 2005, 8).

Dengeleme teorisi borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge kurulmasına dayanmaktadır. Dengeleme teorisi, optimal sermaye yapısını borçla finansmanın sağlayacağı net vergi avantajı ile borçla finansmandan kaynaklanan maliyetlerini (finansal sıkıntı, iflas maliyetleri gibi) dengeleyen sermaye yapısı olarak ifade etmektedir (Buferna, Bangassa ve Hodgkinson, 2005, 7). Bu teoriye göre firmalar borçlanmanın sağlayacağı faydaları ve maliyetleri dengeleyecek optimal bir hedef sermaye yapısı belirlemeli ve ilave her bir borçlanmanın avantaj ve dezavantajlarını ölçmelidirler. Firma, hedeflediği sermaye yapısı doğrultusunda borçlanmanın sağlayacağı faiz ve vergi kalkanının değeri ile yaratabileceği iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerini dengelemeye çalışmalıdır (Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006, 5; Brounen, Jong ve Koedijk, 2005, 1430).

Borcun en önemli faydası faiz ödemelerinin vergiden indirgenmesi, borç kullanımının firma performansı açısından önemli ve olumlu bir gösterge olması ve firma yöneticilerinin firma kaynaklarını karlı olmayan yatırımlara harcamalarını önlemesi böylelikle temsilcilik maliyetlerini uyumlaştırmasıdır. İlave her bir borcun maliyeti ise yukarıda ifade edilen iflas riski ve iflasla ilişkili diğer maliyetlerdir. Dolayısıyla bu teoride borcun karlılık ve yatırımlarla ilişkisi önemli hale gelmektedir.

Dengeleme teorisinde borç veya kaldıraç düzeyi, firmaların karlılığı arttıkça yükselmektedir (Bontempi, 2002, 2; Benito, 2003, 8).

Dengeleme teorisinde, kaldıraçlı bir firmanın değerine; kaldıraçsız firmanın değerine finansal sıkıntıyla ilgili beklenen maliyetler ve vergi kalkanı değerinin ilavesi ile ulaşılır. Dengeleme teorisindeki ilişkiler şekil 1.8.'de verilmektedir. MM'in firma vergilerini dikkate aldıkları varsayımı altında, bir firmanın değeri eğer yüzde yüz borç kullanılırsa en yüksek düzeye ulaşacaktır. Şekil 1.8.'de MM'in bu varsayımı altında değer ve borç arasındaki ilişki gösterilmektedir. Bunun yanı sıra yukarıdaki şekilde borç düzeyinin başlama noktası (D_1) gösterilmektedir. Bu noktada iflas maliyeti oldukça düşüktür ve görünür değildir. D_1'in ötesinde iflasla ilgili beklenen maliyetler önemli bir şekilde artmaktadır ve borcun vergi avantajı hızlı bir şekilde azalmaktadır. D_1' den D_2'ye doğru iflasla ilgili beklenen maliyetler düşmekte ama borcun vergi avantajı tamamıyla dengelenmemektedir. Bu durumda borç oranı yükseleceği için hisse senedi fiyatları yükselecektir. D_2'nin ilerisinde iflasla ilgili beklenen maliyetler, vergi avantajını aşmaktadır ve bu noktadan itibaren borç oranının yükselmesi hisse senedinin değerini düşürecektir. Dolayısıyla D_2 optimal sermaye yapısını ifade etmektedir. Doğal olarak firmadan firmaya sahip oldukları işletme riski ve iflas maliyetlerine dayalı olarak D_1 ve D_2 değişkenlik gösterebilmektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 465).



Şekil 1.8. Dengeleme Teorisine Göre Kaldıracın Değer Üzerine Etkisi

Kaynak: (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 465).

Dengeleme teorisine göre hedef borç rasyosu firmadan firmaya farklılık göstermektedir. Güvenli, sabit varlığı olan ve vergilendirilebilir gelire sahip firmalar yüksek hedef borç rasyosuna sahiptirler. Karlı olmayan, riskli ve yeterli sabit varlığı bulunmayan firmalarda ise hedef borç rasyosu düşüktür. Dengeleme teorisi, MM'in yaklaşımında ifade edildiği gibi olabildiğince borçlanmak yerine ılımlı borç düzeylerinde olunması gerektiğini belirtmektedir (Brealey ve Myers, 2003, 510).

Dengeleme teorisinde vergi oranları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunduğu varsayılmaktadır. Firmalar açısından faiz ödemelerinin vergiden indirilmesi borcun efektif maliyetini düşürmektedir (Brigham ve Houston, 2004, 597). Bu nedenle firmanın tabii olduğu vergi oranları yükseldikçe borcun avantajı da artmaktadır (Brigham ve Houston, 2004, 624). Dolayısıyla efektif vergi oranı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir (Qian, Tian ve Wirjanto, 2007, 6). Bu varsayım çeşitli ampirik çalışmalarla da (DeAngelo ve Masulis, 1980; Graham, 1996; Newberry, 1998; Graham, 2003; Bancel ve Mitto, 2004) kanıtlanmıştır.

Dengeleme teorisine göre firma yaşı ile finansal kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Teoriye göre yaşça daha büyük olan firmaların geleceği hakkında asimetrik bilgi düzeyi düşüktür. Düşük asimetrik bilgi de daha yüksek kaldıraca olanak vermektedir (Akhtar ve Oliver, 2005, 6). Pittman (2002), genç firmaların gelişim sürecinin ilk yıllarında borçlanmayla ilgili vergi kalkanlarından çok yatırımla ilgili vergi kalkanlarından yararlandıklarını ifade etmiştir.

Dengeleme teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Büyük firmalar borç piyasalarında güvenilir olan ve daha düşük borç temsilcilik maliyetine sahip firmalardır. Dolayısıyla dengeleme teorisine göre büyük firmalar riski daha iyi dağıttıkları ve daha düşük geri ödeme riskine sahip oldukları için daha fazla borç kullanmaktadırlar. Konuyla ilgili yapılan çalışmalarda firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki olduğu belirlenmiştir (Rajan ve Zigales, 1995; Jaggi ve Gül, 1999; Bhaduri, 2002; Brierly ve Bunn, 2005) .

Dengeleme teorisinde vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır (DeAngelo ve Masulis, 1980; Myers, 1984; Myers

ve Majluf, 1984; Fama ve French, 2002). Bir başka ifadeyle yüksek vergi kalkanına tabii borç dışı giderlere (amortisman) sahip firmalarda kaldıraç kullanımı azalmaktadır (Akhtar ve Oliver, 2005, 12). Bununla birlikte dengeleme teorisinde iş görenlere tanınan hisse senedi opsiyon hakkı ile sermaye yapısı arasında da negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bir başka ifadeyle vergiye tabii borç dışı gider olan hisse senedi opsiyonları ile borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır (Graham, Lang, Shackelford, 2004).

Dengeleme teorisinde yüksek karlılığa sahip firmalar yüksek bir borçlanma kapasitesine sahip oldukları için daha yüksek kaldıraç düzeyine sahiptirler (Um, 2001; Frank ve Goyal, 2003).

Dengeleme teorisine göre varlıkların teminat değeri ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle sabit varlıkların teminat değeri yükseldikçe firma daha kolay borç bulma imkanına sahip olacaktır. Bir başka ifadeyle teminat değeri taşıyan sabit varlıkların payı arttıkça kaldıraç oranı da buna paralel olarak yükselecektir. Dolayısıyla imalat yapan sektörlerdeki kaldıraç düzeyi hizmet sektörüne göre daha yüksektir (Frank ve Goyal, 2003; Thornhill, Gellatly ve Riding, 2004; Akhtar, 2005).

Dengeleme teorisinde kazançların değişkenliği (işletme riski) ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Bir başka ifadeyle kazançlarında çok fazla dalgalanma olan firmalarda borçlanma düzeyi azalmaktadır (Bhaduri, 2002; Frank ve Goyal, 2003; Bancel ve Mitto, 2004; Brierley ve Bunn, 2005).

Dengeleme teorisinde iflas maliyetleri ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla firmanın iflas maliyetlerinin artması durumunda, firmanın kaldıraç düzeyi azalmalıdır (Nengjiu vd., 2005). Büyük firmalar, iflas etme olasılıkları daha düşük olması nedeniyle borç piyasalarına daha kolay girmekteler ve bu nedenle daha yüksek düzeyde borçlanabilmektedirler (Jaggi ve Gül, 1999).

Dengeleme teorisine göre firmaların üretimlerinde kullandıkları teknolojinin esnekliği olarak ifade edilen üretim esnekliği ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Çünkü üretim esnekliği, firmaların değişen pazar

koşullarına göre ürün karmalarını, üretim düzeylerini ve kullandıkları üretim faktörünün yoğunluğunu değiştirmelerini zorunlu kıldığı için firmaların borçlanma kapasitesini azaltmaktadır (MacKay, 2003). Dengeleme teorisine göre yatırım esnekliği ve finansal kaldıraç düzeyi arasında ise pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü yatırım esnekliği firmaların sermaye stoklarını artırmakta, teminat amacıyla gösterilen varlıkları daha likit hale getirmekte ve sonuçta finansal sıkıntı maliyetlerini azaltarak borçlanma kapasitesini arttırmaktadır (MacKay, 2003; Bancel ve Mitto, 2004).

Tablo 1.2.'de dengeleme teorisine göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içerisinde bulunan faktörler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1.2. Dengeleme Teorisine Göre Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Efektif Vergi Oranı	Pozitif	DeAngelo ve Masulis (1980), Graham (1996), Newberry (1998), Graham (2003), Bancel ve Mitto (2004), Qian, Tian ve Wirjanto, (2007).
Firma Yaşı	Pozitif	Pittman (2002), Akhtar ve Oliver (2005).
Firma Büyüklüğü	Pozitif	Rajan ve Zigales (1995), Jaggi ve Gül (1999), Bhaduri (2002), Brierly ve Bunn (2005).
Vergi Kalkanına Tabii Borç Dışı Giderler	Negatif	DeAngelo ve Masulis (1980), Myers (1984), Myers ve Majluf (1984), Fama ve French (2002), Akhtar ve Oliver (2005).
Karlılık	Pozitif	Um (2001), Frank ve Goyal (2003).
Sabit Varlıkların Teminat Değeri	Pozitif	Frank ve Goyal (2003), Thornhill vd (2004), Akhtar (2005).
Kazançların Değişkenliği (İşletme Riski)	Negatif	Bhaduri (2002), Frank ve Goyal (2003), Bancel ve Mitto (2004), Brierley ve Bunn (2005).
İflas Maliyetleri	Negatif	Jaggi ve Gül (1999), Nengjiu vd. (2005).
Üretim Esnekliği	Negatif	MacKay (2003)
Yatırım Esnekliği	Pozitif	MacKay (2003), Bancel ve Mitto (2004), Yılgör ve Yücel (2007)

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Dengeleme teorisi, işletme finansı literatüründe kabul gören bir teori olmasına rağmen firmaların sermaye yapısı davranışlarını tam anlamıyla açıklayamadığı şeklinde

eleştirilere de uğramaktadır (Berens ve Cuny, 1995, 1185). Fama ve French (1998), yaptıkları çalışmada borcun dengeleme teorisinin söylediği gibi bir vergi avantajı olmadığını belirlemişlerdir.

1.2.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Finansal hiyerarşi teorisi, Myers (1984) ile Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen ve firmanın sermaye yapısı ile kar payı ve yatırım politikası arasında ilişki kuran bir sermaye yapısı teorisidir. Myers ve Majluf (1984), yatırımcıların firma içindeki kişilerden firma varlıklarının değeri hakkında daha az bilgiye sahip olduklarında (asimetrik bilgi) firmanın özsermayesinin piyasa tarafından yanlış fiyatlanacağını vurgulamışlardır. Eğer firma yeni projeler için hisse senedi ihraç ederek ilave fon bulmak durumundaysa, düşük fiyatlamanın sonucu olarak yeni yatırımcılar projenin net bugünkü değerinden daha fazla bir gelire sahip olacaktır. Bu durum mevcut yatırımcılar için net kayıptır. Sonuçta proje net bugünkü değeri (NBD) pozitif dahi olsa red edilebilecektir. Yetersiz yatırım (underinvestment problem) olarak nitelendirilen bu problem, yeni projelerin piyasa tarafından düşük değerlenmemiş menkul kıymetlerle finanse edilmesi ile engellenebilir. Örneğin iç fonlar ve düşük riskli borçlar düşük değerleme gibi bir sorun içermediklerinden projelerin finansmanında özsermayeye tercih edilecektir. Bu durum Myers (1984) tarafından fon bulma tercihinde finansal hiyerarşi teorisi olarak ifade edilmektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre firmanın finansman politikası bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Bu hiyerarşi en az riskli ve bilgi maliyetinden en az etkilenen finansal kaynakların sıralamasıyla oluşmaktadır. Firmaların kar payı ödemelerinde veya yatırım fırsatlarının finansmanında ilk tercih edilen finansal kaynak firma içinde yaratılan finansal kaynaklardır. Bunu düşük riskli kısa vadeli borçlar ve yüksek riskli uzun vadeli borçlar izlemektedir. Hiyerarşinin en sonunda ise bilgi maliyetlerinden en fazla etkilenen hisse senedi ihracı bulunmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre bir firmanın özsermaye ihracı ile finansman sağlama duyurusundan sonra o firmanın piyasa değeri düşecektir. Borç düzeyindeki değişiklikler, yeni karlı bir yatırım fırsatının gerçekleştirilmesinde öncelikle iç kaynakların kullanımı tercihi kullanıldıktan sonra hala dış kaynağa ihtiyaç duyulursa oluşmaktadır (Mira ve Gracia, 2003, 9 ; Frydenberg, 2004, 23; Daskalakis ve Psillaki, 2008, 89). Finansal hiyerarşi teorisine göre piyasa aşırı

değerlendiğinde firmalar hisse senetlerini satarak finansman sağlamayı tercih edeceklerdir (Chittenden vd., 1996).

Bu teoriye göre firmanın borç düzeyindeki değişiklikler daha önceden belirlenmiş bir hedef sermaye yapısına bağlı değildir. Bir başka ifadeyle bu teoride firmaların hedef bir kaldıraç düzeyleri yoktur ve gerçekleşen kaldıraç düzeyi alıkonan karlar ile yatırımlar arasındaki farka göre oluşmaktadır. Teoriye göre kaldıraç düzeyi; firma içinde yaratılan nakit akımları, firmanın karlılığı, yatırımlar ve firmanın yaşı arttıkça düşecektir. Firma içinde yaratılan nakit akımları ve cari karlılığın artmasına paralel bir biçimde içsel fonların mevcudiyetinin artmasına bağlı olarak firmanın dış kaynaklara olan ihtiyacı azalacak ve firmanın borç oranı düşük olacaktır. Konuyla ilgili gerçekleştirilen ampirik çalışmalarda (Rajan ve Zingales, 1995; Hall, Patrick ve Nicos, 2000; Hall, Patrick ve Nicos, 2004; Brierley ve Bunn, 2005) karlılık ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Yine bir firmanın yaşı ne kadar fazla ise birikimli fonlara sahip olma imkanı daha fazla olmakta böylelikle kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklara ihtiyacı da azalmaktadır. Akhtar (2005) ise çokuluslu firmaların, yerel firmalara göre daha fazla kazanç elde etme şansına sahip olmaları nedeniyle daha düşük kaldıraç düzeyine sahip olduklarını ifade etmiştir.

Statik olmayan (non-static) finansal hiyerarşi teorisinde sermaye yapısı cari finansal maliyetler ile gelecekteki beklentilere göre şekillenmektedir. Bu bağlamda gelecekteki yatırımlar mevcut durumdaki düşük borçsuzluğun bir göstergesi ise firmalar ilave borç kapasitesini büyük olarak belirleme eğilimindedirler. Bu durum yatırım fırsatlarının kontrolünün önemini vurgulamaktadır (Benito, 2003, 7; Bontempi, 2002, 2).

Finansal hiyerarşi teorisinin asimetrik bilgiden başka dayandığı önemli diğer iki değişken, ters seçim ve temsilcilik maliyetleridir. Finansal hiyerarşi teorisinin temelini oluşturan unsurlardan biri olan ters seçim kavramı Myers (1984) ile Myers ve Majluf (1984) tarafından ortaya atılmıştır. Ters seçim yaklaşımında firma yöneticileri ve sahipleri, firmanın varlıklarının ve büyüme fırsatlarının gerçek değerini bilmektedirler. Dışarıdaki yatırımcılar ise bu değeri sadece tahmin edebilmektedirler. Yöneticilerin hisse senedi satmaya karar vermeleri durumunda dışarıdaki yatırımcılar bu davranışın nedenini araştıracaklardır. Bir çok durumda olması gerekenden yüksek değerlenmiş bir

firmanın yöneticisinin yeni hisse senedi ihracında istekli olacağı tersi durumda ise isteksiz olacağı vurgulanmaktadır. Alıkonan karlar, ters seçim problemi taşımamaktadır. Buna karşın özsermaye, ciddi şekilde ters seçim problemi taşımakta, borç ise çok düşük düzeyde ters seçim sorunu taşımaktadır. Bu nedenle finansman sıralamasında alıkonan karlar ilk sırada, yeni hisse senedi ihracı ise en son sırada yer almaktadır. Dışarıdaki bir yatırımcı açısından özsermaye borca göre daha fazla risklidir. Her ne kadar her ikisi de ters seçim risk primi içerse de, özsermaye daha fazla ters seçim risk primi içermektedir. Bu nedenle dışarıdaki bir yatırımcı özsermaye üzerinden borca göre daha fazla getiri beklemektedir. Firma açısından ise alıkonan karlar borca göre, borçlar ise özsermayeye göre daha iyi finansman kaynaklarıdır (Frank ve Goyal, 2005, 22-25; Frank ve Goyal, 2003, 220).

Temsilcilik teorisinde de geleneksel olarak dış kaynaklardan fon bulma, yöneticilerin proje hakkında dış yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğunu ve dış yatırımcıların projeyi izlemesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Ancak bu durum yöneticiler tarafından istenmeyen bir durumdur. Bu nedenle yöneticiler firmanın finansmanında öncelikle alıkonan karları dış borçlara tercih etmektedirler (Frank ve Goyal, 2005, 22-25).

Finansal hiyerarşi teorisi işlem maliyetleri açısından da açıklamaktadır. İşlem maliyetleri, dış finansman kaynaklarının seçilen finansman kaynakları içinde önemli bir rol oynaması durumunda gerçekleşmektedir. Buna göre borçla finansmandaki işlem maliyetleri, yeni hisse senedi ihracından daha düşük olduğu için firmalar öncelikle iç fonları, daha sonra borçları ve en son olarak da hisse senedi ihracını tercih etmektedirler. Dolayısıyla borçla finansman bile yeni hisse senedi ihracından önce gelmektedir (Baskin, 1989).

Hamilton ve Fox (1998) göre finansal hiyerarşi teorisinde, yöneticilerin iç finansmanı dış finansmana tercih etmelerinin nedeni; dış finansman sonucunda firmanın piyasa disiplininden uzaklaşmasından ve firmanın kontrolünü kaybetmekten korkmalarıdır. Özellikle sahip-yönetici firmalarda yöneticiler kontrolü kaybetmemek için yeni hissedarları kabul etmede isteksiz olmakta ve faaliyetlerini olabildiğince kendi iç kaynaklarıyla sürdürmeye çalışmaktadırlar. Firmanın alıkonan karları yetersiz ise, firma yönetimi kontrolü kaybetmeyeceği finansal kaynağa yönelecektir. Bu nedenle

yöneticiler, kısa vadeli borçları tercih ederler. Çünkü çoğu zaman bir teminat gerekmemektedir ve herhangi bir sözleşmeye de gerek duyulmamaktadır. Kısa vadeli borçlardan sonra uzun vadeli borçlar ve en son olarak da hisse senedi ihracı tercih edilmektedir (Swinnen, Voordeckers ve Vandemaele, 2005, 4).

Myers (1984) ile Myers ve Majluf (1984), çalışmalarında ayrıca finansal sıkıntı maliyetlerini ve asimetrik bilgi durumunu birlikte ele alarak finansal hiyerarşi yaklaşımını modifiye etmişlerdir. Bu değişiklik özsermaye ile finansmanı daha önemli bir hale getirmiştir. Firmalar gelecekteki yatırımları açısından likit varlıklarını ve borç kapasitesi için iç kaynaklardan sonra borç yerine özsermaye kullanabilirler böylelikle potansiyel yetersiz yatırım sorununun önüne geçebilirler ve daha düşük bir iflas maliyeti gerçekleşebilir. Dolayısıyla gelecekteki yatırımlar açısından finansal esneklik hedefleyen firmalar için modifiye edilmiş finansal hiyerarşi teorisi net fon ihtiyacının karşılanmasında katı hiyerarşiyi esnekleştirmekte ve sıralamada özsermaye kullanımını 2. sıraya yerleştirebilmektedir (Leary ve Roberts, 2004, 5). Dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerine göre sermaye yapısı değişkenleriyle kaldıraç düzeyleri arasındaki ilişki aşağıdaki tablo 1.3.'de özetlenmektedir;

Tablo 1.3. Sermaye Yapısı Faktörleriyle Kaldıraç Düzeyi Arasındaki İlişkiler Açısından Dengeleme Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorilerinin Karşılaştırılması

Sermaye Yapısı Faktörleri	Dengeleme Teorisi	Finansal Hiyerarşi Teorisi
Firma Büyüklüğü	**Pozitif** **Büyük firmalar daha fazla borç alma kapasitesine sahiptirler ve küçük firmalara göre borç piyasalarına daha kolay girebilirler*	**Negatif** **Büyük firmalarda asimetrik enformasyon sorunu daha azdır. Bu nedenle küçük firmalara göre daha düşük özsermaye sermaye maliyetine sahiptirler*
Sabit Varlıkların Payı	**Pozitif** **Daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar borçla finansmanda daha fazla teminata sahiptirler.*	**Negatif** ** Daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar daha az asimetrik bilgiye sahiptirler dolayısıyla daha fazla özsermaye sağlama eğilimindedirler.*
Büyüme Fırsatları	**Negatif** **Fazla büyüme fırsatına sahip firmalar daha riskli oldukları için daha büyük finansal sıkıntı maliyetine sahiptiler.* **Hızlı büyümeye sahip firmalar büyümesini riskli borçlardan kaynaklanan atıl kapasite sorununu hafifletmek için özsermaye ile karşılama eğilimindedirler.*	**Pozitif** **Sahip olduğu varlıklardan daha fazla büyüme fırsatına sahip firmalarda (genelde küçük firmalar) yatırım projelerinin kalitesiyle ilgili dışarıdaki yatırımcılar ve firma yöneticileri arasında asimetrik bilgi sorunu bulunmaktadır.*
Karlılık	**Pozitif** **Karlı firmalar düşük karlı firmalara göre daha fazla vergi giderlerine ve daha düşük iflas ihtimaline sahiptir.* **Karlı firmalar fazla serbest nakit*	**Negatif** **Karlı firmalar, daha az karlı firmalara göre alıkonan karları kullanarak içsel finansman sağlamaktadırlar.*

	akımlarıyla ilişkili olan temsilcilik problemiyle karşı karşıyadır ve bu problem daha fazla borç kullanma ile azaltılabilmektedir.	
Kazancın Riski	**Negatif** **Gelir dağılımında dalgalanmalar meydana geliyorsa finansal sıkıntı maliyetlerinin azaltılması için daha az borç kullanılmaktadır.*	**Negatif** **Daha yüksek nakit akımı değişkenliğin yaşandığı zamanlarda riskli borçların kullanımı özsermaye ile finansmana göre daha az avantajlıdır. Bu nedenle firmalar bu zamanlarda finansal hiyerarşinin aşağısına doğru hareket etmeye zorlanmaktadırlar.*
Vergi Kalkanına Tabii Borç Dışı Giderler	**Negatif** ** Yüksek vergi kalkanına tabii borç dışı giderlere sahip firmalarda kaldıraç kullanımı azalmaktadır.*	**Negatif** **Firmalarda vergi kalkanına tabii borç dışı giderler (amortisman) yükseldiğinde nakit çıkışı gerektirmeyen bir gider olarak göstereceği ve vergiden indirebileceği giderleri oluşacaktır. Bu giderler firma içinde fon yaratılmasını sağlamaktadır. Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisine göre kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içersindedir.*
Serbest Nakit Akımları	**Pozitif** ** Dengeleme teorisinde serbest nakit akımlar ile kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki pozitiftir. Çünkü yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalar daha düşük riske sahip oldukları için borç piyasalarından daha kolaylıkla borç sağlayabilmektedirler.*	**Negatif** **Yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalarda firma bünyesinde yaratılan fonlarda artacağından bu firmalardaki fon gereksinimleri yaratılan bu iç fonlardan sağlanmaktadır. Dolayısıyla kaldıraç düzeyi ile serbest nakit akımları arasında negatif ilişki bulunmaktadır.*
Firma Yaşı	**Pozitif** ** Dengeleme teorisine göre yaşça daha büyük olan firmaların geleceği hakkında asimetrik bilgi düzeyi düşüktür. Düşük asimetrik bilgi de daha yüksek kaldıraca olanak vermektedir.*	**Negatif** **Finansal hiyerarşi teorisine göre bir firmanın yaşı ne kadar fazla ise birikimli fonlara sahip olma imkanı daha fazla olmakta böylelikle kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklara ihtiyacı da azalmaktadır. Dolayısıyla firma yaşı ile uzun ve kısa vadeli borçlanma arasında da negatif bir ilişki bulunmaktadır.*

Kaynak:(Yılgör ve Yücel, 2007; Zou ve Xiao 2006; Sayılgan, Karabacak, Küçükkocaoğlu, 2006; Benito, 2003; Hall, Hutchinson ve Michaelas 2000; Stulz, 1990; Jensen, 1986; Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984; DeAngelo ve Masulis, 1980 kaynaklarından yararlanılarak oluşturulmuştur).

1.2.2.3. İşaret Etkisi Teorisi

MM, yatırımcıların firmanın geleceğiyle ilgili olarak yöneticilerle aynı bilgiye sahip olduklarını kabul etmektedirler ve bu durum simetrik bilgi olarak adlandırılmaktadır. Ancak gerçekte yöneticiler dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler ve bu durum asimetrik bilgi olarak ifade edilmektedir ve optimal sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Özel bilgilerin anlaşılır modeller halinde ekonomide dolaşmasının öneminin farkına varılmasından sonra firmaların sermaye yapılarını, bu bilgiye ulaşma durumuna göre açıklayan sermaye

yapısı teorileri oluşturulmuştur. Bu teorilerde yöneticilerin ve firma içinde kendisine özel bilgiler verilen kişilerin firmanın kazancı ve yatırım fırsatları hakkında bilgi sahibi oldukları kabul edilmektedir. Firmanın sermaye yapısı seçimlerinin firmanın içindeki kişilerin sahip olduğu bilgilerle dışarıdaki yatırımcılara işaret sağlayacağı vurgulanmaktadır. Asimetrik bilgiye dayalı sermaye yapısı teorileriyle ilgili ilk çalışmalar Ross (1977) ve Leland ve Pyle'ın (1977) çalışmalarıdır. Bu çalışmalara ek olarak yatırımların sabit olarak kabul edildiği ve sermaye yapısının firmanın içsel bilgilerinin bir işareti olarak algılandığı teoriler de mevcuttur (Haris ve Raviv, 1991, 308).

Ross (1977), firma yöneticilerinin firmanın kazancının nasıl ve nerelere dağıtılacağını bilmelerine rağmen yatırımcıların bunları bilmediklerini ifade etmiş ve yöneticilerin yararının firmaya ait menkul kıymetlerin piyasa tarafından aşırı değerlenmesi sonucunda oluşacağını belirtmiştir. Ross (1977), kaldıraç düzeyinde meydana gelen yükselmenin hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olduğunu çünkü yöneticilerin gelecekle ilgili iyimser düşüncelere sahip olduğunun bir göstergesi olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla yatırımcılar çok fazla borçlanmanın firmanın kalitesinin bir göstergesi olduğuna inanmaktadırlar. Buna göre düşük kalitedeki firmalar herhangi bir borç düzeyinde yüksek marjinal iflas maliyetine sahiptirler ve düşük kalitedeki firmaların yöneticileri borç alarak yüksek kalitedeki firmaları taklit edemezler (Haris ve Raviv, 1991, 308-310; Arnold, 1998, 801).

Heinkel (1982) ise Ross'un (1977) modeline benzer olarak kendi modelini oluşturmuştur. Bu modelde, yüksek kalitedeki firmaların yüksek piyasa değerine sahip oldukları ancak düşük kalitedeki tahvillerden dolayı yüksek özsermaye değerine sahip oldukları ifade edilmiştir. Bu modelde de yüksek kalitedeki firmaların daha fazla borç kullandıkları ifade edilmektedir. Düşük kalitedeki bir firma yüksek kalitedeki firmayı taklit etmek için düşük maliyetli borç kullanmakta buna karşın yüksek maliyetli özsermayenin tutarını ise azaltmaktadır.

Dolayısıyla işaretleme teorisinde borçlanma, firmanın başarısı hakkında dışarıdaki yatırımcılara işaret vermektedir. Ayrıca borcun yıllık sabit ödemeleri olduğundan yöneticilerin kendileri için aşırı harcama yapmaları önlenmektedir. Borcun dezavantajları ise risk değişimi ve yetersiz yatırım sorunlarını içeren temsilcilik

maliyetlerinin oluşması ve finansal riskin artmasına bağlı olarak iflas ihtimalinin artmasıdır (Frydenberg, 2004, 8). İşaret etkisi teorisi, firmaların neden öncelikle iç kaynakları daha sonra borcu ve en son da özsermaye artırımını tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. İşaret etkisi teorisine göre sadece düşük karlı firmalar özsermaye artırımına gitmektedir. Rasyonel yatırımcılar ise bunu önceden görebilmekte ve ilk halka arzda iskonto talep etmektedirler. Bu iskonto, özsermaye artırımının maliyetini oluşturmaktadır. Borçlanma, sermaye piyasasına firmanın yüksek bir performansa sahip olduğunu göstermektedir (Frydenberg, 2004, 23).

İşaret etkisi teorisinde bir firmanın geleceği hakkında olumlu beklentiler varsa hisse senedi satışından kaçınılmaktadır ve firma normal hedef sermaye yapısı ötesinde borç kullanmaktadır. Eğer firmanın geleceği hakkında olumsuz beklenti varsa firma hisse senetlerini satmak isteyecek ve böylelikle oluşacak kayıplar yeni yatırımcılar ile paylaşılacaktır. Özetle firmaların hisse senedi ihracıyla ilgili duyuruları, yatırımcılar açısından firma yöneticilerinin gelecekle ilgili olumsuz düşünceler içinde olduklarını ve firma değerinin düşük olduğu gösteren bir işaret olarak algılanabilmektedir. Dolayısıyla yeni hisse senedi ihracı duyurularından sonra firmanın hisse senedi fiyatı düşecektir.

Firmanın gelecekle ilgili beklentileri olumlu olsa bile hisse senedi ihracı firma açısından olumsuz bir işaret olarak algılandığı için hisse senedi fiyatları bundan olumsuz etkilenebilecektir. Bu nedenle normal zamanlarda borç alma kapasitesinin arttırılması (reserve borrowing capacity) gerekmektedir. Borç alma kapasitesi, iyi yatırım fırsatlarının arttığı zamanlarda firmaların makul maliyetlerle borç alabilme yeteneğini ifade etmektedir. Firmalar MM'in ifade ettiği optimal sermaye yapısındaki borç miktarından normal zamanlarda daha az borç kullanarak borç alma kapasitesini arttırabilir ve daha sonraki zamanlarda artan finansman ihtiyacını yeni borç sağlayarak karşılayabilir. Buna göre firmalar normal zamanlarda daha fazla özsermaye ve daha az borç kullanmalıdırlar (Ehrhardt ve Brigham, 2006, 466-467; Brigham ve Houston, 2004, 622).

İşaret etkisi teorisinde sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

- İşaret etkisi teorisine göre firmayla ilgili potansiyel olumlu haberlerle firmanın kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Ooi, 1999).
- İşaret teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü büyük firmalar riskini iyi dağıtmış, borç piyasalarına kolay girebilen ve düşük bilgi edinme maliyetleriyle karşı karşıya olan firmalar oldukları için sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermektedirler (Chen ve Hammes, 1997; Fama ve French, 2002; Frank ve Goyal, 2003).
- İşaret teorisine göre firma yaşı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Çünkü genç firmalar daha fazla asimetrik bilgi problemiyle karşı karşıyadırlar ve bu nedenle daha fazla borç kullanmaktadırlar (Bhaduri, 2002).
- İşaret teorisinin diğer bir varsayımına göre kar payı dağıtımı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü kar payı dağıtan firmalar daha az asimetrik bilgi problemiyle karşı karşıya oldukları için daha düşük düzeyde borçlanmaktadırlar (Bhaduri, 2002).
- Diğer bir varsayım faiz oranlarıyla kaldıraç düzeyi arasındaki negatif ilişkiyle ilgilidir. Firma yöneticileri, piyasa faiz oranlarının düştüğü veya firmanın hisse senetleri değerinin olması gerekenden daha düşük olduğu durumlarda borçlanarak, borçlanma haberiyle piyasadan gelecek olumlu tepki karşılığında hisse senedi değerlerini olması gerekenden daha fazla yükseltmeyi amaçlamaktadırlar (Bancel ve Mitto, 2004). Hisse senetleri aşırı değerlendiğinde ise firmalar fırsat pencereleri olarak ifade edilen (windows of opportunity) yeni hisse senedi ihraç ederek fon sağlama stratejisinden yararlanacaklardır.
- İşaret teorisine göre yüksek kalitedeki firmalar daha fazla borç kullanmaktadırlar Heinkel (1982).

Aşağıdaki tabloda işaret teorisine göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içerisinde bulunan faktörler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1.4. İşaret Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Firmayla İlgili Olumlu Haberler	Pozitif	Ooi (1999)
Firma Büyüklüğü	Pozitif	Chen ve Hammes (1997), Fama ve French (2002), Frank ve Goyal (2003)
Firma Yaşı	Negatif	Bhaduri (2002)
Kar Payı Dağıtımı	Negatif	Bhaduri (2002)
Faiz Oranları	Negatif	Bancel ve Mitto (2004)
Firma Kalitesi	Pozitif	Heinkel (1982)

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

1.2.2.4. Temsilcilik Maliyeti Teorisi

Sermaye yapısının belirlenmesinde ortaya çıkan bu teori; yöneticilerin, sahiplerin ve ortakların çıkarlarının ve önceliklerinin uyuşmazlığı sonucunda oluşan temsilcilik maliyetlerine dayanmaktadır. Bu teorinin temelini Jensen ve Meckling (1976)'in çalışması atmıştır. Jensen ve Meckling (1976), hissedarlar ile yöneticiler arasındaki uyuşmazlıklar ve hissedarlar ile borç sahipleri arasındaki uyuşmazlıklar olmak üzere iki tür uyuşmazlıktan bahsetmektedir. Jensen ve Meckling (1976), hissedarlar ile yöneticilerin önceliklerinde uyuşmazlık olacağını çünkü yöneticilerin ortaklara göre daha az ilave hak iddia etme durumunda olduklarını yani firmanın karlı faaliyetlerinden elde edilen karın tamamına sahip olamazken, firmanın bu faaliyetlerinin maliyetinden sorumlu olduklarını ifade etmişlerdir. Böylelikle yöneticiler, firmanın kaynaklarını yatırımlarda kullanmaktan çok kendi yararlarına uygun olarak bir takım harcamalara yönlendirebilmektedirler. Dolayısıyla yöneticiler firmanın değerine göre bu isteklerini gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar. Bu verimsiz durum yöneticilerin firmadaki özsermaye sahipliğindeki paylarının arttırılması ile azaltılabilmektedir. Yöneticilerin firmadaki mutlak yatırımları istikrarlı bir şekilde devam ettirmeleri, firmanın yabancı kaynaklarla finansmanını arttıracak ve yöneticilerin özsermayedeki paylarını yükselterek yöneticiler ile hissedarlar arasındaki uyuşmazlıktan kaynaklanan kayıpları azaltacaktır. Yabancı kaynakla finansman firmanın nakit ödeme yapmasını gerektirdiği için yöneticilerin yararlarına yönelik yapılacak harcamalar için gerekli olan serbest nakit akımlarını azaltacaktır. Yöneticiler ile özsermaye sahipleri arasındaki bu uyuşmazlıkların azaltılması borcun faydaları olarak kabul edilmektedir (Haris ve Raviv, 1991, 300).

Borç verenler ile özsermaye sahipleri arasındaki çıkar çatışması da meydana gelebilmektedir. Çünkü borç sözleşmeleri, hissedarların optimal düzeyin altında yatırım yapmalarını yönlendirmektedir. Daha açık bir ifadeyle, eğer bir yatırımın getirisi borcun maliyetinden büyükse hissedarlar kazancı büyük ölçüde atacaktır. Eğer yatırım başarısızlığa uğrarsa sınırlı sorumluluktan dolayı borç verenlerde sonuçlara katlanmaktadır. Sonuç olarak özsermaye sahipleri, firma değerini azaltsa bile riskli yatırım projelerine yatırım yaparak yarar sağlamaktadırlar. Borç verenler, özsermaye sahiplerinin gelecekteki davranışlarını doğru anlayabilirlerse, borç verebilmektedirler. Firma değerini azaltan projelere yatırım yapmaya yönelten teşvik maliyetleri özsermaye sahipleri tarafından sağlanan borç tarafından oluşmaktadır. Bu etki genel olarak varlık ikame etkisi (asset substitution effect) olarak ifade edilmekte ve borçla finansmanın temsilcilik maliyeti olarak adlandırılmaktadır. Bu teoriye göre, bir firmada optimal sermaye yapısı borcun temsilcilik maliyeti ile borcun sağlayacağı faydanın dengelenmesi sonucunda oluşturulmaktadır. Bir başka ifadeyle optimal sermaye yapısı; yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler arasındaki çıkar çatışmasının yol açtığı maliyetlerin minimize olduğu sermaye yapısı olarak tanımlamaktadır. Varlık değişim potansiyeli sınırlı olan endüstrilerde borçlanma düzeyi de daha yüksektir. Teoriye göre kamu kuruluşları, bankalar ve düşük büyüme fırsatlarına sahip olgunlaşmış endüstrilerdeki firmalarda daha yüksek düzeyde borç kullanmaktadırlar. Temsilcilik problemi gelecekteki büyüme fırsatlarını değerlendirmek açısından sahip olunan varlıkların kullanımında oldukça önemli olabilmektedir. Firmalar yatırımlarında bu varlıkları ne kadar fazla kullanırsa o kadar düşük borçla finanse olmalıdır (Haris ve Raviv, 1991, 301; Akhtar ve Oliver, 2005, 6).

Temsilcilik maliyeti teorisi, firmanın yöneticileri ile yatırımcılar arasında firmanın geleceği hakkında daha fazla bilgi sahibi olmaları bunun yanında firmanın yöneticileri ile hissedarlar arasında ilgi ve çıkar farklılıkları olduğunu ve bu durumun temsilcilik maliyetleri oluşturduğunu ifade etmektedir. Temsilcilik maliyetleri, firmaların sermaye yapılarında borca yer vermelerinin iyi bir nedenidir. Çünkü borç, firma yöneticilerin gelecekte borçlardan doğan geri ödemeler (nakit ödemeler) için disipline etmektedir. Firma yöneticileri yaratılan serbest nakit akımlarını kendi çıkarları için harcayabilecekler veya kötü yatırımlarda kullanabileceklerdir. Borçla finansman, yöneticilerin serbest nakit akımlarını rahatça kullanmasını kısıtlayacak ve bu temsilcilik problemini azaltacaktır. Temsilcilik maliyeti teorisine göre yatırımcılar yöneticileri

fonları etkin kullanımı açısından baskı altına alma amacındaysalar bu durumda firmalar sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermeleri gerekmektedir. Ancak fazla borç kullanma sonucunda finansal sıkıntı maliyetleri (Modigliani ve Miller, 1963) ve hissedarlar ve borç verenler arasındaki temsilcilik maliyetleri oluşacaktır (Frielinghaus, Mostert, ve Firer, 2005; Jensen ve Meckling, 1976). Jensen (1986), temsilcilik maliyeti teorisine göre optimal sermaye yapısının firma değerini etkileyen farklı temsilcilik maliyetlerinin dengelenmesi ile elde edilebileceğini ifade etmiştir.

Temsilcilik maliyeti teorisinde sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

- Temsilcilik teorisine göre yönetim sahipliğinin düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü bir firmada yönetim sahipliği arttıkça yönetimin ilgisi firma borçlularına karşı artacak ve borcun temsilcilik maliyetinin azalacaktır (Short, Keasey ve Duxburry, 2002).
- Temsilcilik teorisinde banka taahhütleri ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Bankalar, bilgi sağlayıcı bir rol üstlenerek borç verenlerle firma yöneticileri arasındaki uyuşmazlıkları ortadan kaldırmaktadır. Bu bağlamda banka taahhütleri firmaların borç alma, borç verenlerinde borç verme düzeylerini arttırmaktadır (Suto, 2003).
- Temsilcilik maliyeti teorisine göre özellikle düşük hızda büyüyen büyük firmalarda serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü düşük büyüme hızına sahip firmalarda borç kullanımı firma içinde yaratılan serbest nakit akımlarının gereksiz şekilde kullanılmasını azaltmakta böylelikle serbest nakit akımlarına ait temsilcilik maliyetini de düşürmektedir (Jaggi ve Gül, 1999).
- Borcun temsilcilik maliyeti açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında pozitif ilişki vardır. Rajan ve Zingales'e (1995) göre, bir firmanın varlıklarının büyük bir kısmı sabit varlıklardan oluşuyorsa bu varlıklar kullanılan borçlar karşısında teminat olarak kabul edildiği için borç verenlerin katlandığı borcun temsilcilik maliyetini azalttığını belirtmişlerdir. Bu durum ise firmanın kaldıraç düzeyini yükseltmektedir. Özsermayenin temsilcilik maliyeti açısından bakıldığında ise maddi duran varlıkların teminat değerinin yükselmesi borcun

temsilcilik maliyetini azalttığı için borçlanma düzeyini arttırmaktadır. Bu durum ise özsermayenin temsilcilik maliyetini arttırmaktadır. Dolayısıyla Frank ve Goyal'a (2005) göre, özsermayenin temsilcilik maliyeti bakış açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında negatif ilişki olduğunu ifade etmişlerdir.

- Temsilcilik maliyeti teorisinde büyüme ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif, kısa vadeli borçlanma düzeyi ile pozitif ilişki bulunmaktadır. Bhaduri (2002), büyüyen firmaların gelecek yatırımları seçme durumunda daha esnek oldukları için daha büyük temsilcilik maliyetleriyle karşı karşıya olduklarını ve bu bağlamda firmanın gelecekteki büyümesiyle uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif ilişki içersinde bulunduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla büyüyen firmalar temsilcilik maliyetini önlemek için uzun vadeli borçlanmak yerine kısa vadeli borçlanmayı tercih etmelidir.
- Temsilcilik maliyeti teorisine göre, büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Buna göre firmaların geleceğe yönelik büyüme fırsatları arttıkça bu fırsatlardan yararlanmak amacıyla borçlanma düzeylerini düşük tutmaktalar ve daha fazla miktarda özsermaye kullanma eğiliminde olmaktadırlar (Rajan ve Zingales, 1995; Frank ve Goyal, 2003). Fama ve French (2002), borcun yöneticileri karlı yatırımlar üzerinden elde edilen ilave nakit kazancı üzerinden ödeme yapma hususunda zorlaması nedeniyle firma yöneticilerinin ilgisini menkul kıymet sahiplerinin çıkarlarına doğru yönlendirdiğini ifade etmişlerdir.
- Temsilcilik maliyeti teorisine göre, firma üst yönetimin tecrübe düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü tecrübelerine dayanarak menkul kıymetlerin fiyatları ve getirileri hakkında bilgi sahibi olan ve piyasa koşullarına göre menkul kıymet seçimi yapan yöneticileri bulunan firmalar değerlerini kolaylıkla yükseltmekte ve bu bağlamda borç kullanımının daha kolay gerçekleştirebilmektedirler (Noe, Rebello ve Wang, 2003).
- Temsilcilik maliyeti teorisine göre büyüme fırsatının bulunmaması durumuyla borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü değerli yatırım fırsatları bulunmayan firmaların hisse senedi ihracına başvurmaları hissedarlar açısından kötü bir haberdir ve bir yönetim başarısızlığı göstergesidir. Dolayısıyla hisse senedi ihracı ile özsermaye sağlanmasının neden olacağı temsilcilik maliyeti borçla finansmanın neden olacağı temsilcilik maliyetinden yüksek olabilecektir (Jung, Kim ve Stulz, 1996).

- Temsilcilik maliyeti teorisinde firma büyüklüğü, yönetici ve yatırımcılar arasındaki çıkar çatışması nedeniyle artan borcun temsilcilik maliyetinin (denetleme maliyeti) bir göstergesi olarak kabul edilmektedir ve büyük firmalarda denetleme maliyetlerinin (monitoring cost) küçük firmalara göre daha düşük olduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla büyük firmalar küçük firmalara göre daha fazla borç kullanmaktadır (Buferna, Bangassa ve Hodgkinson, 2005, 32; Frank ve Goyal, 2005, 25).
- Temsilcilik maliyeti teorisinde geleneksel olarak dış kaynaklardan fon bulma, yöneticileri proje hakkında dış yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğunu ve dış yatırımcıların projeyi izlemesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Ancak bu durum yöneticiler tarafından istenmeyen bir durumdur. Bu nedenle yöneticiler öncelikle alıkonan karları dış borçlara tercih etmektedirler (Frank ve Goyal, 2005, 25).
- Temsilcilik maliyeti teorisinde çok uluslu firmalar yerel firmalara göre daha fazla denetim maliyetleri, dil farklılıkları, farklı yasal ve muhasebesel sistemler gibi sorunlarla karşı karşıyadırlar. Bununla birlikte çok uluslu firmaların yatırımcıları daha büyük bir bilgi boşluğuna ve bu nedenle daha yüksek araştırma maliyetlerine katlanmak durumundadırlar. Bu nedenle çok uluslu firmaların yerel firmalara göre daha düşük düzeyde borçlandıkları ifade edilmektedir (Burgman, 1996).

Aşağıdaki tabloda temsilcilik maliyeti teorisine göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içerisinde bulunan faktörler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1.5. Temsilcilik Maliyeti Teorisinde Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Yönetim Sahipliğinin Düzeyi	Pozitif	Short, Keasey ve Duxburry (2002)
Banka Taahhütleri	Pozitif	Suto (2003)
Serbest Nakit Akımları	Pozitif	Jaggi ve Gül (1999), Fama ve French (2002)
Maddi Duran Varlıkların Teminat Değeri	Borcun temsilcilik maliyeti açısından pozitif ilişki vardır.	Rajan ve Zingales (1995)
Maddi Duran Varlıkların Teminat Değeri	Özsermayenin temsilcilik maliyeti açısından negatif ilişki vardır.	Frank ve Goyal (2005)
Büyüme	Uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif, kısa vadeli borçlanma düzeyi ile pozitif ilişki	Bhaduri (2002)

Büyüme Fırsatları	Negatif	Rajan ve Zingales (1995), Fama ve French (2002), Frank ve Goyal (2003).
Üst Yönetimin Tecrübe Düzeyi	Pozitif	Noe, Rebello ve Wang (2003).
Büyüme Fırsatlarının Olmaması	Pozitif	Jung, Kim ve Stulz, (1996).
Firma Büyüklüğü	Pozitif	Buferna, Bangassa ve Hodgkinson, (2005), Frank ve Goyal, (2005).
Alıkonan Kar Düzeyi	Negatif	Frank ve Goyal, (2005).
Firmaların Çokuluslu Olma Düzeyi	Negatif	Burgman, (1996).

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

1.2.3. Sermaye Yapısında Yeni Yaklaşımlar

Çalışmanın bu kısmında yukarıda ifade edilen klasik sermaye teorileri ile modern sermaye yapısı teorileri dışında son yıllarda gerçekleştirilen uygulamalı çalışmalar neticesinde ortaya çıkarılan ancak henüz sermaye yapısı teorisi olarak kabul edilmeyen yeni yaklaşımlardan bahsedilmektedir.

1.2.3.1. Ürün/Girdi Piyasalarının Etkileşimine Dayalı Sermaye Yapısı Yaklaşımı

Bu yaklaşım, endüstriyel örgüt teorisinden yararlanarak iki sermaye yapısı yaklaşımı sunmaktadır. Birinci yaklaşım firmaların sermaye yapısı ile firmaların ürün piyasalarındaki rekabet stratejileri arasında ilişkiyi incelemektedir. İkinci yaklaşım ise firmanın sermaye yapısı ile firmanın her bir ürüne ait pazarlama stratejisi veya ürünlerin ve üretimde kullanılan girdiler ile ilişkisini açıklamaktadır. Bu stratejik değişkenler ürünlerin fiyatı ve miktarıdır. Söz konusu yaklaşım, ürün veya girdi özelliklerinin, ürün ve hizmetlerin gelecekte bulunabilirliğine, ürünün kalitesine ve firma yöneticileri ile girdi sağlayıcılar arasındaki pazarlık durumuna göre sermaye yapısına olan etkilerini incelemektedir. Bu yaklaşım oligopolist firmaların rekabet halindeki endüstrilerde bulunan monopolist firmalara göre daha fazla borç kullandığını ifade etmekte ve kullanılan bu borcun vadesinin uzun olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikli ve yüksek kalitede üretim yapan firmalar diğer faktörler sabit kaldığında daha az borç kullanmaktadırlar. Ayrıca yoğun bir sendikalaşmanın olduğu ve çalışanlarının becerilerinin kolaylıkla transfer olduğu firmalarda da daha fazla borç kullanması gerektiği vurgulanmaktadır (Haris ve Raviv, 1991, 315-319).

Ürün ve girdi piyasalarının etkileşimine dayanan sermaye yapısı yaklaşımında sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür;

- Endüstriyel organizasyon teorisine göre firmanın amacı karını maksimize etmektir. Bu bağlamda firma en uygun rekabet stratejilerini belirlemelidir. Finans teorisi ise ürün piyasa stratejilerini gözardı ederek firmanın temel amacını özsermaye değerinin maksimizasyonu olarak belirlemiştir. Sermaye yapısı ile ürün piyasa stratejileri arasında ilişki kurarak oluşturulan yeni yaklaşımda ise firma yöneticilerine finansal bir bakış açısı sağlayarak yaratılan kar yerine yaratılan özsermaye değeri üzerinden teşvik ve ödeme yapılması düşüncesi ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda kaldıraç düzeyi özsermaye değeri üzerinden teşvik ve ödemeleri ve dolayısıyla dengeli ürün piyasası stratejilerini etkilemektedir. Brander ve Lewis (1986), firmalarda kaldıraç düzeyinin yükselmesinin, özsermaye sahiplerini daha riskli stratejileri takip etmelerine neden olduğunu ifade etmektedir. Özellikle oligopolist firmaların daha saldırgan (agresif) bir üretim politikası izleyerek risk düzeylerini arttırdıklarını ve sözkonusu saldırgan üretim politikasını izleyen firmaların kaldıraç düzeylerini yükselttiklerini ifade etmişlerdir. Dolayısıyla yaklaşıma göre firmaların oligopolist olması ve üretim stratejilerinde saldırgan olmasıyla kaldıraç düzeyleri arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.
- Maksimoviç (1988), gerçekleştirdiği çalışmada firmanın kaldıraç oranının firmanın ürününe olan talebin esnekliği ile arttığını belirlemiştir. Bu bağlamda yaklaşıma göre firmanın kaldıraç oranı ile talebin esnekliği arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.
- Ürünün tek, benzersiz olup olmaması, özel bir hizmet gerektirip gerektirmediği ve firmanın yüksek kalitede üretim yapma hususundaki ünü firmanın sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Titman (1984), benzersiz ve ek bir özel hizmet gerektiren ürün üreten ve kaliteli ürün üretme hususunda ün yapmış firmaların daha düşük düzeyde borçlandıklarını ifade etmektedir.
- Sarig (1988), borç verenlerin firmanın taahhütlerini yerine getirememe maliyetlerinin büyük bir kısmını üstlendiklerini buna karşılık firmanın taahhütlerini yerine getirme durumunda elde edilen kazançların çok az bir kısmını paylaştıklarını ifade etmiştir. Bu nedenle firmaların daha büyük bir taahhüt yerine getirme gücünü sağlamak ve kendisine ürün sağlayıcılara daha fazla alternatif sunması için kaldıraç

düzeylerini arttırması gerektiğini vurgulamıştır. Bununla birlikte çalışanların sendikalaşma ve çalışanların kolaylıkla transfer olabilme ölçüsü ile kaldıraç düzeyi arasında da pozitif bir ilişki bulunduğunu ifade etmiştir.

Aşağıdaki tabloda ürün/girdi piyasalarının etkileşimine dayalı sermaye yapısı yaklaşımına göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içerisinde bulunan değişkenler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1.6. Ürün/Girdi Piyasalarının Etkileşimine Dayalı Sermaye Yapısı Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Firmaların Oligopolist Olması	Pozitif	Brander ve Lewis (1986).
Saldırgan Üretim Politikası	Pozitif	Brander ve Lewis (1986).
Talebin Esnekliği	Pozitif	Maksimoviç (1988).
Ürünün tek, benzersiz olması, ürünün ek bir hizmet gerektirmesi	Negatif	Titman (1984).
Firma çalışanlarının sendikalaşma düzeyi	Pozitif	Sarig (1988).

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

1.2.3.2. Firma Kontrol Unsurlarından Türetilmiş Sermaye Yapısı Yaklaşımı

1980'li yıllardan itibaren satın alma ve ele geçirme faaliyetlerinin önem kazanması sonucunda finans literatüründe sermaye yapısı ile firmaların piyasa kontrolü arasındaki ilişki incelenmeye başlamıştır. Bu yaklaşıma göre firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerle ilgili varsayımlar aşağıda sunulmaktadır;

- Firmaların ele geçirme hedefleri, firmaların kaldıraç düzeylerini ortalama olarak yükseltmekte ve bu durum firmaların hisse senedi fiyatlarını olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla kaldıraç düzeyi ile firma değeri arasında da pozitif ilişki bulunmaktadır (Israel, 1992; Harris ve Raviv, 1988; Stulz, 1988).
- Hissedarlara yapılan hisse senetlerini devralma tekliflerinin (tender offers) başarısı ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır (Israel, 1992; Harris ve Raviv, 1988; Stulz, 1988).
- Yaklaşıma göre satın alma işlemlerinden kaynaklanan potansiyel kazançlar ve satın almanın maliyetlerindeki azalma ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır (Israel, 1992).

- Bu yaklaşıma göre yönetimin firma özsermaye sahipliğindeki payı ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır (Haris ve Raviv, 1988; Stulz, 1988).
- Bu yaklaşıma göre başarılı satın alma ihtimali ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır (Stulz,1988).

Tablo 1.7. Firma Kontrol Unsurlarından Türetilmiş Sermaye Yapısı Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Firmaların Ele Geçirme Hedefleri	Pozitif	Harris ve Raviv, (1988); Stulz, (1988); Israel, (1992).
Hissedarlara Yapılan Senetlerini Devralma Tekliflerinin (Tender Offers) Başarısı.	Negatif	Israel, (1992); Harris ve Raviv, (1988); Stulz, (1988); Israel, (1992).
Satın Alma İşlemlerinden Kaynaklanan Potansiyel Kazançlar.	Pozitif	Israel, (1992).
Satın Almanın Maliyetlerindeki Azalma	Pozitif	Israel, (1992).
Yönetimin Firma Özsermaye Sahipliğindeki Payı	Pozitif	Harris ve Raviv, (1988); Stulz, (1988).
Başarılı Satın Alma İhtimali	Negatif	Stulz, (1988).

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

Yukarıdaki tabloda firma kontrol unsurlarından türetilmiş sermaye yapısı yaklaşımına göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içersinde bulunan değişkenler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır.

1.2.3.3. Sermaye Yapısı Yaşam Evresi Yaklaşımı

Sermaye yapısı yaşam evresi yaklaşımı, firmaların sermaye yapılarının ve finansman tercihlerinin firmanın yaşam evrelerine göre farklılık gösterdiğini ifade etmektedir. Sermaye yapısı yaşam evresi yaklaşımında sermaye yapısı kararlarıyla ilgili varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Bender ve Wart (1993), firmaların yaşam evresinin ilerleyen safhalarında işletme risklerinin düşeceğini, buna karşın daha kolay ve fazla borç kullanmalarından dolayı finansal riskinin artacağını belirtmişlerdir. Bu bağlamda firmaların yaşı ilerledikçe daha fazla yabancı kaynak kullandıklarını vurgulamışlardır. Hovakimian, Opler ve Titman (2001), çalışmalarında benzer bir bakış açısıyla firmaların mevcut

varlıklarının finansmanında yabancı kaynakları, büyüme fırsatlarının finansmanında ise daha çok özsermaye kullanmaları gerektiğini ve firma olgunlaştıkça daha fazla borç kullanmaları gerektiğini ifade etmişlerdir. Damodaran (2001), genişleyen ve hızla büyüyen genç firmaların kendilerini ilk olarak özsermaye ile finanse etmelerini, olgunlaştıkça yabancı kaynaklarla finanse etmeleri gerektiğini vurgulamıştır.

- Adizes (1979) ve Adizes (1996), firmaların ilerleyen safhalarında yani yaşam döngüsünün son safhalarında tekrar işletme riskinin artacağını ve bu riske bir de finansal riskin de eklenmesinin firmayı sıkıntıya sokacağını ifade etmiş ve bu bağlamda yaşam döngüsünün son safhalarında daha düşük düzeyde borç kullanılması gerektiğini ifade etmişlerdir. Frielinghaus, Mostert ve Firer (2005), borç oranının firmaların yaşam evrelerinin ilk aşamalarında daha yüksek olduğunu ifade etmişlerdir.
- Morgan ve Abetti (2004) ise özellikle ileri teknoloji firmalarının riskli firmalar olması nedeniyle yaşam döngülerinin ilk aşamalarında risk sermayesi veya girişim sermayesi ile finanse olacaklarını, bir başka ifadeyle borç yerine özsermaye ile finanse olmaları gerektiğini vurgulamışlardır.

Tablo 1.8.'de sermaye yapısı yaşam evresi yaklaşımına göre kaldıraç düzeyiyle ilişki içersinde bulunan değişkenler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri özetlenmiştir.

Tablo 1.8. Sermaye Yapısı Yaşam Evresi Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Değişkenler

Değişkenler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Firma Yaşı	Pozitif	Bender ve Wart (1993); Hovakimian, Opler ve Titman (2001); Damodaran (2001)
Firma Yaşı	Negatif	Adizes (1979); Adizes (1996);Frielinghaus, Mostert ve Firer (2005)
Yüksek Teknoloji Düzeyi	Negatif	Morgan ve Abetti (2004)

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

1.2.3.4. Yasal Çevre Yaklaşımı

Finans literatüründe firmaların sermaye yapılarının şekillenmesinde yasal çevrenin etkisi araştırılmış ve firmaların finansman kararlarında birbirinden farklı yasal

çevre faktörlerinin etkisinin bulunduğu belirlenmiştir. Yasal çevre yaklaşımı, ticari, vergisel, ekonomik, sosyal ve finansal alanlarda gerçekleştirilen yasal uygulamaların ülkeden ülkeye değişiklik gösterdiği için özellikle çokuluslu firmaların sermaye yapısı kararlarını ülkeden ülkeye değiştirdiğini öne süren bir yaklaşımdır. Yine ülkeler arasında finansal sisteme yönelik düzenlemelerin ve muhasebesel uygulamaların firmaların sermaye yapısı kararlarını ve finansman tercihlerini etkilediğini vurgulamaktadır. (Bancel ve Mitto, 2004; Brounen, De Jong ve Koedijk, 2004). Yasal çevre yaklaşımında sermaye yapısı kararlarıyla ilgili varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Bu yaklaşıma göre bir ülkedeki yasal sistem o ülkedeki firmaların dışsal finansman olanaklarını etkileyen en temel değişkendir. Örf ve adetlere dayanan yazılı olmayan hukuk, medeni hukuk sistemine göre yatırımcıları daha iyi korumaktadır. Sermaye piyasalarının büyüklüğü ve derinliği kaliteli bir hukuk sisteminin de varlığına işaret etmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasaları küçük ve sığ olan ülkelerde hissedarların korunması da zayıf olacağı için ve özsermaye ile finansmanın maliyeti bundan olumsuz etkileneceğinden firmalar borçlanmaya yöneleceklerdir (La Porta, Silanes, Shleifer ve Vishny, 1997).
- Yasal çevre yaklaşımına göre yüksek piyasa değerine sahip firmaların bulunduğu ülkelerde azınlıktaki hissedarlar (minority shareholders) daha iyi korunmakta ve bu durum finansmanda özsermaye ile finansman maliyetini yükseltmektedir. Dolayısıyla azınlık hissedarlarının zayıf korunduğu ülkelerde firmaların kaldıraç oranı da yükselmektedir (La Porta, Silanes ve Shleifer, 1999).
- Yasal çevre yaklaşımının diğer bir varsayımı da firma ele geçirme karşıtı (anti-takeover) hukuksal düzenlemelerle finansal kaldıraç oranı arasındaki negatif ilişkidir. Garvey ve Hanka (1999), firma elegeçirme karşıtı kanunlarının düşmanca elegeçirmenin (hostile takeover) maliyetini yükselttiğini ve bu kanunların firmaların borç kullanımlarını azaltmalarını sağlayarak firmaları düşmanca satın alınma durumundan koruduğunu belirtmişlerdir.
- Bu yaklaşıma göre borç veren (kreditör) haklarının zayıf olduğu ülkelerde bulunan çokuluslu firmaların kaldıraç oranının da düşük olduğu ifade edilmektedir. Desai, Foley, Hines ve James (2004), çalışmalarında sermaye piyasaları gelişmemiş ve zayıf borç veren haklarının bulunduğu ülkelerde faaliyet gösteren çokuluslu

şirketlerin yüksek borçlanma maliyetlerine paralel olarak daha az dışsal borçlanmaya yöneldiklerini belirtmişlerdir.

Aşağıdaki tabloda yasal çevre yaklaşımına göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içerisinde bulunan faktörler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1.9. Yasal Çevre Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Hukuksal Düzenlemelerle Hissedarların Korunma Düzeyi	Negatif	La Porta, Silanes, Shleifer ve Vishny (1997).
Sermaye Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi	Negatif	La Porta, Silanes, Shleifer ve Vishny (1997).
Hukuksal Düzenlemelerle Azınlıktaki Hissedarların Korunma Düzeyi	Negatif	La Porta, Silanes, Shleifer (1999).
Firma Ele Geçirme Karşıtı (Anti-Takeover) Hukuksal Düzenlemelerin Boyutu	Negatif	Garvey ve Hanka (1999).
Borç Veren Haklarının Korunma Düzeyi	Pozitif	Desai, Foley, Hines ve James (2004).

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

1.2.3.5. Sermaye Yapısı Tercihlerini Kurumsal Yönetim Açısından Açıklayan Yaklaşım

Bu yaklaşım, son yıllarda finans piyasalarında önemi artan kurumsal yönetim ilkeleri ile firmaların sermaye yapısı kararları ve finansman tercihleri arasındaki ilişkileri açıklamaya çalışmaktadır. Bu konuyla ilgili olarak ilk yapılan çalışma Williamson'un (1988) çalışmasıdır. Williamson (1988), borç ve özkaynak finansman kaynaklarını finansal araçlar olarak nitelendirerek bu enstrümanları kurumsal yönetim ilkeleri açısından incelemiştir. Bu çalışmadan sonra sermaye yapısı ile özellikle firma yönetim kurulunun büyüklüğü ve bileşimi, yönetimin özsermaye içindeki payı, yönetici ve müdürlerin eğitim durumu, çalışma süresi ve yöneticilerle ilgili ücretlendirme sistemleri gibi kurumsal yönetim ilkeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmalar neticesinde söz konusu yaklaşımlar göre sermaye yapısıyla ilgili varsayımlar aşağıda sunulmuştur;

- Bu yaklaşıma göre firma yönetim kurulunun büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002), yönetim kurulunun büyüklüğünün aynı zamanda yönetim kurulunun firma yöneticilerine firma performansını arttırmak üzere daha düşük düzeylerde borçlanması hususunda daha fazla baskı yapacağının bir göstergesi olduğunu ifade etmişlerdir.
- Sözkonusu yaklaşıma göre firma yönetim kurulunun kompozisyonu ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002), yönetim kurulunun büyük bir bölümü firma dışındaki müdürlerden oluşan firmalarda, yönetim kurulunun firma yöneticilerini borç kullanmama ve firma bünyesinde nakit yaratma hususunda daha fazla denetlediklerini ifade etmişlerdir.
- Bu yaklaşıma göre üst yöneticilerin çalışma süreleri ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002), firma üst yöneticisinin, yönetici olarak çalışma süresinin artmasıyla birlikte firma içindeki kontrol gücünün de artacağını ve bu bağlamda uzun süredir yöneticilik yapan üst yöneticilerin firma bünyesinde düşük düzeylerde borç kullanılması için gerekli denetlemeleri yaptıklarını ifade etmişlerdir. Berger, Ofek ve Yermack (1997), ise firma üst yöneticilerin ofislerinde çalışma süreleri arttıkça başında bulundukları firmaların daha düşük düzeyde yabancı kaynak kullandıklarını belirlemişlerdir.
- Bu yaklaşıma göre firma üst yöneticilerine yapılan sabit ücret ödemeleri ile finansal kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Firma üst yöneticilerine yapılan sabit ödemeler veya performansa dayalı ücret ödemeleri, üst yöneticileri finansal riskten kaçınmak için daha düşük düzeylerde borç kullanmaları hususunda teşvik etmektedir (John ve John, 1993; Wen, Rwegasira ve Bilderbeek, 2002).

Aşağıdaki tabloda kurumsal yönetim yaklaşımına göre finansal kaldıraç düzeyiyle ilişki içersinde bulunan faktörler ve kaldıraç düzeyine olası etkileri literatür referanslarıyla birlikte özetlenmeye çalışılmıştır.

Tablo 1.10. Kurumsal Yönetim Yaklaşımında Kaldıraç Düzeyini Etkileyen Faktörler

Faktörler	Kaldıraç Düzeyiyle İlişkisi	Bilimsel Çalışmalar
Yönetim Kurulunun Büyüklüğü	Negatif	Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002)
Firma Dışındaki Yöneticilerin Yönetim Kurulundaki Payı	Negatif	Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002)
Firma Üst Yöneticisinin Yönetici Olarak Çalışma Süresi	Negatif	Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002); Berger, Ofek ve Yermack (1997)
Firma Üst Yöneticilerine Yapılan Sabit Ücret Ödemeleri	Negatif	Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002)
Firma Üst Yöneticilerine Yapılan Performansa Dayalı Ücret Ödemeleri	Negatif	John ve John (1993)

Kaynak: Tabloda ifade edilen kaynaklardan yararlanılarak oluşturulmuştur.

1.3. Firmalarda Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Firmalarda sermaye yapısını etkileyen faktörler ve sermaye yapısı ile ilişkileri finans literatüründe oldukça fazla araştırılan bir konudur. Çalışmanın bu bölümünde sermaye yapısını etkileyen faktörler ve sermaye yapısıyla olan ilişkileri, teorik ve uygulamalı çalışmalar temel alınarak aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda öncelikle finansal kaynaklar arasında seçimde dikkat edilecek ilkeler açıklanmıştır. Daha sonra kaynak seçimini etkileyen faktörler; genel ekonomiyle ilgili faktörler, endüstriyle ilgili faktörler, firmayla ilgili faktörler, yasal ve para otoritelerinin kararlarıyla ilgili faktörler ve borç verecek olanların davranışı ile ilgili faktörler şeklinde sınıflanarak açıklanmaya çalışılmıştır.

1.3.1. Finansal Kaynakların Seçiminde Dikkat Edilecek İlkeler

Finansal kaynakların seçiminde dikkat edilecek ilkeleri uygunluk, risk, finansal kaldıraçtan yararlanma, maliyet, esneklik, kontrol ve zamanlama başlıkları altında toplamak mümkündür (Akgüç, 1998, 501).

a) Uygunluk İlkesi: Uygunluk ilkesi ile sağlanan fonların niteliği ve vadelerinin, finansmanında kullanıldıkları varlıkların niteliği ve vadesi ile uyum içinde bulunması ifade edilmektedir. Firmalar borçlanmak için uygun varlıklara sahiplerse daha fazla borç kullanırlar. Duran varlıklarla dönen varlıkların devamlılık gösteren bölümünün uzun

vadeli finansal kaynaklarla finanse edilmesindeki temel neden bu kaynakların geri ödeme süresi ile bu finansal kaynaklarla elde edilen varlıkların sağlayacağı para girişinin vadesinin uygun olmasının istenmesidir. Duran varlıkların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi, söz konusu kaynakların para girişi yaratmadan bedellerinin ödenmesi gibi finansman açısından sakıncalı bir durum yaratacak ve firmayı finansal yönden sıkıntı içinde bırakabilecektir. Dolayısıyla varlık toplamı içinde duran varlıkları ağırlık taşıyan firmaların orta ve uzun vadeli finansal kaynaklarla özsermaye tabanına dayanmaları gerekmektedir. Buna karşın dönen varlıkların geçici özellik gösteren kısımlarının da uzun vadeli finansal kaynaklarla fonlanması firma yönünden emniyetli olmakla birlikte firmalarda atıl fonların oluşmasına ve karlılığın azalmasına neden olabilecektir. Bu nedenle dönen varlıklara geçici artışların, esnek kısa süreli kaynaklarla finanse edilmesi gerekmektedir (Akgüç, 1998, 501-502; Brigham ve Houston, 2004, 624).

b) Risk İlkesi: Firmalar finansal kaynakları seçerken finansman tercihleri sonucunda oluşabilecek riskle karlılığı mutlaka uyumlaştırmak zorundadırlar. Firmanın sermaye yapısında borç ve imtiyazlı hisse senedi gibi sabit getirili menkul kıymetlerin kullanılma düzeyi olarak ifade edilen finansal kaldıraçtan aşırı ölçüde yararlanması firmanın karlarını arttıracağı gibi varlığını da tehlikeye sokabilecektir. Satışları dalgalanma gösteren firmaların karlarındaki dalgalanma, özellikle sabit giderlerin payı yüksek olan firmalarda daha büyük boyutlara ulaşmaktadır. Bu nedenle satışları dalgalanma gösteren firmaların sahip oldukları iş riskini düşük finansman riski ile dengelemek için finansmanda geniş ölçüde özsermayeye yönelmeleri gerekmektedir (Akgüç, 1998, 502;Brigham ve Houston, 2004, 624).

c) Finansal Kaldıraçtan Yararlanma İlkesi: Finansal kaldıraç, özsermaye karlılığını veya hisse başına elde edilen net geliri etkilemektedir. Bir firmanın faaliyetinin sağladığı karlılık oranı ödediği faiz oranından yüksek olduğu sürece, borçlanma yoluyla özsermaye karlılık oranını yükseltebilir. Bu durumda finansal kaldıraç firmanın lehine çalışır. Buna karşın firmanın karlılık oranı, ödediği faiz oranından düşükse firmanın borçlanması sermaye karlılık oranını ve hisse başına elde edilen geliri düşürür. Bir firmanın sınırsız bir şekilde yabancı kaynak kullanarak finansal kaldıraçtan yararlanması mümkün değildir. Çünkü finansman şekli riskli bir

durum aldıkça firmanın finansal kaynak bulması zorlaşacak ve yabancı kaynağın maliyeti de yükselebilecektir (Akgüç, 1998, 503).

d) Maliyet: Firmalar, finansman kaynakları arasında bir seçim yaparken maliyet etmenini ve finansman şekillerinin karlılık üzerine olabilecek etkisini de dikkate almak zorundadırlar. Firmalar kaynakların vergiden sonraki maliyetini hesaplamalıdır. Borç faizi ödemesinin vergi matrahından indirebilme olanağı, kaynakların görünür maliyeti ile gerçek maliyeti arasında bir fark yaratmaktadır. Bir firmanın kurumlar vergisi oranı ne kadar yüksek ise borç kullanma avantajı o kadar büyük olacaktır (Türko, 1999, 547).

e) Esneklik İlkesi: Esneklik, finansman kaynaklarının firmanın gereksinimine göre ayarlanabilmesi, firmanın varlıkları arttığında genişleyebilmesi, azaldığı zaman kolaylıkla daralabilmesidir. Finansal esneklik; nakde, kolay nakde dönüşebilir menkul kıymetlere, hazır değerlere sahip olmak ve borç piyasalarına ve banka borçlanmasına hazır olmayı ifade etmektedir (Brealey ve Myers, 2003, 513). Finansal esneklik özellikle kötü ve zor şartlarda firmalar açısından önemli kavramlar olmaktadır. Normal şartlarda firmaların uzun vadeli başarısı açısından gerçekleştireceği normal faaliyetlerin finansmanı için yabancı kaynak bulması daha kolaydır. Ancak ekonomide para bulmanın zor olduğu veya firmanın faaliyetlerinde sıkıntı yaşadığı dönemlerde fon sağlayanlar güçlü bir bilançoya sahip firmalara fon vermeyi tercih etmektedirler. Bu bağlamda finansal esneklik önem kazanmaktadır. Çünkü finansal esneklik, firmanın elinde bir süre için de olsa atıl kalabilecek fon tutarını en düşük düzeye indirerek, kaynak maliyeti ve firmanın karlılığı üzerinde olumlu etkiler yapar. Kısa süreli finansman kaynakları finansmanda esnekliği arttıran araçlardır (Akgüç, 1998, 504).

f) Kontrol veya Yönetimin Paylaşılması İlkesi: Firmanın sahip veya sahiplerinin firma üzerinde kontrol yetkilerini paylaşmak arzusu taşıyıp taşımadıklarına göre kaldıraç oranı belirlenmelidir. Firmanın sahip ve sahipleri açısından öncelik taşıyan amaç, firmanın yönetimini elinde bulundurmak ise ek fona ihtiyaç duyulduğunda tercih edilecek yol borçlanmadır. Öte yandan, oy kontrolü ile ilgilenmeyen bir yönetim grubu, eğer firmanın finansal durumu borç kullanma durumunda, firmayı ciddi bir ödeme sorunuyla karşı karşıya bırakacak kadar zayıf ise, borç yerine hisse senedi kullanmaya karar verebilir. Çünkü firma borcunu ödeyememe durumuna düşerse yöneticiler işlerini tamamen kaybedebileceklerdir. Ancak bu seferde borcun çok az kullanılması ve hisse

senedine yönelmek firmanın satın alınma tehlikesini de doğuracaktır (Brigham ve Houston, 2004, 624; Türko, 1999, 548).

g) Zamanlama İlkesi: Zamanlama, firmanın fonlara gereksinme duyduğu an elverişli koşullarla sağlanmasını ifade eder. Bunun için firmaların para ve sermaye piyasalarını yakından izlemeleri, kısa süreli finasman bonoları ya da hisse senedi ve/veya tahvil çıkarılmasını bu piyasaların elverişli bulunduğu zamanlarda yapmaları gerekir. Firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşük ise, ancak karlılığı arttığında hisse senedi fiyatları da artacaksa tahvil ihracı söz konusu olabilir (Kandır, Önal ve Karadeniz, 2007, 188). Bununla beraber genel ekonomik ve piyasa şartlarının uygun olduğu durumlarda kısa süreli borçların uzun süreli borçlara dönüştürülmesi veya yeni ve uygun şartlarda borç alınarak bu borcun eski ve daha maliyetli borçları ödemede kullanılması (röfinansman), zamanlama ve finansmanda esneklik sağlanması açısından yararlı araçlar olarak görülmektedir. Vadeli swap anlaşmaları da, finansal piyasalarda faiz oranlarının elverişli olduğu dönemlerde, borçluya faiz oranlarını önceden belirleme olanağını sağlayarak zamanlama açısından bir fırsat yaratmaktadır (Akgüç, 1998, 504-505).

1.3.2. Finansal Kaynak Seçimini Etkileyen Faktörler

Firmalarda finansal kaynakların nitelik, miktar ve vadelerini etkileyen faktörleri; genel ekonomiyle ilgili faktörler, endüstriyle ilgili faktörler, firmayla ilgili faktörler, yasal ve para otoritelerinin kararlarıyla ilgili faktörler ve borç verecek olanların davranışı ile ilgili faktörler olmak üzere beş grup altında toplamak mümkündür.

1.3.2.1. Genel Ekonomiyle İlgili Faktörler

Sağlıklı finansman kararları alınması, gelecek ekonomik durum hakkında tahminlerde bulunmayı gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda sermaye yapısı kararlarıyla ilgili olarak genel ekonomik durum hakkında tahminlerde bulunurken şu noktalara dikkat edilmelidir:

a) Faaliyet Hacmindeki Gelişmeler: Genel olarak ekonomik hayatta ve/veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstride beklenen gelişmeler firmaların sermaye yapısı

kararlarını etkilemektedir. Eğer firmanın içinde bulunduğu endüstride bir büyüme bekleniyorsa fonlardaki beklenen artış finansmanda daha fazla yabancı kaynak kullanılmasının yaratabileceği sorunları önlemektedir. Buna karşılık ekonomi veya endüstri kolunda bir küçülme bekleniyorsa borçtan kaçınma ve özkaynaktan yararlanma, riski azaltma açısından uygun bir tutum olacaktır (Akgüç, 1998, 505).

b) Para ve Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler: Para ve sermaye piyasalarında meydana gelen gelişmeler, firmaların sağlayacakları kaynakların maliyetini ve bu kaynakların elde edilme elverişliliğini etkilemektedir. Gelecekte elverişli koşullarda fon sağlama olanağı artacaksa, firmanın bugün için hareket serbestini koruyacak şekilde bir finansman politikası izlemesi, değişken faizli kısa süreli yabancı kaynaklardan yararlanması uygun olabilir. Faizlerde yükselme bekleniyorsa, sabit faizle uzun süreli borçlanma, faizlerde düşme bekleniyorsa kısa süreli değişken faizle borçlanma uygun olacaktır (Akgüç, 1998, 506).

c) Vergi Oranlarındaki Değişmeler: Vergi kanunları firmaların faiz ödemelerini gider olarak vergiden indirilmesini buna karşın karpayı ödemelerinin veya hisse senetlerinin geri satın alınması için yapılan ödemelerin vergiden indirilmemesini sağlamaktadır. Yabancı kaynaklara ödenen faiz giderlerinin vergiden indirilmesi yabancı kaynaklarla fon sağlanmasının en önemli avantajı olarak ifade edilmektedir. Bu avantaj firmaların sermaye yapılarında borç kullanımını teşvik etmektedir. Eğer gelecekte gelir vergisi oranları yükselecekse, borçla finansmanın çekiciliği artacaktır (Brigham ve Houston, 2004, 618). Ancak bir çok ülkede yatırımcıların tabii olduğu faiz gelirleri üzerinden alınan vergiler, hisse senetlerinden sağlanan sermaye kazançlarından daha yüksek olabilmektedir. Bu durum özsermaye ile finansmanı, firma ve yatırımcıların tabii olduğu vergi oranlarıyla ilişkili olarak daha çekici kılmaktadır (Koller, Goedhart ve Wessels, 2005, 476).

d) Kambiyo Piyasalarında ve Döviz Kurlarındaki Gelişmeler: Kambiyo piyasalarında ve döviz kurlarındaki gelişmeler ulusal para ya da yabancı para ile borçlanma konusunda firmaların seçimini etkilemektedir (Akgüç, 1998, 506). Kazançlarının büyük bir kısmı uluslararası firmalarla yaptıkları ticaretten kaynaklanan firmalarda, döviz kurlarında meydana gelen değişikliklerden dolayı kazançlar düşebilmektedir. Bu durum firmanın işletme riskini de etkilediği için firmanın sermaye

yapısı kararlarını da etkilemekte ve kaldıraç kullanımını azaltmaktadır (Brigham ve Houston, 2004, 600).

1.3.2.2. Endüstriyle İlgili Faktörler

Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen endüstriyle ilgili faktörleri şu şekilde açıklamak mümkündür;

a) Mevsimlik Hareketlerden Etkilenme: Satışlarında mevsimsel hareketlerin geniş etkisi görülen endüstriler, göreli olarak büyük ölçüde esnek kısa süreli finansal kaynaklara gereksinim duymaktadırlar (Akgüç, 1998, 507).

b) Dönemsel Hareketlerden Etkilenme: Özellikle dayanıksız tüketim malları üreten endüstriler gibi bazı endüstrilerin satışları dönemsel hareketlerden ve ulusal gelirdeki dalgalanmalardan etkilenmemektedir. Bunun nedeni bu endüstrilerin ürettikleri ürünlere olan talebin gelir esnekliğinin düşük olmasıdır. Satışları dönemsel hareketlerden etkilenen endüstrilerde ise firmalar sermaye yapısı kararlarını alırken risk ve esnekliğe dikkat etmek durumundadırlar. Bu endüstrilerde ağır borç yükü, faaliyetlerin fazla olmadığı dönemlerde finansal riski arttırarak borç ödeme konusunda firmaları sıkıntıya sokabilmektedir. Dönemsel duyarlılığı fazla olan endüstrilerin göreli olarak daha fazla özsermaye kullanmaları, finansal riski düşürme açısından daha yararlıdır. Satışları istikrarlı olan endüstriler istikrarsız olan endüstrilere göre daha güvenlidirler ve daha fazla borç kullanırlar (Akgüç, 1998, 507; Brigham ve Houston, 2004, 624).

c) Endüstrideki Rekabet: Endüstrideki rekabetin şekli ve düzeyi, firmalar tarafından kullanılacak finansman kaynaklarının seçimini etkileyen bir faktördür. Rekabetin şiddetli olduğu ve bu nedenle gelecekte satışların ve karların sağlıklı bir şekilde tahmininin güç olduğu endüstrilerde, aşırı bir risk yüklenmemek için özsermaye ile finansmana yabancı kaynaklardan daha fazla ağırlık verilmesi gerekmektedir. Rekabetin olmadığı endüstrilerde satış ve karlar sağlıklı olarak tahmin edilebildiğinden bu endüstrilerdeki firmaların daha fazla yabancı kaynak kullanmaları riskli bir durum yaratmaz (Akgüç, 1998, 507-508).

d) Endüstrinin İçinde Bulunduğu Evre: Endüstrilerde, firmaların yaşam evreleri gibi doğmakta, büyümekte, olgunlaşmakta, gerilemekte ve durgunluk dönemine girerek tamamen yok olabilmektedirler. Endüstrinin geçirdiği yaşam evresine göre firmaların sermaye yapısı kararları da değişmektedir. Endüstrinin ilk emekleme evresinde başarısızlık olasılığı fazla olduğundan finansal riski azaltmak için özsermayeye ağırlık verilmektedir. Endüstrinin büyüme ve gelişme dönemlerinde ise firmalar, finansal esnekliklerine önem vermektedirler. Endüstrinin olgunluk döneminde ise firmalar daha çok otofinansman yoluyla kaynak sağlamaktadırlar. Duraklama ve gerileme evrelerinde ise kullanılan fonların kolaylıkla daralmasına olanak verecek bir finansal yapı sağlanması önem kazanmaktadır (Akgüç, 1998, 508).

e) Endüstrideki Gelenek ve Görenekler: Bazı endüstrilerde genel olarak firmaların finansmanı konusunda yerleşmiş gelenekler olabilmektedir. Bu tür endüstrilerde faaliyet gösteren firmaların finansal yapısını ortaya koyan oranların, o endüstride yerleşmiş finansman geleneklerinden ve/veya gözlenen tipik oranlardan büyük farklar göstermesi durumunda, firmanın özellikle finansman kurumlarından yeni ek kaynaklar bulması güçleşebilir ve maliyetli olabilmektedir. Bu nedenle firmalar içinde bulundukları endüstrideki yerleşmiş adetlere, tipik oranlara yaklaşan bir finansal yapıya sahip olma eğilimindedirler (Akgüç, 1998, 508).

1.3.2.3. Firmayla İlgili Faktörler

Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen ve firmayla ilgili olan faktörler aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

a) Firmanın Organizasyon Şekli ve Hukuki Yapısı: Firmanın organizasyon şekli ve hukuki yapısı finansman olanakları üzerine etki yapan önemli bir faktördür. Tek sahipli firmalarda kaynak sağlanması, firma sahibi olan tek kişinin öz varlığına ve kredisine bağlıdır. Kollektif şirketler, komandit şirketler ve adi şirketler gibi şahıs şirketlerinde sağlanacak fon, ortakların kişisel varlıkları ve kredi temini olanakları ile sınırlıdır. Anonim şirketler, diğer şirketlere göre çok daha kolay, büyük tutarlara ulaşan ve uzun vadeli kaynak bulabilmektedirler (Akgüç, 1998, 509).

b) Firma Büyüklüğü: Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen firmayla ilgili önemli faktörlerden biri de firmanın büyüklüğüdür. Büyük firmaların fon gereksinimleri tek bir kaynaktan karşılanamayacak kadar büyük olmaktadır. Bu nedenle büyük firmalar, çok çeşitli kaynaklardan fon tedarik etmektedirler. Küçük ve tek sahipli firmalarda ise yöneticilerin alternatif finansman kaynakları arasında seçim yapmak olanağı son derece kısıtlıdır. Küçük firmalar, finansmanda büyük ölçüde sahip veya sahiplerinin sağlayabildikleri özsermaye ile satıcı kredilerine dayanmak durumundadırlar. Ancak sınırlı ölçüde finansal kaynak bulabilmektedirler. Bununla beraber büyüklük, sermaye yapısı üzerindeki etkisini özellikle menkul kıymet ihraç maliyetlerinde göstermektedir. Görece büyük firmaların menkul kıymet ihraç etme maliyeti daha düşük olmaktadır. Menkul kıymet ihraç maliyetleri yüksek olan küçük firmalar ise yabancı kaynak ihtiyaçlarını daha çok kısa süreli borçlarla karşılamaktadırlar (Akgüç, 1998, 510; Kandır, Önal ve Karadeniz, 2007, 189). Dengeleme teorisi büyük firmaların riski daha iyi dağıtmaları ve daha düşük geri ödeme riskine sahip oldukları için daha fazla borç kullandıklarını ifade etmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise firmalar büyüdükçe daha küçük firmalara göre dışarıdaki yatırımcılara daha fazla bilgi sağlamakta ve daha az asimetrik bilgi sorunuyla karşılaşmaktadırlar. Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar büyüdükçe borca göre daha fazla özsermaye kullanmaktadır (Frank ve Goyal, 2003, 38; Akhtar ve Oliver, 2005, 14). Temsilcilik maliyeti teorisine göre ise kaldıraç ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki bulunmaktadır (Frank ve Goyal, 2003).

c) Firmanın Kredi Değerliliği: Firmanın kredi değerliliğinin düzeyi firmaların finansman kaynakları arasındaki seçimini etkileyen faktörlerden birisidir. Bir firmanın kredi değerliliği yüksek ise firmaya finansman kaynaklarının seçiminde hareket esnekliği kazandırmaktadır (Akgüç, 1998, 510). Firmanın kredi değerinde meydana gelen azalış sonucunda oluşan temsilcilik maliyeti finansal sıkıntı maliyetlerinin oluşmasında önemli bir unsurdur. Dengeleme teorisine göre firma, kredi değerinin azalmaya başlayacağı noktaya kadar borçlanmaya devam etmelidir (Myers, 2001, 89).

d) Firma Varlıklarının Yapısı: Firmanın varlık yapısı, firmanın finansman olanaklarını çeşitli şekillerde etkilemektedir. Duran varlıklar birçok işletmede borç kullanımı için önemli bir teminat unsuru olarak kabul edilmektedir (Brigham ve Houston, 2004, 624). Firma varlıklarının önemli bir bölümü duran varlıklardan

oluşuyorsa firma daha fazla borçlanabilmekte ve genel olarak uzun vadeli borç kullanma imkanına sahip olmaktadır. Eğer stok ve alacaklar varlık toplamı içinde önemli bir yer tutuyorsa firmanın daha çok kısa vadeli kredi kullanması daha uygun olmaktadır (Akgüç, 1998, 510). Temsilcilik maliyeti teorisinde borç verenler, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışması, hissedarları optimal olmayan yatırım yapmalarına neden olabilmektedir. Bu durumda borç verenler kendilerini korumak amacıyla maddi duran varlıkları bir teminat olarak kabul etmektedirler. Dolayısıyla finansal hiyerarşi teorisine göre maddi duran varlıkların payı ile toplam borç ve uzun vadeli borç miktarı arasında pozitif ilişki kısa vadeli borçlar arasında ise negatif ilişki bulunmaktadır (Qian, Tian ve Wirjanto, 2007, 6). Maddi duran varlıklar, kolaylıkla teminat olarak gösterilebilen ve fazla değer kaybına uğramadan paraya çevrilebilen varlıklar oldukları için dengeleme teorisine ve temsilcilik maliyeti teorisinin borç maliyeti yaklaşımına göre maddi duran varlıkların payı ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır (Frank ve Goyal, 2003, 39). Buna karşın temsilcilik maliyeti teorisinin özsermaye maliyeti yaklaşımına göre kaldıraç ile sabit varlıkların payı arasında negatif ilişki bulunmaktadır (Frank ve Goyal, 2003, 25).

e) Firmanın Büyüme Arzusu: Firmanın hızlı bir şekilde kısa sürede büyüme arzusu, firmanın özsermaye durumunun kuvvetlendirilmesini gerekli kılabilir (Akgüç, 1998, 511).

f) Firma Yöneticilerinin Tutumu: Firma yöneticilerinin, risk alma ve firma yönetimini ellerinde bulundurma hususundaki tutumları da finans kaynakları arasındaki seçimi etkiler (Akgüç, 1998, 511). Bazı yöneticiler diğerlerine göre daha muhafazakar oldukları için ortalama bir firmadan daha düşük düzeyde borç kullanabilmektedirler (Brigham ve Houston, 2004, 625). Bazı yöneticiler finansal ve yatırım kararlarında diğerlerine göre daha saldırgan bir politika izleyebilmektedirler. Dolayısıyla karlarını hızla arttırmak için daha fazla borç kullanma eğiliminde olabilmektedirler. Bu faktör optimal sermaye yapısını etkilememektedir. Ancak yönetimce belirlenen hedef sermaye yapısını etkileyebilmektedir (Brigham ve Houston, 2004, 594).

g) Firmanın Karlılık Durumu: Firmaların karlılık durumu da sermaye yapısı kararlarını etkileyebilmektedir. Genel olarak yatırımları üzerinden sağladıkları karlılık oranı yüksek olan firmalarda daha düşük düzeylerde borç kullanıldığı gözlenmektedir.

Çünkü karlı firmalar daha çok kar alıkoyarak oto finansmana yönelirler ve kaldıraçtan daha az yararlanırlar. Diğer bir ifadeyle, karlı firmalar borç / özsermaye oranını, karsız firmalara kıyasla daha düşük tutarlar (Kandır, Önal ve Karadeniz, 2007, 188). Finansal hiyerarşi teorisine göre firmada yatırımlar ve karpayı ödemeleri sabitse karlı firmalar daha az borç kullanacaklardır. Bu bağlamda finansal hiyerarşi teorisine göre karlılık ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır (Qian, Tian ve Wirjanto, 2007, 5; Frank ve Goyal, 2005, 39). Ancak dengeleme teorisi, yüksek karlılık düzeyinin, yüksek bir borçlanma kapasitesini beraberinde getirdiğini, bu durumun vergi kalkanından yararlanma imkanını arttırdığını dolayısıyla karlılık ile finansal kaldıraç arasında pozitif ilişki bulunduğunu kabul etmektedir (Um, 2001; Frank ve Goyal, 2003).

ğ) Firmanın Büyüme Fırsatları: Firmaların büyüme hızları ve sahip oldukları büyüme fırsatları alacakları sermaye yapısı kararlarını oldukça etkileyebilmektedir. Dengeleme teorisine göre büyüme ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Çeşitli temsilcilik teorileri de kaldıraç ile büyüme arasında negatif ilişki olduğunu vurgulamaktadırlar. Hızlı büyüyen firmalarda proje riskinin artması hissedarlar açısından kolay olmakta, borç verenler açısından ise değişikliklerin kontrol edilmesi de zor olabilmektedir. Dolayısıyla borç, yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda oldukça maliyetlidir. Serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyeti ise büyük firmalarda daha az etkili olmaktadır ve bu nedenle büyüyen firmalarda daha az borç kullanılmaktadır. Düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalarda borç, serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyetlerini uyumlaştırmaktadır (Frank ve Goyal, 2005, 37-38).

Finansal hiyerarşi teorisinde, yüksek büyüme fırsatları firma açısından fon ihtiyacını arttırmakta ve dışsal finansman ihtiyacı tercih edilen borçlanma ile karşılanmaya çalışılmaktadır. Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisinde kaldıraç ile büyüme fırsatları arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Temsilcilik maliyeti teorisine göre ise negatif bir ilişki bulunmaktadır. Ancak temsilcilik maliyetini uyumlaştırmak için firmalar daha çok kısa vadeli borç kullanmaktadırlar. Dolayısıyla kısa vadeli borç düzeyi ile büyüme fırsatları arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir (Qian, Tian ve Wirjanto, 2007, 6; Benito, 2003, 7).

h) Firmaların Kar Payı Ödemeleri: Vergi kanunları firmaların faiz ödemelerini gider olarak vergiden indirilmesini buna karşın karpayı ödemelerinin vergiden

indirilmemesini sağlamaktadır. Bu farklılık firmaların sermaye yapılarında borç kullanımını teşvik etmektedir ve eğer diğer varsayımlar değişmediği takdirde firmanın %100 olarak borç kullanması gerektiği ortaya çıkmaktadır (Brigham ve Houston, 2004, 618).

Dengeleme teorisine göre karpayı ödemesi yapan firmalar eğer daha az riskli olarak kabul ediliyorlarsa daha fazla borç kullanmalıdır. Eğer karpayı ödeyen firmalarda özsermayenin temsilcilik maliyeti düşük ise karpayı ile kaldıraç arasında negatif ilişki olacaktır.

Finansal hiyerarşi teorisine göre karpayı ödemesi yapan bir firma daha fazla borçlanmalıdır. Çünkü karpayı ödemeleri firmada finansal ihtiyaca neden olacağı için bu ihtiyaç borçlanarak karşılanmalıdır. Bir başka görüşe göre ise karpayı ödemesi yapmayan firmalarda bilgi asimetrisi daha fazladır. Bu durum söz konusu firmaların borcu tercih etmesini sağlamaktadır. Bu nedenle karpayı ödemesi yapmayan firmaların daha fazla borç kullanması gerekmektedir. Dolayısıyla teoriler karpayı ile kaldıraç arasındaki ilişkiyi tam olarak açıklayamamaktadır (Frank ve Goyal, 2005, 38).

ı) Firma Yaşı: Sermaye yapısı teorisinde, yaşça daha büyük olan firmaların geleceği hakkında daha fazla bilgi elde edilebilmektedir. Bir başka ifadeyle bu firmalar hakkında asimetrik bilgi düşük düzeydedir. Düşük asimetrik bilgi de daha yüksek kaldıraca olanak vermektedir. Tahvil sahipleri de, hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları firmalara daha fazla ve kolay borç vermektedirler (Akhtar ve Oliver, 2005, 6).

i) Vergi Kalkanına Tabi Borç Dışı Giderler: Vergi ile sermaye yapısı arasındaki ilişki uygulanan vergi rejimlerine göre açıklanmaya çalışılmaktadır. Yüksek vergi kalkanına tabi borç dışı giderlere (amortisman) sahip firmalarda kaldıraç kullanımı azalmaktadır (Akhtar ve Oliver, 2005, 12). Finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisine göre vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır (DeAngelo ve Masulis, 1980; Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984; Fama ve French, 2002).

j) Firmaların Vergi Pozisyonu: Firmaları borç kullanmaya iten en önemli neden faiz ödemelerinin vergiden indirilmesidir. Bu nedenle bir çok firma sermaye yapısı kararı alırken gelecekteki çeşitli faaliyet senaryoları doğrultusunda alacağı vergi

pozisyonunu tahmin etmeye çalışmaktadır (Emery ve Finnerty, 1997, 502). Firmalar açısından faiz ödemelerinin vergiden indirilmesi borcun efektif maliyetini düşürmektedir (Brigham ve Houston, 2004, 597). Bu nedenle firmanın tabii olduğu vergi oranları yükseldikçe borcun avantajı da artmaktadır (Brigham ve Houston, 2004, 624). Dolayısıyla dengeleme teorisine göre efektif vergi oranı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir (Qian, Tian ve Wirjanto, 2007, 6).

k) Firmada Yaratılan Serbest Nakit Akımları: Finans teorisinde firma bünyesinde yaratılan serbest nakit akımlarının miktarı firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyebilmektedir. Dengeleme teorisinde serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki pozitiftir. Firmada yaratılan iç fonların göstergesi olan serbest nakit akımları ile kaldıraç arasında finansal hiyerarşi teorisine göre negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bir başka ifadeyle firmada yaratılan serbest nakit akımları arttıkça firmada borç kullanımı azalmaktadır (Bontempi, 2002, 2).

l) Net Ticari Kredi Pozisyonu: Firmanın alacaklarının borçlarından farkının toplam varlıklara oranı olarak ölçülen ve firmanın iç bünyesinde yarattığı fonların bir diğer göstergesi olan net ticari kredi pozisyonu ile kaldıraç arasında finansal hiyerarşi teorisine göre negatif ilişki bulunmaktadır (Colombo, 2001).

m) Firma Satışlarının İstikrarı: Satışları istikrarlı olan firmalar istikrarsız olan firmalara göre daha güvenlidirler ve daha yüksek sabit maliyetler içeren borç kullanırlar. Kamu hizmeti veren firmalarda talep istikrarlı olduğu için diğer firmalara göre daha fazla finansal kaldıraçtan yararlanırlar (Brigham ve Houston, 2004, 624). Firmalarda, satış hacmindeki ve fiyatlardaki değişkenlik işletme riskini arttırmakta ve sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir (Arnold, 1998, 787).

1.3.2.4. Yasal Düzenlemeler ve Para Otoritelerinin Kararlarıyla İlgili Faktörler

Yasal düzenlemeler ve para otoritelerinin izledikleri politikalar, dolaylı veya doğrudan olarak firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyebilmektedir. Bu etkileri Türkiye'den verilecek örneklerle şu şekilde açıklamak mümkündür;

a) Bankalar kanunu, bankaların bir firmaya verebileceği azami kredi sınırını firmaların faaliyet alanına göre farklılaştırmakta, özendirilen alanlarda kullanılacak kredilerde sınırları daha yüksek belirlemektedir (Akgüç, 1998, 511). Bununla beraber bankaların verebilecekleri azami kredi miktarlarının belirlenmesinde aynı risk grubuna dahil addedilecek gerçek ve tüzel kişilerin tanımı Haziran 2001'de yürürlüğe konulan yönetmelik ile belirlenmiştir. Bu tanımın bankalar için de ayrıca düzenlemeye konu edilmesiyle, bankaların ortaklarına ve iştiraklerine doğrudan veya dolaylı olarak verebilecekleri toplam kredilerin azami oranı özkaynaklarının % 25'i olarak belirlenmiş ve uluslararası kurallara uygun hale getirilmiştir. Bankaların dahil olduğu risk grubu tanımı son derece muhafazakar bir yaklaşım dahilinde; bankaların yöneticileri, ortakları ve iştirakleri ile bunlarla sermaye veya ticari bağımlılık bakımından aynı grup içinde değerlendirilecek gerçek ve tüzel kişileri kapsar şekilde yapılmıştır. Dolayısıyla, bu tanım kapsamına giren kredi işlemlerinin tamamı ortaklık payları da dahil azami yüzde 25 oranı ile sınırlandırılmış ve limit aşımı olan bankaların Kanundaki tedrici geçiş sürelerine uygunluk bakımından denetimlerine başlanmıştır ("Banka sermayelerinin güçlendirilmesi", 2007). Bankalarca bir gerçek ya da tüzel kişiye veya bir risk grubuna kullandırılabilecek kredilerin toplamı özkaynakların %25'ini aşamaz. Bu oran, 49'uncu maddenin ikinci fıkrasında tanımlanan risk grubu bakımından yüzde yirmi olarak uygulanır. Bir adi ortaklığa verilen krediler, sorumlulukları oranında ortaklara kullandırılmış sayılır. Bankalarca hâkim ortak veya nitelikli pay sahibi olup olmadıklarına bakılmaksızın bankaların sermayesinin yüzde bir ve daha fazla payına sahip olup pay defterine kayıtlı olan tüm ortaklarına ve bunlarla risk grubu oluşturan kişilere kullandırılacak kredilerin toplamı özkaynaklarının yüzde ellisini aşamaz. Bir gerçek ya da tüzel kişiye veya bir risk grubuna özkaynakların yüzde onu veya daha fazlası oranında kullandırılan krediler büyük kredi sayılır ve bunların toplamı özkaynakların sekiz katını aşamaz (5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, 2005, 11).

b) Merkez Bankası iskonto edeceği veya avansa kabul edeceği ticari senetlerde aradığı koşullarla bazı endüstrilerin banka kredilerinden yararlanmasını kolaylaştırmaktadır (Akgüç, 1998, 511).

c) Yatırımların özendirilmesi ve teşviklerin verilmesinde firmalarda belirli bir kaldıraç oranının aranması firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyebilmektedir (Akgüç, 1998, 512).

d) Para otoritelerinin banka kaynaklarını yönlendirmek amacıyla almış oldukları kararlar; bazı kredi türlerini, maliyet, elverişlilik ve bulunabilirlik açısından, firmalar için avantajlı hale getirmektedir. Buna karşın para otoritelerinin kısıtlayıcı bir para politikası izlemesi ya da firmaların böyle bir beklenti içinde olmaları firmaları banka kredileri dışında diğer iç ve dış kaynakları bulmaya ve kullanmaya yöneltmektedir (Akgüç, 1998, 512).

e) İzlenen döviz kuru ve faiz politikası, firmaların yerel para cinsinden kredi veya döviz kredisi kullanımı konusundaki kararlarını etkileyebilmektedir (Akgüç, 1998, 512). Kazançlarının büyük bir kısmı uluslararası firmalarla yaptıkları ticaretten kaynaklanan firmalarda ilgili ülkelerdeki para otoritelerinin izlediği döviz kuru politikalarının sonucunda döviz kurlarında meydana gelen değişikliklerden dolayı kazançlar düşebilmektedir. Bu durum yerel para cinsinden kredi veya döviz kredisi kullanımını azaltabilmektedir (Brigham ve Houston, 2004, 600).

f) Finansal kiralamayı özendirmek için getirilen vergi kolaylıkları finansal kiralamanın bir fonlama tekniği olarak kullanılmasında etkili olabilmektedir (Akgüç, 1998, 512).

g) Politik risk, firmanın faaliyetlerini olumsuz etkileyecek politik olayların gerçekleşme durumudur. Politik riskler; varlıkların kamulaştırılması, ticari kontroller, kurumsal sorunlar, savaş tehdidi, sosyal buhranlar, politik şiddet, uluslararası anlaşmazlıklar, rejim değişikliklerini içermektedir. Yüksek politik riske sahip firmaların, varlıkları kötüye kullanma ihtimalinden dolayı daha düşük kaldıraç düzeyi kullanmaları beklenmektedir (Akhtar ve Oliver, 2005, 12).

1.3.2.5. Borç Verecek Olanların Davranışı İle İlgili Faktörler

Borç verenlerin ve derecelendirme kuruluşlarının (Moody's ve Standart&Poor's gibi) tutumu firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir (Brigham ve Houston, 2004, 625). Bankalar, özellikle orta ve uzun vadeli kredi veren finansman kurumları, firmanın finans yapısı konusunda önerilerde bulunmakta, kredilendirme koşulları arasında belirli bir yabancı kaynak/özsermaye oranında ısrarlı olmaktadırlar. Firma açısından borçlanma daha avantajlı olsa dahi firmaya fon sağlayan kurumlar veya kişiler

firmanın daha fazla riskli hale gelmesini önlemek için firmaya kredi vermeyebilirler. Dolayısıyla firma finansman kararlarında mutlaka kredi kurumlarının tutumunu, ortakların tepkilerini, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri dikkate alarak kendi amaçlarını ve kredi vereceklerin taleplerini uyumlaştırmalıdır (Akgüç, 1998, 512).

Buraya kadar sermaye yapısı kavramı, sermaye yapısının oluşumu, sermaye yapısını etkileyen faktörler hakkında teorik bilgiler verilmiştir. Bu bölümü izleyen ikinci bölümde ise konuyla ilgili daha önce yapılmış çalışmalar ve sonuçları hakkında özet bilgi verilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN DEĞİŞKENLERİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

İşletmelerin bilançolarının pasif kısmının kompozisyonu ve bu kompozisyonu etkileyen değişkenler finans literatürünün en çok araştırılan ve tartışılan konularından biridir. Bu konuyla ilgili yapılan çalışmaların temelini; işletmelerde borçlanma kararlarını etkileyen değişkenlerin saptanması, sermaye yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkinin belirlenmesi ve sermaye yapısı teorilerinin işletmelerin sermaye yapılarını açıklama kabiliyetlerinin ortaya koyulması gibi konular oluşturmaktadır. Bu amaçla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı zaman dilimlerini ve farklı sektörlerde halka açık işletmelerin finansal verileri üzerinde bir takım istatistiksel ve ekonometrik analizler içeren çalışmalar yapılmış ve farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Buna ek olarak firmaların sermaye yapısı davranışlarını açıklamada anket yönteminin kullanıldığı çalışmalar da yapılmıştır. Her ne kadar finans literatüründe sermaye yapısı teorileri yıllardır işlense de, turizm sektörüne yönelik olarak çok az çalışma yapıldığı ve bu çalışmaların daha çok son yıllarda gerçekleştirildiği görülmektedir. Dolayısıyla bu bölümde çalışmanın amaçları doğrultusunda, sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar; gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelerde ve turizm sektöründe yapılan çalışmalar olmak üzere üç temel başlık altında incelenmektedir.

2.1. Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Yapısı İle İlgili Yapılan Çalışmalar

Sermaye yapısı ile ilgili gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmaları şu şekilde sıralamak mümkündür.

İşletmelerin sermaye yapısına dair modern yaklaşımların temelini Modigliani ve Miller'in çalışmaları oluşturmaktadır. Modigliani ve Miller (1958), etkin piyasa koşullarında (asimetrik enformasyonun, vergilerin, iflas riskinin ve işlem maliyetlerinin olmadığı ve işletmelerin homojen riske sahip olduğu) işletmenin piyasa değerinin, sermaye yapısından ve sermaye maliyetinden bağımsız olduğunu vurgulamışlardır. Yazarlara göre firmanın değerini etkileyen ve yatırım projelerinde karar unsuru olarak kullanılan iskonto oranı, firmanın finanse edildiği kaynağın borç veya özsermaye olmasından bağımsızdır. Mükemmel piyasa koşullarında, iskonto oranı, firmanın ait olduğu risk sınıfına göre belirlenir.

Beş yıl sonra Modigliani ve Miller (1963), çalışmalarında vergi değişkenini de göz önüne almışlar ve firmaların borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerlerini arttırabileceklerini vurgulamışlardır. Ancak yazarlar borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ne kadar çok olursa olsun, sermaye yapısında borçlanmaya sınırsız olarak yer verilemeyeceğini ve kişisel gelir vergileri dikkate alındığında, alıkonulan karlar gibi kaynakların bazı durumlarda daha ucuz olabileceğinin gözden uzak tutulmaması gerektiğini vurgulamışlardır. Buna ek olarak borç verenlerin de çeşitli sınırlamalar ile sınırsız borçlanmayı önledikleri belirtilmiştir.

Castanias (1983), ABD'de 1940, 1950, 1960, 1970 yılları ile 1972-1977 yılları arasındaki 36 endüstrideki iflas maliyetleri ile karşı karşıya olan firmaların sermaye yapısının belirlenmesinde sermaye yapısı ilintisizliği teorisi ile iflas maliyetlerini test etmiştir. Kruskal-Wallis analizi, Pearson ve Kendall korelasyon analizi gerçekleştirilen çalışma sonucunda firma başarısızlıkları ile kaldıraç düzeyleri arasında anlamlı ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla firmaların sermaye yapısı kararlarında sermaye yapısı ilintisizliği teorisini desteklemeyen buna karşın iflas maliyetleri teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır.

Masulis (1983), 1963-1978 yılları arasında Amerika'da sermaye artırımı ve sermaye yapılarındaki menkul kıymet değişiklik duyurularının firmaların sermaye yapılarına etkilerini incelemiştir. Bu amaçla 126 menkul kıymet değişim duyurusu regresyon analizi ile incelenmiştir. Çalışmada hisse senedi fiyatları ve firma değeri ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Bununla birlikte bir firmanın kaldıraç düzeyini ait olduğu sektörün ortalamasına yakınlaştırdıkça, değerini arttırdığı belirlenmiştir. Eğer firma, piyasa ortalamasının altında borçlandıysa, piyasanın, o firmaya tepkisinin pozitif olduğu ve hisse senetlerinin fiyatlarının yükseldiği belirlenmiştir.

Barton ve Gordon (1988), 1974 yılında Fortune 500 listesinde olup 1982 yılında da Fortune 500 listesinde olan 279 Amerikan firmasında 1970–1974 yılları arasında firma stratejisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre, firma riskliliğiyle ilgili stratejilerin firmaların sermaye yapılarını etkilediği saptanmıştır. Ayrıca karlılık ile borçlanma arasında negatif bir ilişki saptanırken, firma büyüklüğü, sermaye yoğunluğu ve kazançların riski ile borçlanma düzeyi arasında önemli bir ilişki saptanmamıştır. Büyüme hızı ile sermaye yapısı arasında ise kısmen ve durumsal bir ilişki

içerisinde olduğu, strateji kategorilerinin bazılarında büyüme ile borçlanma arasında pozitif bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

Harris ve Raviv (1991), temsilcilik maliyetleri, asimetrik bilgi, ürün/girdi piyasa etkileşimleri ve firma kontrol unsurlarını temel alan sermaye yapısı teorilerini incelemişlerdir. Yazarlar bütün gruplar açısından sektörler arasında kaldıraç oranlarının farklılık göstermesine rağmen aynı sektördeki firmaların kaldıraç oranları arasında benzerlik olduğunu saptamışlardır.

Allen (1991), Avustralya'daki borsalarda hisseleri işlem gören 48 firmanın finansal yöneticilerine yüz yüze görüşme tekniği kullanarak sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri ve izledikleri finansman politikalarını belirlemeye yönelik bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda, araştırmaya dahil edilen firmaların borç düzeyiyle, karlılık düzeyi arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla bu firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir.

Hatfield, Cheng ve Davidson (1994), ABD'de borsaya kote 183 firmayı endüstri ortalamasının altında ve üstünde (altında 77 firma ve üstünde 106 firma) borçlananlar olmak üzere iki gruba ayırarak ve bu firmaların 1982–1986 yıllarına ait borçlanma duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analiz sonucunda piyasanın, firmaların ait oldukları endüstri ortalamasının üstünde veya altında kaldıraç düzeyine sahip olmasına herhangi bir olumlu veya olumsuz tepki vermediği saptanmıştır. Bu sonuç Modigliani ve Miller'in (1958) firma değeri ile finansal kaldıraç arasındaki ilintisizlik teorisiyle paralellik göstermektedir.

Chen ve Hammes (1997), yedi OECD ülkesinde (Kanada, Danimarka, Almanya, İtalya, İsveç, İngiltere ve ABD) borsada işlem gören ve finansal olmayan firmaların 1990–1996 yılları arasında sermaye yapısı seçimlerinin firma büyüklüğü, karlılık, sabit varlıkların payı ve piyasa değeri/defter değeri değişkenlerinden etkilendiğini saptamışlardır. Sabit varlıkların payı ve firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişkinin varlığı belirlenirken, firma karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Ayrıca riskli firmaların daha az borç kullandıkları saptanmıştır.

Hirota (1999), Japonya'daki firmaların sermaye yapısı davranışlarını etkileyen faktörleri 1977, 1982, 1987 ve 1992 yılları olmak üzere dört dönemde panel veri analizi ve çapraz kesit analiziyle test etmiştir. Toplam 572 Japon firması üzerinde yapılan analiz sonucunda, Japon firmaların sermaye yapılarının literatürde yer alan sermaye yapısı değişkenleri ile açıklanabileceği saptanmıştır. Yine Japon sermaye piyasalarındaki kurumsal ve hukuksal düzenlemelerin, firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediği belirlenmiştir.

Graham ve Harvey (2001), çalışmalarında ABD'de 4440 firmaya yönelik anket çalışması gerçekleştirmiş ve 392 işletme ankete cevap vermiştir. Anket üst düzey finans yöneticilerine yönelik olup, firmaların sermaye maliyetleri, sermaye bütçelemesi ve sermaye yapısını araştırmayı hedeflemiştir. Araştırma, firmaların borç senetleri çıkarırken finansal esneklik ve kredi derecelendirmesini, hisse senedi çıkarımında ise hisse başına kardaki sulanma ve son zamanlardaki hisse senedi fiyat artışını dikkate aldıklarını ortaya koymuştur. Çalışma ayrıca hem finansal hiyerarşi teorisinin hem de dengeleme teorisinin ilgili firmalarda geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

Miguel ve Pindado (2001), İspanya'da firma özelliklerinin ve kurumsal özelliklerin sermaye yapısını nasıl etkilediğini analiz etmişlerdir. Bu amaçla finansal olmayan ve borsaya kayıtlı 133 İspanyol firmasının 1990–1997 yılları arasındaki panel finansal verileri kullanılmıştır. Model olarak da 2 aşamalı genelleştirilmiş moment metodu (Generalised Method of Moments-GMM) modeli kullanılmıştır. Araştırma sonuçları firmaların borçlanma seviyelerini ayarlamaya karar verdiklerinde, işlem maliyetleri ile karşı karşıya kaldıklarını göstermiştir. Özel sektör firmalarından sağlanan borçların (private debt) daha yoğun olarak kullanılması nedeniyle, işlem maliyetleri Amerikan firmalarına göre daha düşük olmuştur. Bununla birlikte borç ile borç dışı vergi kalkanları arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. İspanyol firmalarının daha fazla borç dışı vergi kalkanlarına sahip olmaları nedeniyle bu ilişki Amerikan firmalarına göre daha fazla önem arz etmektedir. Ayrıca finansal sıkıntı maliyetleri ile borçlanma arasında ters ilişki ve yatırım ile borçlanma arasında ise direkt ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır. Nakit akışı ile borç arasında negatif ilişkinin bulunması, finansman kaynağı olarak nakit akışının borç kullanımına tercih edildiğini göstermektedir ve bu durum finansal hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir.

Fama ve French (2002), ABD'deki hizmet ve finansal firmalar dışındaki firmaların kaldıraç düzeylerinin defter ve piyasa değerleri ile kar payı ödeme politikalarının

açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmişlerdir. Bu doğrultuda 1965–1999 yılları arasında Compustad veri tabanında olan; finansal ve hizmet firmaları dışındaki firmalar üzerinde panel regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre karlı firmaların daha fazla kar payı ödediği buna karşın daha fazla yatırımı bulunan firmaların daha az kar payı ödediği saptanmıştır. Yine daha fazla yatırımı bulunan firmalarda daha düşük piyasa kaldıracı bulunduğu belirlenmiştir. Firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi ve karpayı ödemesi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Buna karşın firmaların vergi kalkanına tabii borç dışı giderleri, karlılık düzeyleri ve hedeflenen kar payı ödeme oranları ile kaldıraç düzeyleri arasında negatif ilişki saptanmıştır. Genel olarak sonuçlar değerlendirildiğinde her iki teorinin de firmaların sermaye yapısını tam açıklamadığı ancak değişken bazında açıkladığı belirlenmiştir.

Westphalen (2002), yüksek serbest nakit akımına sahip firmaların performansının temsilcilik maliyetleri nedeniyle azaldığını varsayarak bunun geçerliliğini test etmiştir. Bu amaçla ilgili firmalar kaldıraçlı ve kaldıraçsız olarak sınıflandırılmış ve bu firmaların verileri üzerinde dinamik sürekli zaman serisi yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda borcun, serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyetine karşı bir kalkan oluşturduğu ve vergi kalkanına benzer bir etki yarattığı saptanmıştır. Çalışmada yapılan hassasiyet analizi sonucunda da yüksek serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyetine sahip firmalarda optimal kaldıracın yükseldiği belirlenmiştir.

Korajczyk ve Levy (2003), çalışmalarında Amerika'daki firmaların sermaye yapısı seçimlerinde makroekonomik şartların ve firmaya ait değişkenlerin etkilerini incelemişlerdir. Bununla birlikte finansal sıkıntı içinde olan firmalarla finansal sıkıntı içinde olmayan firmalar arasında sermaye yapısı kararları arasındaki farkları da incelemişlerdir. Bu amaçla 1984–1998 yılları arasında 565 finansal sıkıntı içerisindeki firma gözlemi ile 5059 adet finansal sıkıntı içerisinde olmayan firma gözlemi gerçekleştirilmiş ve en küçük kareler yöntemi ile probit regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre finansal sıkıntı içerisindeki firmalarda finansal hiyerarşi teorisinin daha geçerli olduğu saptanmıştır. Yine makro ekonomik faktörlerin finansal sıkıntı içerisindeki firmaların sermaye yapılarının oluşumunda daha düşük etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Mira ve Gracia (2003), İspanya'daki küçük ve orta ölçekli (KOBİ) firmaların finansal politikalarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin mi yoksa dengeleme teorisinin mi

geçerli olduğunu tespit etmeye yönelik bir çalışma yapmışlardır. Yazarlar, bu amaçla 1994–1998 yılları arasında 6482 firmayı incelemişler ve statik ve dinamik panel yöntemi ve genelleştirilmiş moment metodunu (GMM) kullanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre İspanya'daki KOBİ'lerin sermaye yapılarıyla ilgili politikalarında daha fazla dengeleme teorisine göre hareket ettikleri saptanmıştır.

Fan, Titman ve Twite (2003), çalışmalarında gelişmiş ve gelişmekte olan 39 ülkedeki 1524 ilaç firmasının sermaye yapısı ve borç vadesi kararlarını etkileyen değişkenleri incelemişlerdir. Çalışmada aynı zamanda ülkelere ait kurumsal çevre faktörlerinin (hukuk düzeni, vergi sistemi, sermaye sağlayanların özellikleri ve bilgi edinebilecek çevrenin varlığı) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısı kararlarını nasıl etkilediği de incelenmiştir. Çapraz kesit ve regresyon analiz sonuçlarına göre, hukuksal ve vergi sistemlerinin sermaye yapıları kararlarını açıkça etkilediği saptanmıştır. Bilgi imkanlarının varlığının firmaların; daha düşük düzeylerde kaldıraca sahip olmasına, daha az kısa vadeli yabancı kaynak ve daha fazla ticari kredi kullanmasına neden olduğu belirlenmiştir. Bankacılık sektörünün ve hisse senedi ile tahvil piyasalarının gelişmişlik düzeyinin, firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediği ortaya konmuştur.

Frank ve Goyal (2003), çalışmalarında Amerika'daki halka açık şirketlerde finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olup olmadığını test etmişlerdir. Bu amaçla 1971–1998 yılları arasında toplam 157 firmanın finansal verileri üzerinde panel basit regresyon analizi gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonucunda finansal hiyerarşi teorisinin aksine yatırım harcamalarının fonlanmasında iç fonların yeterli derecede kullanılmadığı buna karşın dış borçlanmanın daha fazla kullanıldığı belirlenmiştir. Buna rağmen borçlanmanın özsermaye ile fon sağlamanın yerini tamamıyla doldurmadığı ve özellikle finansal açıklar ile net özsermaye uygulamaları arasında yakın bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

Frank ve Goyal (2004), 1952–2000 yılları arasında finansal olmayan Amerikan firmalarının sermaye yapılarını belirlemede dengeleme teorisi, piyasa zamanlama teorisi ve hisse senedi fiyatlarındaki değişimin sermaye yapısı üzerindeki değişimini açıklayan Welch'in teorisini test etmişlerdir. Bu amaçla analize dahil edilen firmaların finansal verileri üzerinde VAR tahmin edicisi ile analiz yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre borç ile özsermaye arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Yüksek faiz oranları, düşük özsermaye ve yüksek borç düzeyiyle ilişkili bulunmuştur. Yine yüksek piyasa değeri / defter değeri oranı ile

özsermaye ve borç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Piyasa şartlarının göstergesi olarak alınan piyasa değeri / defter değerinin kaldıraç düzeyi ayarlamalarında önemli olduğu belirlenmiştir. Eğer piyasa değeri / defter değeri verilen yılda yüksek gerçekleşmiş ise bir sonraki yılda borç düzeyinde bir azalma gerçekleşmektedir. Yüksek bir piyasa değeri / defter değeri oranının, özsermayedeki değişimi açıklamada önemsiz kaldığı belirlenmiştir.

Bancel ve Mitto (2004), 16 Avrupa ülkesindeki firmaların sermaye yapısı seçimlerini ve sermaye yapısının belirleyicilerini saptamaya yönelik bir çalışma yapmışlardır. Yazarlar bu çalışmalarında 16 Avrupa ülkesindeki toplam 710 firmadaki finansal yöneticiler üzerinde anket uygulaması gerçekleştirmişledir. Anket sonuçlarına göre finansal esneklik, kredi derecelendirmesi ve borcun vergi avantajı, firmaların borç politikasını en fazla etkileyen değişkenler olarak belirlenmiştir. Özsermaye ile finansmanda ise hisse başına kazanç en önemli değişken olarak bulunmuştur. Borç ve özsermayenin sağlanmasında zamanlamayı en fazla faiz oranlarının ve hisse senedi fiyatlarının etkilediği saptanmıştır. Yine çalışmada riskten korunma ile ilgili kaygıların da borcun vadesinin seçimini etkilediği belirlenmiştir.

Gaud, Jani, Hoesli ve Bender (2005), İsviçre sermaye piyasasına kote olan 104 firmanın 1991–2000 yılları arasında sermaye yapılarını belirleyen değişkenleri saptamaya çalışmışlardır. Çalışmada 2 aşamalı genelleştirilmiş moment modeli (GMM) kullanılmıştır. Analiz sonucunda firma büyüklüğü ile sabit varlıkların payının kaldıraç düzeyiyle pozitif ilişki içerisinde bulunduğu, büyüme ve karlılığın ise kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır. Bulunan bu sonuçların dengeleme teorisinin ve finansal hiyerarşi teorisinin İsviçre firmalarında geçerli olduğunun bir göstergesi olduğu vurgulanmıştır. Çalışmada ayrıca İsviçre firmalarının hedef borç oranı doğrultusunda sermaye yapılarını düzelttikleri ancak bu düzeltmenin diğer ülkelerdeki firmalarınkinden daha yavaş gerçekleştiği saptanmıştır.

Akhtar (2005), Avustralya'da kamuya açık olan çok uluslu ve yerel firmaların sermaye yapılarını karşılaştırmış ve bu iki gruptaki firmaların sermaye yapılarını belirleyen değişkenleri saptamıştır. Bu doğrultuda 1992–2001 yılları arasında 1221 çok uluslu, 968 yerel olmak üzere toplam 2189 firma gözlemi gerçekleştirmiştir. Çalışmada çok değişkenli çapraz kesit tobit regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonucunda, çokuluslu ve yerel firmaların sermaye yapıları arasında önemli bir fark bulunamamıştır. Her iki grup firma açısından büyümeyle ilgili temsilcilik maliyetlerinin, karlılık ve büyüklüğün, kaldıraç

düzeyinin belirlenmesinde etkili olduğu saptanmıştır. Yerel firmalar açısından sabit varlıkların teminat değeri (sabit varlıkların payı) kaldıraç düzeyini belirleyen önemli bir değişken olarak bulunmuştur. Çok uluslu firmalar açısından ise coğrafik çeşitlendirme düzeyinin ve iflas maliyetlerinin kaldıraç düzeyini belirleyen önemli değişkenler olduğu bulunmuştur. İflas maliyetlerinin ise yerel firmaların sermaye yapısını önemli ölçüde etkilemediği saptanmıştır. Yerel kaldıraç düzeyiyle ilişkili olarak ise çok uluslu firmaların kaldıraç düzeyinin açıklanmasında iflas maliyetlerinin ve karlılığın önemli değişkenler olduğu belirlenmiştir.

Akhtar ve Oliver (2005), finans teorisinde kazançların uluslar arası çeşitlendirmesi nedeniyle çok uluslu firmalardaki borç düzeyinin yerel firmalara göre daha yüksek olduğunun vurgulandığını belirterek 1994–2003 yılları arasında Japonya'daki çok uluslu ve yerel 360 firmanın sermaye yapılarını karşılaştırmışlardır. Çalışmada panel havuz çapraz kesit zaman serisi regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda çokuluslu Japon firmalarının, yerel firmalara göre daha düşük kaldıraç düzeyine sahip oldukları belirlenmiştir. Temsilcilik maliyeti, iflas riskleri, sabit varlıkların payı, döviz kuru riski, karlılık ve büyüklük değişkenlerinin çokuluslu ve yerel firmaların sermaye yapılarındaki farklılıkları açıklamadıkları belirlenmiştir.

Drobetz ve Fix (2005), İsviçre'deki firmaların kaldıraç düzeylerini incelemişler ve bu firmaların sermaye yapısı davranışlarını açıklamada dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerini test etmişlerdir. Bu amaçla İsviçre performans endeksinde yer alan 124 İsviçre firmasının 1997–2001 yılları arasındaki verileri üzerinde çapraz kesit regresyon analizi ve havuz regresyon yöntemleri kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre ne finansal hiyerarşi ve ne de dengeleme teorisi sermaye yapısını açıklamaktadır. Firmaların karlılığı arttıkça daha az kaldıraç kullandıkları ortaya çıkmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Yine kaldıraç düzeyiyle sabit varlıkların payı ve firma kazançlarının değişkenliği arasında yakın bir ilişki olduğu saptanmıştır. Çalışmada ayrıca İsviçre firmalarının hedef kaldıraç oranı oluşturma eğilimi içerisinde oldukları belirlenmiştir.

Brounen, Jong ve Koedijk (2005), Hollanda, İngiltere, Fransa ve Almanya'daki firmalardaki finans yöneticilerinin sermaye yapısı seçimlerini incelemişlerdir. Bu doğrultuda hazırlanan anketler İngiltere, Almanya ve Fransa'daki 2000 firmaya, Hollanda'da ise 500 firmanın finans yöneticisine Kasım 2002-Ocak2003 tarihleri arasında gönderilmiş ve 313

finans yöneticisinden yanıt alınabilmiştir. Anket sonuçlarına göre firmaların hedef borç rasyosu belirledikleri ve bu doğrultuda statik dengeleme teorisinin desteklendiği, ayrıca vergilerin ve iflas maliyetlerinin etkili olduğu saptanmıştır. Buna karşın temsilcilik maliyetlerinin sermaye yapısı seçimlerinde etkili olmadığı belirlenmiştir.

Beattie, Goosacre ve Thomson (2006), İngiltere'de hisseleri borsada işlem gören firmalarda sermaye yapısı davranışlarını açıklamada finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Bu bağlamda, 2000 Mart tarihi itibariyle hisseleri borsada işlem gören 831 firmaya anketler gönderilmiştir. Ankete yanıt veren 198 firmanın büyük çoğunluğu borç kullanma düzeyinin sınırlı olması gerektiğini belirtmişlerdir. Ankete yanıt veren firmalardan %75'i kendilerine ait finansal kaldıraç hesaplaması yaptığını ve en çok faiz karşılama oranı ve net yabancı kaynak / özkaynak oranlarının hesaplandığını ifade etmişlerdir. Anketi yanıtlayan firmalardan %51'i hedef bir kaldıraç düzeyine sahip olduklarını %49' u ise hedef kaldıraç düzeyi belirlemediklerini belirtmişlerdir. Küçük ve orta ölçekli firmalarda hedef kaldıraç düzeyi belirlemeyen firmaların daha fazla olduğu dikkat çekerken büyük firmalarda ise hedef kaldıraç düzeyini belirleyen firma sayısının daha fazla olduğu belirlenmiştir. Hedef kaldıraç düzeyi belirleyen firmalarda ise daha çok esnek hedef kaldıraç düzeyinin belirlendiği ifade edilmiştir. Hedef kaldıraç düzeyinin belirlenmesinden en fazla etkili olan üç faktörün sırasıyla firma üst yönetimi, mevcut hissedarlar ve ticari bankerler olduğu belirlenmiştir. Yine firmaların uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılarken en çok firma içi finansal kaynaklara daha sonra yabancı kaynaklara, daha sonra finansal kiralamaya başvurdukları hisse senedi ihracına ise en son başvurdukları belirtilenmiş ve bu bağlamda finansal hiyerarşi teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır. Araştırmaya katılan firmaların %59'unda borç alma kapasitesini arttırmaya yönelik politikaların bulunduğu ve borç alma kapasitesini arttırma nedenleri olarak ilk üç sırada yatırım fırsatlarından yararlanmak, satın alma işlemlerini gerçekleştirmek ve kriz ortamlarına hazırlıklı olmak belirlenmiştir. Firmalarda uygun borç miktarının belirlenmesinde en fazla etkili olan üç faktörün; firmanın uzun dönemli sürdürülebilir devamlılığını sağlamak, finanse edilen varlıklar üzerinden elde edilecek tahmini nakit akımı ve kazançların miktarı ve firmanın kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanmalar olduğu saptanmıştır.

Hol ve Wijst (2006), Norveç'te halka açık olmayan limited şirketlerin sermaye yapılarını açıklayan faktörleri tespit etmeye yönelik bir çalışma yapmışlardır. Bu amaçla 1995–2000 yılları arasında halka açık olmayan limited şirketlerden rastgele olarak 4500 şirket

seçilmiş ve bu şirketlerin finansal verileri üzerinde sabit etkiler tahmin modeli gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonuçlarına firmalarda finansal kararları etkileyen değişkenlerin asimetrik bilgi, firma büyüklüğü, vergi etkisi ve vade uyumu prensibi (maturity matching principle) olduğu saptanmıştır. Firmaların kaldıraç düzeylerinin ve borçların vadesinin vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, büyüklük ve firma varlıklarının vadesiyle doğru orantılı şekilde arttığı buna karşın kardeş şirketlere yapılan yatırım tutarlarıyla ters orantılı olarak azaldığı saptanmıştır. Analize dahil şirketlerin sermaye yapısının oluşumunda ne finansal hiyerarşi teorisinin ne de temsilcilik teorisinin geçerli olduğu saptanmıştır.

Grundströmer ve Gustafsson (2007), borsaya kote olan İsveç firmalarında sermaye yapısını belirleyen değişkenleri saptamak ve yöneticilerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen teşvikleri tespit etmeye çalışmışlardır. Bu amaçla 83 üst yöneticiye anket gönderilmiş, 32 yönetici ankete katılmıştır. Anket sonuçlarına göre firma yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarını; finansal esneklik, uzun vadeli kapasite ve arzu edilen kredi puanlamasının en çok etkilediği saptanmıştır. Yine yöneticilerin geleceğin belirsizliğine hissedarlara gösterdikleri ilgiden daha fazla ilgi gösterdikleri saptanmıştır.

Kayhan ve Titman (2007), geçmişteki nakit akımlarının, yatırım harcamalarının, hisse senedi fiyatlarının ve piyasa zamanlama davranışlarının firmaların sermaye yapılarına olan etkilerini incelemişlerdir. Bu doğrultuda ABD'de 1971–2002 yılları arasında finansal ile kamu hizmet firmaları hariç olan ve net varlıklarının defter değeri 10 milyon doların üzerinde olan firmaların verileri üzerinde Tobit ve panel regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre piyasa zamanlama davranışının (hisse senedi fiyatları göreceli olarak yüksek iken özsermaye sağlanması) firmaların borç oranları üzerinde zayıf etkisi bulunurken, hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin ve firmaların finansal açıklarının çoğu zaman borç oranı üzerinde güçlü etkileri olduğu belirlenmiştir. Yine bu etkilerin zaman zaman tersine döndüğü ve çok uzun zaman sürecinde firmaların hedef sermaye yapıları doğrultusunda borç oranlarını oluşturdukları sonucuna varılmıştır.

Feidakis ve Rovolis (2007), Avrupa Birliği ülkelerinde halka açık inşaat firmalarında sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri saptamaya yönelik bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Bu amaçla Fransa, İsveç, Almanya, İspanya, Hollanda, İngiltere, Yunanistan, Avusturya, İtalya, Portekiz, Belçika, Danimarka ve Finlandiya'da 1996–2004 yılları arasında halka açık 66 inşaat firması örneklem olarak alınmış ve bu firmalara ait

finansal veriler üzerinde en küçük kareler analizi ve sabit etki tahmin modeli kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğü, büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanırken; karlılık, varlık devir hızı, risk düzeyi, hisse senedi performansı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Likidite oranı, sabit varlıkların payı ve reel gayri safi yurtiçi hasıladaki büyüme ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif buna karşın kısa vadeli borçlanma arasında negatif ilişki saptanmış ve sermaye yapısı teorileriyle uyumlu bulunmuştur.

Heyman, Deloof ve Ooghe (2008), Belçika'daki küçük şahıs şirketlerinde borçlanmanın miktarını ve vadesini etkileyen değişkenleri araştırmışlardır. Bu bağlamda Belçika Merkez Bankası'nda kayıtları bulunan 1132 firmanın finansal verileri üzerinde panel regresyon sabit etki tahmin edicisi ile çapraz kesit en küçük kareler tahmin edicisi ile analiz yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre Belçika'daki şahıs firmalarının sermaye yapılarının şekillenmesinde asimetrik bilgi ve borcun temsilcilik maliyetlerinin etkili olduğu belirlenmiştir. Hızlı bir şekilde büyüyen firmalarda, daha az maddi duran varlığa sahip firmalarda ve karlı firmalarda düşük bir kaldıraç oranının bulunduğu saptanmıştır. Yine firmaların borçlanma kararlarında sahip oldukları varlıkların vadeleri ile kullanacakları borçların vadelerini karşılaştırdıkları belirlenmiştir. Firmaların büyüme fırsatlarının borcun vadesi üzerinde çok fazla etkili olmadığı bulunurken kredi riskinin borç vadesi üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Çalışmada büyük firmaların daha yüksek miktarlarda ve daha çok kısa vadeli olarak borçlandıkları belirlenmiştir.

Seifert ve Gönenç (2008), ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya'daki firmaların sermaye yapısı kararlarında finansal hiyerarşi teorisi doğrultusunda hareket edip etmediklerini özellikle bu ülkelerdeki asimetrik bilgi düzeyi açısından incelemişlerdir. Bu bağlamda 1980–2004 yılları arasında ilgili dört ülkede faaliyet gösteren finansal olmayan ve kamu hizmeti vermeyen firmaların finansal verileri üzerinde panel regresyon ve sabit etki analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sürecinde dört ülkede firmalarda oluşan finansal açıklar genellikle yeni hisse senedi ihracıyla karşılanmaktadır ve bu sonuç finansal hiyerarşi teorisiyle uyuşmamaktadır. Sabit etki regresyon analizi sonuçlarına göre Amerika, İngiltere ve Almanya'daki firmaların sermaye yapısı davranışlarında finansal hiyerarşi teorisinin varsayımları doğrultusunda hareket etmedikleri buna karşın Japonya'da ise analiz sürecinin ilk dönemlerinde firmaların sermaye yapısı kararlarında finansal hiyerarşi teorisini destekleyecek şekilde tercihler yaptıkları belirlenmiştir.

Daskalakis ve Psillaki (2008), Fransa ve Yunanistan'daki küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ) sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin iki ülkeye ait özellikler ve firmaya özgü özellikler açısından farklılık gösterip göstermediğini ayrıca iki ülkedeki finansal piyasaların yapısının ve büyüklüğünün sermaye yapısı kararlarına olan etkilerini incelemişlerdir. Bu bağlamda 1997–2002 yılları arasında Fransa ve Yunanistan'daki finansal, yatırım ve sigorta şirketleri dışındaki KOBİ' lerin finansal verileri üzerinde dengeli panel modeli üzerinde havuz regresyon tahmin yöntemleri kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre varlık yapısı ve karlılık ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanırken, sadece Fransa'da firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Bu sonuçlar daha çok finansal hiyerarşi teorisiyle uyumludur. Yine her iki ülkedeki KOBİ'lerin sermaye yapılarındaki farklılıkların her iki ülkedeki finansal piyasalarının büyüklüğünden çok firmaların farklılıklarından kaynaklandığı belirlenmiştir.

Yukarıda ifade edilen gelişmiş ülkelerde yapılan sermaye yapıyla ilgili çalışmaların özet hali çalışmanın ekler kısmında (EK-1) verilmektedir.

2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısı ile İlgili Yapılan Çalışmalar

Sermaye yapısı ile ilgili gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmaları şu şekilde sıralamak mümkündür.

Ang, Fatemi ve Rad (1997), Endonezya'daki halka açık firmaların sermaye yapısı ve kar dağıtım kararlarını incelemişlerdir. Bu amaçla 1993 yılında borsaya kayıtlı 180 firmanın üst düzey yöneticileri üzerinde anket çalışması yapılmış ve 38 cevap alınabilmiştir. Anket uygulaması sonuçlarına göre firmalar açısından en önemli fon kaynaklarının banka kredileri daha sonra alıkonan karlar ve ticari kredilerle ülke dışı kaynaklar olduğu belirlenmiştir. Bankalardan sağlanan kredilerden özellikle 1-5 yıl arasında olan kısa ve orta vadeli kredilerin en çok tercih edildiği belirlenmiştir. Yine analize dahil firmaların sadece %13'ünün daima bir bankadan kredi aldıkları %87'sinin ise farklı bankalardan kredi aldıkları belirlenmiştir. Yine firmaların %97'sinin bankalardan kredi alırken faiz oranlarında uygulanan esnekliği dikkate aldıkları saptanmıştır.

Wiwattanakantang (1999), çalışmasında borsaya kayıtlı Tayland firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Çalışmada 1996 yılında borsaya kayıtlı 270

firmanın verileri kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda vergilerin, iflas, temsilci ve bilgi maliyetlerinin Tayland firmalarının finansman kararlarında önemli faktörler olduğu ortaya koyulmuştur. Karlılık, borç/sermaye oranı üzerinde negatif etkiye sahip olmuştur. Aynı zamanda Tayland firmalarının kaldıraç oranı ile büyüklük ve maddi duran varlıklar arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Bulgulardan bir diğeri, hissedarların firma yönetiminde yer aldığı tek aile sahipliği altındaki firmaların daha yüksek oranda borçlanma oranına sahip olduğu yönündedir. Sonuçlar dengeleme teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi ile uyum göstermektedir.

Colombo (2001), çalışmasında Macaristan'daki firmaların sermaye yapısıyla ilgili ve özellikle banka borçlanmalarıyla ilgili kararlarını etkileyen faktörleri belirlemeye çalışmıştır. Bu amaçla 1992–1996 yılları arasında 1100 firma örneklem olarak alınmıştır. Örneklem üretim ve hizmet işletmelerini kapsamaktadır. Çalışmada yöntem olarak çapraz kesit regresyon yöntemi ile panel veri analiz yöntemi kullanılmıştır. Çapraz kesit regresyon analizinin sonuçları şu şekildedir; Net satışların logaritması ile ifade edilen büyüklük, sahiplik ve maddi teminat değişkenleri ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. İstihdam ile ifade edilen büyüklük ile borçlanma arasındaki pozitif ilişki daha zayıf bulunmuştur. Maddi duran varlıkların miktarı ile borçlanma arasında 1995 yılı haricindeki yıllarda pozitif bir ilişki saptanmıştır. Buna karşın firmaların gelecekteki büyüme performanslarını gösteren yatırım/toplam varlıklar oranı ile borçlanma arasında negatif ilişki saptanmıştır. Nakit akımları ve net ticari kredi pozisyonu ile ilgili değişkenlere bakıldığında ise firmalarda finansal hiyerarşi teorisinin varlığı dikkati çekmektedir. İç fonların göstergesi olan nakit akımları ile borçlanma arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. Panel veri analizinde ise çapraz kesit analizinin tersine yatırımlar ile borçlanma arasında pozitif ve anlamlı bir sonuç bulunmuştur ve geçmiş yatırımların tutarının firmanın gelecekteki büyüme potansiyeli açısından önemli bir gösterge olduğu kabul edilmiştir.

Pandey (2001), 1984–1999 yılları arasında kamuya açık 106 Malezya firmasına ait sermaye yapısı bileşenlerini saptamaya çalışmıştır. Yazar analiz sürecini dört gruba ayırmıştır (1984–87, 1988–91, 1992–95, 1996–99). İlgili değişkenler kullanılarak toplanan veriler üzerinde en küçük kareler regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre karlılık, büyüme, büyüklük, risk ve sabit varlık payının bütün borç türlerini kuvvetli bir şekilde etkilediği belirlenmiştir. Yatırım fırsatının ise borçlanma politikası üzerinde bir etkisi olmadığı saptanmıştır. Karlılık değişkeni ile bütün borç türleri arasında negatif bir ilişki

olduğu belirlenmiş ve bu sonuçla finansal hiyerarşi teorisinin gelişmekte olan piyasalarda geçerli olduğu belirlenmiştir.

Booth, Aivazian, Kunt ve Maksimoviç (2001), yaptıkları çalışmada farklı kurumsal yapılara sahip gelişmekte olan on ülkedeki en büyük firmaların 1980–1990 yılları arasındaki sermaye yapısı kararlarını analiz etmişlerdir. Çalışmada sabit etkiler panel analizi ve çapraz kesit regresyon kullanılmıştır. Çalışmanın en önemli sonuçlarından biri karlı firmalarda borç oranının düşük gerçekleşmesidir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini ve asimetrik enformasyon teorisini desteklemektedir. Yine firmaların varlıklarında sabit varlıkların payı ile borç oranı arasında doğru yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Çalışmada gelişmekte olan ülkelerde sermaye yapısıyla ilgili kararları etkileyen ülkeye ait sistematik unsurların; Gayri safi milli hasıla'daki (GSMH) büyüme, enflasyon oranı, sermaye piyasalarının gelişimi gibi unsurlar oldukları belirlenmiştir.

Güloğlu ve Bekçioğlu (2001), 1992–2000 yılları arasında imalat sanayinde faaliyet gösteren ve İMKB'de hisse senetleri işlem gören en büyük 42 firmanın sermaye yapılarının borsadaki gelişmelerden ne derece etkilendiklerini incelemişlerdir. Bu bağlamda söz konusu firmaların yatay kesit verileri üzerinde analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları Türkiye'de borsa gelişiminin özellikle küçük firmaların kısa ve uzun dönemle, toplam borç/özsermaye oranlarını anlamlı biçimde etkilediğini ortaya koymuştur. Bu sonuç çalışmada borsanın geliştikçe bankacılık sektörünün de bu gelişmelerden yararlanarak kredi imkanlarını arttırmaları ve böylece küçük firmaların da bu gelişmelerden kullandıkları borç miktarlarını artırarak yararlanmaları şeklinde yorumlanmıştır. Çalışmada elde edilen diğer bir sonuç ise borsanın gelişiminin büyük firmaların sermaye yapısını çok fazla etkilemediğidir. Çalışmada bu sonucun nedeni ise İMKB'nin henüz yeterince gelişememesine bağlanmıştır.

Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002), çalışmalarında Çin'de hisseleri işlem gören firmalarda belirlenen kurumsal yönetişim değişkenleri ile firmaların borç/toplam varlıklar oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu amaçla 1996–1998 yılları arasında borsaya kote 60 Çin firmasının verileri üzerinde çoklu regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre yönetim kurulunda dışarıdan olan yönetici sayısı arttıkça ve CEO olarak geçirilen süre uzadıkça, kaldıraç düzeyinin azaldığı, yine güçlü bir firma yönetişimi ile karşı karşıya kalındığında yöneticilerin daha düşük kaldıraç düzeyini tercih ettiği saptanmıştır.

Yönetim kurulunun büyüklüğü ile CEO'lara uygulanan teşvik uygulamasıyla kaldıraç düzeyi arasında istatistiksel olarak önemli bir ilişki çıkmamıştır.

Rao ve Lukose (2002), Hindistan'daki finansal olmayan firmaların sermaye yapılarını belirleyen değişkenleri belirlemeye çalışmışlardır. Analiz süreci 2'ye ayrılmıştır. İlki liberalizasyon öncesi 1990–1992 yılları arasındaki süre ile 1997–1999 yılları arasındaki liberalizasyon sonrası süreçtir. 1990–1992 yılları arasında 498, 1997–1999 yılları arasında ise 1411 firma analize dahil edilmiştir. Negatif net değere sahip firmalar ile devlete ait firmalar ve imalat dışı firmalar analize dahil edilmemiştir. Analiz sonuçlarına göre, vergi etkisi ve işaret etkisinin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğu bununla beraber yabancı firmaların ve büyük firmaların finansal kararlarında temsilci maliyetlerinin etkili olduğu saptanmıştır. Ayrıca firma büyüklüğü ve işletme riskinin liberalizasyon sonrası süreçte firmaların sermaye yapılarını etkileyen önemli değişkenler olduğu belirlenmiştir.

Fattough, Scaramozzino ve Harris (2003), Güney Kore'deki şirketlerin sermaye yapılarını belirleyen değişkenler ve bu değişkelerin gelişimini 1997 finansal krizinden önce ve sonra olmak üzere incelemişlerdir. Yazarlar çalışmada, Güney Kore'de hisseleri işlem gören firmaların 1992–2001 yıllarına ait geniş bir panel verisini kullanmışlar ve 4832 firma gözlemi gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada bir panel veri modeli olan Quantile Regresyon Modeli kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğü ile büyüme hızının, düşük borç oranı düzeyinde borcu pozitif etkilediği ancak yüksek borç düzeyinde negatif etkilediği saptanmıştır. Net sabit varlıkların payının borç oranının düşük düzeylerinde önemli bir etkisi bulunmazken orta ve yüksek borç düzeylerinde pozitif etkileri olduğu belirlenmiştir.

Deesomsak, Paudyal ve Pescetto (2004), Asya Pasifik Bölgesinde yer alan ve farklı finansal, hukuki ve kurumsal yapıya sahip dört ülke olan Tayland, Malezya, Singapur ve Avusturalya'daki firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler ve yaşanan 1997 finansal krizinin firmaların sermaye yapısına olan etkilerini incelemişlerdir. Bu amaçla, 1993–2001 yılları arasında bu ülkelerdeki finansal olmayan firmaların finansal verileri üzerinde çapraz kesit, panel ve en küçük kareler analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğü ile firmaların sermaye yapıları arasında pozitif ilişki saptanırken, büyüme potansiyeli, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, likidite ve hisse senedi performansı ile sermaye yapıları arasında negatif ilişki saptanmıştır. Yine 1997 yılında yaşanan finansal krizinde firmaların

sermaye yapıları ile firmalara özgü değişkenler olan firma büyüklüğü, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, likidite ve büyüme fırsatları arasındaki ilişkileri etkilediği saptanmıştır.

Voulgaris, Asteriou ve Agiomirgianakis (2004), çalışmalarında Yunanistan'daki küçük ve orta ölçekli (KOBİ) imalat firmaları ile büyük ölçekli imalat firmalarında sermaye yapılarını belirleyen değişkenleri incelemişlerdir. Bu amaçla istihdam açısından sınıflandırılan 143 KOBİ, 75'te büyük imalat firmasının 1989–1996 yıllarına ait finansal verileri Marquardt'ın algoritması ve doğrusal olmayan en küçük kareler regresyon yöntemi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre, büyüklük ve büyüme ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Yine karlılığın borç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır. Büyük firmalar açısından varlık yapısı ile varlıkların büyümesi sermaye yapısının belirlenmesinde en etkili değişkenler olarak saptanmıştır. KOBİ'ler açısından ise dönen varlık düzeyi veya likidite (stok ve alacak düzeyi), yüksek kar marjı, büyüklük, satış büyümesi, istihdam verimliliği ve sabit varlık düzeyinin kredilendirme açısından önemli olduğu saptanmıştır.

Chen (2004), 1995–2000 yılları arasında 88 adet kamuya açık Çin firmasının sermaye yapılarını açıklayan değişkenleri belirlemeye yönelik bir çalışma yapmıştır. İlgili veriler, havuz en küçük kareler (Pool OLS), sabit etkiler ve tesadüfi etkiler yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına dengeleme teorisinin ve finansal hiyerarşi teorisinin gelişmiş ülkelerde olduğu şekilde Çin firmalarında geçerli olmadığı saptanmıştır. Çin firmalarının finansal kaynak seçiminde yeni bir finansal hiyerarşi (ilk olarak alıkonan karlar, sonra özsermaye en son olarak da uzun vadeli borçtur) modeli uyguladıkları belirlenmiştir. Bunun yanında karlılık ve firma büyüklüğü ile uzun vadeli borçlanma arasında negatif ilişki, büyüme fırsatı ve sabit varlıkların payı ile de uzun vadeli borçlanma arasında pozitif ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

Acaravcı ve Doğukanlı (2004), İMKB'de, 1992–2002 dönemi boyunca işlem gören 66 imalat firmasının sermaye yapısını etkileyen faktörleri; firmaya özgü değişkenler, finansal piyasalara özgü değişkenler ve makroekonomik değişkenler olarak belirlemişler ve bu değişkenleri panel veri analizi yöntemi ile incelemişlerdir. Analiz sonucunda firmaların toplam varlıklarının büyüme oranları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı ve toplam kamu iç borç stoku / nominal gayri safi yurtiçi hasıla oranının sermaye yapısı (borç / özsermaye) üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır.

Buna karşın karlılık ile sabit varlıkların toplam varlıklar içindeki payının sermaye yapısını negatif etkilediği belirlenmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlar imalat firmalarına ait sermaye yapısının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğunu göstermektedir.

Frielinghaus, Mostert ve Firer (2005), Güney Afrika'daki firmaların sermaye yapısı kararlarında bu firmaların yaşam döngüsü aşamalarının etkisini incelemişler ve özellikle finansal hiyerarşi teorisini ve statik dengeleme teorisini göz önünde bulundurmuşlardır. Bu amaçla hazırlanan anketler 4400 e-posta adresi bulunan firmaya, 220 tane firmaya da telefonla temas kurularak doldurulmaya çalışılmıştır. Ankete toplam 81 firma cevap vermiştir. Anket sonuçlarına göre, sermaye yapısı kararlarıyla firmaların yaşam evreleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Firmaların yaşam evrelerinin ilk yıllarında daha çok borç kullandıkları, yaşam evreleri ilerledikçe firmaların daha çok iç kaynakları kullandıkları belirlenmiştir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Yine çalışmada firmaların yaşam aşama modelinin pratik de uygulanmasıyla firmaların sermaye yapısıyla ilgili kararların daha iyi anlaşılabileceği vurgulanmıştır.

Buferna, Bangassa ve Hodgkinson (2005), çalışmalarında Libya'daki firmaların sermaye yapılarını etkileyen değişkenleri araştırarak statik dengeleme teorisi, temsilcilik maliyeti teorisi ve finansal hiyerarşi teorisini test etmişler aynı zamanda ikincil sermaye piyasalarının eksikliğinin firmaların sermaye yapıları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada 1995–1999 yılları arasında 55 firmanın finansal verileri üzerinde çapraz kesit en küçük kareler regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre statik dengeleme teorisi ve temsilcilik maliyeti teorisinin Libya'daki firmaların sermaye yapılarını açıkladığı ancak finansal hiyerarşi teorisinin daha az açıkladığı saptanmıştır. Ayrıca ikincil sermaye piyasasının eksikliğinin temsilcilik maliyetlerini etkilediği saptanmıştır.

Medeiros ve Daher (2005), çalışmalarında Brezilya'da kamuya açık 132 finansal olmayan firmanın sermaye yapılarını açıklamada finansal hiyerarşi teorisinin geçerliliğini test etmişlerdir. Yazarlar öncelikle finansal hiyerarşi teorisini güçlü ve zayıf formu olmak üzere iki gruba ayırmışlardır. Güçlü formda firmalar fon gereksinimlerini karşılamada hiçbir şekilde hisse senedi ihracına başvurmazken, zayıf formda ise azda olsa bu fon kaynağı kullanılmaktadır. Analize dahil edilen firmaların 2001 verileri kullanılmıştır. Veriler üzerinde çapraz kesit doğrusal regresyon (OLS) yöntemi uygulanmıştır. Analiz sonucunda

Brezilya'daki ilgili firmaların sermaye yapılarının belirlenmesinde finansal hiyerarşi teorisinin zayıf formunun geçerli olduğu saptanmıştır. Bunun nedenleri ise Brezilya'daki finansal kaynak sağlayan kurumların henüz gelişmemesi ve borçlanmanın beraberinde ağır faiz yükü getirmesi olarak ifade edilmiştir.

Fıratoğlu (2005), İMKB'ye kote finansal olmayan şirketlerin piyasa aksaklıklarının mevcut olduğu ortamda mali yapılarını etkileyen faktörleri incelemiş, buna ek olarak söz konusu faktörlerin etkilerinde belli kriz dönemleri itibariyle meydana gelen değişiklikleri saptamaya çalışmıştır. Bu bağlamda 1992–2000 yılları arasında İMKB'de işlem gören 196 finansal olmayan şirketin verileri üzerinde panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre şirketlerin finansmanda en belirgin şekilde iç kaynakları tercih ettiği saptanmıştır. Bununla beraber grup şirketlerinin genel olarak finansman tercihlerinde farklılık gösterdiği ve bu şirketlerin iç kaynaklarla finansmana daha az ağırlık verdiği belirlenmiştir. Büyüme potansiyelinin borçlanmaya olan pozitif etkisi grup şirketleri için daha kuvvetli olduğu saptanmıştır. Çalışmada ayrıca 1995 ve 1998 yıllarında yaşanan kriz dönemlerinde firmaların finansman yapılarını etkileyen faktörlerin toplu olarak değişiklik gösterdiği belirlenmiş ve kriz dönemlerinde firmaların iç kaynaklarla finansmana yöneldikleri sonucuna varılmıştır.

Topal (2006), 1997–2003 yılları arasında İMKB'ye kote olan imalat işletmelerinin sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve karlılıklarının analizini yapmıştır. Bununla birlikte söz konusu imalat işletmelerinin sermaye yapılarında meydana gelen değişikliklerin karlılıklarına olan etkilerini incelemiştir. Bu doğrultuda 1997–2003 yılları arasında İMKB'ye kayıtlı olan işletmeler üzerinde toplam 910 firma gözlemi yapılarak one way ANOVA, levene ve scheffe testi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre örnek kütlede yer alan işletmelerin toplam kaynaklar içerisinde en büyük paya sahip finansman kaynağı özkaynak olarak saptanmıştır. Yine KOBİ'lerin daha çok özkaynakla finanse oldukları belirlenmiştir. Yine analize dahil firmalarda uzun vadeli ticari borçların ortalama %1 gibi çok önemsiz düzeyde olduğu belirlenmiştir. Örnekleme dahil edilen işletmelerin öz kaynak bileşenleri içerisinde en yüksek payın yeniden değerleme olduğu, yeterli düzeyde kar yaratamadıkları çalışmanın sonuçları arasındadır. Son olarak örnekleme dahil edilen işletmelerden elde edilen bulgulara göre işletmelerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe aktif karlılık oranı ve brüt kar marjı çok değişmemekte ancak öz kaynak karlılığı düşmektedir. Bu bulgular işletmelerin talep

yönlerinde bir sorunun olmadığı ancak finansman maliyeti ve borç yapısından kaynaklanan sorunların olabileceğine işaret etmektedir.

Erkan ve Aydemir (2006), Türkiye'deki işletmelerin finansman tercihlerini ortaya koymak ve yabancı kaynak kullanımında etkili olan faktörleri belirlemek amacıyla Türkiye'deki 38 ilde faaliyet gösteren 438 işletmede anket yöntemi ile veriler toplanmıştır. Araştırma sonucunda işletmelerde finansman gereksinimlerinin öncelikle işletme içi kaynaklarla daha sonra yabancı kaynaklarla ve en son olarak da hisse senedi ihracıyla karşıladığı saptanmıştır. Bu sonuç ilgili işletmelerin finansman politikalarında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğunu göstermektedir. Çalışmada yine işletmelerin yabancı kaynak kullanımını en çok etkileyen faktörün işletme kazançlarının ve nakit akışlarının değişkenliği olarak bulunmuştur. Ayrıca işletmelerin finansman kararlarında en çok hissedarların etkili olduğu saptanmıştır.

Akyüz ve diğerleri (2006), Türkiye'nin Karadeniz Bölgesi'nde ormancılık sektöründe faaliyet gösteren mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelerin sahiplik yapıları ile sermaye ve borçlanma kararlarını incelemişlerdir. Bu amaçla literatürden hareketle çalışan sayısı 250'den az olan işletmeleri mikro, küçük ve orta ölçekli işletme olarak kabul etmişler ve Karadeniz Bölgesi'ndeki 18 ilde bu kriterlere uyan 851 firma üzerinde 1999–2001 yılları arasında anket çalışması yapmışlardır. Çalışma sonucunda bu işletmelerin genelde aile sahipli işletmeler oldukları belirlenmiştir. Ayrıca bu işletmelerin ilk yatırım ve devam eden faaliyetlerin finansmanında daha çok iç fonları (öz sermaye, dağıtılmamış karlar gibi) tercih ettikleri saptanmıştır. Çalışmada buna ek olarak mikro, küçük ve orta ölçekli orman işletmelerinin iç fonları tercih etmesinin en büyük nedenleri olarak, yabancı kaynakların yüksek maliyetli oluşu ve bankaların kredi verirken uyguladıkları yüksek harç ve komisyonlar olarak belirlenmiştir.

Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006), Türk firmalarının sermaye yapısını etkileyen firmaya ait faktörleri incelemişlerdir. Bu amaçla İMKB'de hisseleri işlem gören 123 imalat işletmesinin 1993–2002 yıllarına ait verileri üzerinde dinamik panel veri yöntemiyle analiz gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre ilgili firmalarda firma büyüklüğü ve toplam varlıklardaki büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanırken, tesis, arazi ve ekipmandaki büyüme fırsatları, karlılık, sabit varlıkların payı ve vergi kalkanına tabii borç dışı giderlerin kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır.

Zou ve Xiao (2006), Çin Halk Cumhuriyeti'ndeki borsada işlem gören firmaların finansman davranışlarını incelemişlerdir. Bu amaçla 1993–2000 yılları arasında borsada işlem gören toplam 216 firmaya ait dengesiz (unbalanced) panel verileri üzerinde 2 model oluşturulmuş ve zaman serisi analizi sabit etkiler, tesadüfi etkiler ve probit model analizi gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğünün, sabit varlık miktarının, büyüme fırsatlarının ve karlılığın Çin'de önemli olduğu saptanmıştır. Firma büyüklüğü ve sabit varlıkların payı ile finansal kaldıraç arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Bununla beraber devlet sahipliği, yasal kişi sahipliği ve yabancı sahipliğinin Çin firmalarının sermaye yapısı seçimlerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Özsermayenin arttırılmasıyla ilgili olarak Çin firmalarının teşvik edildiği ve bu doğrultuda karlılık ile finansal kaldıraç arasında negatif bir ilişkide olduğu saptanmıştır. Çin'de borsada işlem gören firmaların sermaye yapısı seçimlerinde ne statik dengeleme teorisi ne de finansal hiyerarşi teorisini destekleyen sonuçlar bulunmuştur, ancak değişken bazında daha çok statik dengeleme teorisini destekleyen (firma büyüklüğü ve sabit varlık miktarı) sonuçlara ulaşılmıştır.

Huang ve Song (2006), 1994–2003 yılları arasında borsaya kote 1216 Çin firmasının sermaye yapısını etkileyen faktörleri en küçük kareler ve Tobit analiz yöntemiyle incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre Çin firmalarında kaldıraç ile firma büyüklüğü ve maddi duran varlıkların payı arasında pozitif ilişki saptanırken, karlılık, vergiye tabii borç dışı giderler, büyüme fırsatları, yönetim sahipliği ile kaldıraç arasında negatif ilişki saptanmıştır. Kurumsal sahiplik ile devlet sahipliğinin sermaye yapısı kararlarında herhangi bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Bununla beraber Çin firmalarının uzun vadeli borçlanma kararlarında vergi etkisine dikkat ettikleri belirlenmiş dolayısıyla Çin'deki firmaların diğer ülkelerdeki firmalara göre daha düşük uzun vadeli borçlanma eğilimi içerisinde oldukları saptanmıştır.

Qian, Tian ve Wirjanto (2007), 1999–2004 yılları arasında kamuya açık 650 Çin firmasının sermaye yapısını etkileyen faktörleri statik panel veri analizi ile incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre; firma büyüklüğü, maddi duran varlıkların payı ve sahiplik yapısı ile firmanın kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki saptanırken karlılık, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, büyüme ve kazançların değişkenliğinin, kaldıraç oranı negatif ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır.

Delcoure (2007), çalışmasında gelişmekte olan Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde, sermaye yapısı belirleyicilerinin, gelişmiş batı ekonomilerinde geliştirilen geleneksel sermaye

yapısı teorisini destekleyip desteklemediğini ölçmüştür. Bu amaçla dört gelişmekte ülke olan Çek Cumhuriyeti, Polonya, Rusya ve Slovakya'da finansal ve hizmet sektörleri dışında toplam 129 adet halka açık firmanın 1996–2002 tarihleri arasındaki finansal verileri kullanılmıştır. Analiz sürecinde 3 tahmin metodu kullanılmıştır. Bunlar; havuz regresyon, sabit etki ve tesadüfi etkidir. Çalışma sonucunda analize dahil dört ülkedeki firmaların sermaye yapılarında, gelişmiş ülkelere göre daha çok kısa vadeli borçlara yer verildiği saptanmıştır. Ayrıca batıdaki gelişmiş ülkelerde geliştirilen sermaye yapısı teorilerinin (dengeleme, finansal hiyerarşi, vekalet maliyetleri) ilgili dört ülkedeki firmaların sermaye yapılarını kısmen açıkladığı saptanmıştır. Bununla beraber bu ülkelerdeki finansal pazarların ve bankacılık sisteminin yapısının, hissedar ve borç verenler koruyan yasaların, kurumsal yönetişim uygulamalarının ve özsermaye ve tahvil piyasalarının gelişmişliğinin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğu belirlenmiştir. Bu etkenlerin ülkeler arasındaki farklılıkları, firmaların sermaye yapısı kararını etkileyen firmalara özgü faktörler olarak tanımlanmıştır.

Yılgör ve Yücel (2007), Mersin ve Adana illerindeki imalat firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin uygulamada nasıl şekillendiğini açıklamak ve firmaların bu konuda sergiledikleri davranışların uyumlu olduğu sermaye yapısı teorisini belirlemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Bu bağlamda Adana Sanayi Odası ile Mersin Sanayi ve Ticaret Odasına kayıtlı olan toplam 1.870 firmadan 750 tanesine anket gönderilmiş ve bu anketlere 382 firma yanıt vermiştir. Anket sonuçlarına göre söz konusu sanayi firmalarının büyük oranda finansal hiyerarşi teorisine uyum gösterdikleri anlaşılmıştır. Sermaye yapısı oluşturulurken öncelikli olarak iç kaynakların tercih edilmesi, hedef borçlanma oranlarının olmaması, finansal esnekliğin önemsenmesi ve borçla finansman konusunda ihtiyatlı davranılması, örneklemi oluşturan firmaların davranışlarını finansal hiyerarşi teorisine yaklaştırmaktadır.

Kandır, Karadeniz ve Önal (2007), Türkiye'nin en büyük 1000 sanayi işletmesinde sermaye yapısını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. 2000–2004 yıllarını kapsayan çalışmada, söz konusu faktörlerle şirketlerin sermaye yapısı arasındaki ilişki portföy ve regresyon analizleri ile incelenmiştir. Regresyon analizlerinde, şirketlerin kaldıraç oranları bağımlı değişken ve şirketlere ait satış ve ihracat hacimleri, aktif ve özsermaye karlılıkları, İMKB'de işlem görme durumu, kamu veya yabancı sermaye sahipliği, çalışan sayısı ve aktif devir hızları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, Türkiye'nin en büyük sanayi

işletmelerinin sermaye yapısını belirleyen en önemli faktörlerin şirketlerin satış hacimleri ve karlılık durumları olduğunu ortaya koymuştur.

Tortop (2007), firma büyüklüğünün, işletme riskinin, karlılığın, borç dışı vergi kalkanının ve vergi oranının İMKB'ye kote olan çokuluslu ve ulusal işletmelerin sermaye yapılarına olan etkilerini incelemiştir. Bu bağlamda 1992–2003 yılları arasında İMKB'ye kote olan 237 reel sektör firması analiz edilmiş ve analiz süreci içinde ihracat/net satışlar oranı ortalaması %20'yi aşan firmalar çokuluslu firma olarak, altında olan firmalar ise ulusal firma olarak kabul edilmiştir. Söz konusu firmaların panel verileri üzerinde tesadüfi etki tahmin modeli kullanılmıştır. Çok uluslu işletmelerde ulusal işletmeler arasında sermaye yapılarında farklılıklar ise çoklu regresyon analiziyle ortaya konulmuştur. Analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğü, borç dışı vergi kalkanı, vergi düzeyi ve büyüme oranı değişkenleri ile sermaye yapısı arasında pozitif, işletme riski ve karlılık değişkeni ile negatif ilişkide olduğu saptanmıştır. Yine yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde istikrarsızlık nedeniyle; ulusal firmaların uzun vadeli borçlanma olanaklarının kısıtlı olması sebebiyle; toplam borçlarının içinde ağırlığı kısa vadeli borçlara verdikleri saptanmıştır.

Mazur (2007), Polonya'da borsaya kote olan firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ile dengeleme teorilerini test etmiştir. Bu amaçla 2000–2004 yılları arasında Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 238 finansal olmayan firma verileri üzerinde korelasyon ve çoklu regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Tanımlayıcı istatistiki analiz sonuçlarına göre ortalama kaldıraç oranlarının %48 ile %56 arasında değiştiği ve firmaların daha çok kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildikleri belirlenmiştir. Korelasyon analizi sonuçlarına göre firmaların sermaye yapıları ile varlık yapıları, karlılık, büyüme firsatları, likidite, firma büyüklüğü, ürün benzersizliği, kazançların dalgalanması, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, karpayı politikası ve efektif vergi oranları arasında ilişki saptanmıştır. Çoklu regresyon analizi sonuçlarına göre ise karlılık, likidite oranı, varlık yapısı ve firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla Polonya firmalarına ait sermaye yapısı davranışlarını açıklamada finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir.

Mallikarjunappa ve Goveas (2007), çalışmalarında Hindistan'daki ilaç şirketlerinin sermaye yapısı davranışlarını etkileyen değişkenleri analiz amacıyla 1993–2002 yılları arasında borsada işlem gören 71 ilaç şirketi üzerinde çoklu regresyon analizi

gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre karlılık, varlıkların teminat değeri, büyüme, firma büyüklüğü, vergi oranları ve ürün benzersizliğinin ilaç şirketlerinin sermaye yapıları üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı buna karşın borç servis kapasitesi, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, likidite ve işletme riskinin ilaç şirketlerinin sermaye yapıları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Borç servis kapasitesi ve likidite ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ve işletme riski ile kaldıraç oranı arasında ise pozitif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

Mitton (2007), gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkileyen firmayla ilgili ve genel ekonomiyle ilgili faktörleri araştırmıştır. Bu bağlamda 1980–2004 yılları arasında 34 gelişmekte olan ülke ekonomisindeki 11.850 firmanın panel finansal verileri üzerinde regresyon analizi gerçekleştirilmiş ve sabit etkiler tahmin edicisi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre firma bazında sermaye yapılarını etkileyen en önemli değişkenlerin büyüklük, büyüme fırsatları ve sabit varlıkların payı olduğu belirlenmiştir. Ülke düzeyinde ise finansal gelişmeyle firmaların düşük kaldıraç düzeyine sahip oldukları, ancak ülkelerin dış piyasalara finansal açıdan açılmalarıyla birlikte firmaların kaldıraç oranlarının yükseldiği belirlenmiştir.

Cai, Fairchild ve Güney (2008), 1999–2004 yılları arasında Çin'de borsada işlem gören firmalarda borcun vadesini etkileyen değişkenleri saptamaya yönelik bir araştırma yapmışlardır. Bu amaçla 1999–2004 yılları arasında borsada işlem gören ve 12 endüstride faaliyet gösteren 259 firma üzerinde 1554 gözlem gerçekleştirilmiş ve en küçük kareler yöntemi, panel regresyon yöntemi, çapraz kesit regresyon yöntemleri ile bunlara ek olarak genelleştirilmiş momentler tahmin yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğü, varlıkların vadesi ve likiditesi, teminat amacıyla tutulan varlıkların miktarı ve büyüme fırsatları değişkenlerinin borcun vadesini etkilediği saptanmıştır. Yine borç ve özsermaye piyasa şartlarının (faiz oranlarının vade yapısı, hisse senedi piyasası oynaklığı, faiz oranlarındaki oynaklık) borçlanmanın vadesiyle ilgili kararlar üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Bireysel hissedarların daha çok kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri için hisse senedi sahipliği yüksek olan firmalarında daha kısa vadeli borçlara yöneldikleri saptanmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye yapısıyla ilgili olarak gerçekleştirilen ve yukarıda ifade edilen çalışmaların özet hali çalışmanın ekler kısmında (EK-2) verilmektedir.

2.3. Sermaye Yapısıyla İlgili Turizm İşletmelerine Yönelik Yapılan Çalışmalar

Her ne kadar finans literatüründe sermaye yapısı teorisi yıllardır işlense de, turizm sektörüne yönelik olarak çok az çalışma yapılmıştır. Ancak son yıllarda turizm işletmelerinin (ulaştırma şirketleri, konaklama şirketleri, yeme-içme şirketleri gibi) sermaye yapılarına ve borçlanma kararlarına yönelik çalışmalar yapıldığı görülmektedir.

Erickson ve Trevino (1994), 1985–1990 yılları arasında ABD'deki havayolu firmalarında borçlanmayı ve kısa ve uzun vadeli leasing kararlarını etkileyen değişkenleri finansal hiyerarşi teorisine göre test etmişlerdir. Bu bağlamda Compustat Yıllık Endüstri Verilerinde yer alan havayolu firmalarının finansal verileri üzerinde 43 gözlem yapılarak regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre aktif karlılığı ile kaldıraç düzeyi arasında önemli bir ilişki saptanamamıştır. Satışların büyümesi ile kaldıraç düzeyi arasında negatif, varlıklardaki büyüme ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Buna ek olarak analiz başlangıcındaki borç oranı ile leasing kullanımı arasında pozitif ilişki saptanırken, satışların büyümesi, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, firma büyüklüğü ve finansal sıkıntı ile leasing kullanımı arasında negatif ilişki saptanmıştır. Yine finansal kiralamanın yüksek kredi riskine sahip havayolu firmaları tarafından borç yerine kullanıldığı belirlenmiştir. Diğer taraftan kısa vadeli faaliyet kiralamalarının borç yerine kullanılmadığı ve faaliyet kiralamalarının daha küçük firmalar ile vergi ödemeyen firmalar ve hızlı satış büyümesine sahip firmalar tarafından daha fazla kullanıldığı belirlenmiştir.

Kwansa ve Cho (1995), yiyecek-içecek endüstrisinde dolaylı iflas maliyetlerinin hacmini ve endüstrideki önemi ile restoran işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında finansal sıkıntı maliyetleri ile vergi kazançları arasındaki değişimin etkisini incelemişlerdir. Bu amaçla 1980–1992 yılları arasında iflas eden 10 restoran işletmesinin verileri kullanılmıştır. Analiz sonucunda dolaylı iflas maliyetlerinin yiyecek-içecek endüstrisi açısından önemli olduğu ve firma değeri üzerinde önemli bir paya sahip olduğu saptanmıştır. Buna ek olarak yiyecek-içecek endüstrisinde dolaylı iflas maliyetlerinin bugünkü değeri ile finansal kaldıraç kullanmanın sağlayacağı vergi kazancının birbirine yakın olduğu ve bu nedenle vergi tasarrufu ile finansal sıkıntının, endirekt maliyetlerinin dengelenmesi ve bu doğrultuda hedeflenen optimal sermaye yapısına ulaşmada önemli ve etkili oluğu belirlenmiştir.

Upneja ve Dalbor (1999), çalışmalarında restoran işletmelerinde hem borçlanma öncesi (borçlanmadan önceki gelir vergisi (income taxes) / vergilendirilebilir gelir (taxable income)) hem de borçlanma sonrası vergi oranları "gelir vergisi (income taxes) / vergilendirilebilir gelir (taxable income)" ile kiralama davranışları ve borçlanma davranışları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmanın verileri Amerika'daki 92 restoran işletmesinin 1981–1992 yıllarına aittir. Analiz sonuçlarına göre borçlanma sonrası vergi oranıyla restoran firmalarının borçlanma politikası arasında sahte bir negatif ilişki çıkmıştır. Borçlanma öncesi vergi oranlarıyla borç politikası ve finansal kiralama arasında pozitif ve önemli bir ilişki saptanmıştır. Borçlanma sonrası vergi oranlarıyla finansal kiralama arasında da pozitif ve önemli bir ilişki saptanmıştır. Faaliyet kiralaması açısından da borçlanma öncesi ve sonrası vergi oranlarıyla negatif ve önemli bir ilişki saptanmıştır. Çalışmada ayrıca iflas riski altında bulunan restoran firmalarının faaliyet kiralamasına yöneldikleri belirlenmiştir.

Özer ve Yamak (2000), küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerinin fon gereksinimlerini karşılamada kullandıkları finansal kaynak seçimlerini araştırmışlardır. Çalışmada ayrıca konaklama işletmeleri yeterli kazanç sağlayan ve yeterli kazanç sağlamayan işletmelerin finansal kaynak seçiminde finansal hiyerarşi yaklaşımını uygulayıp uygulamadıkları test edilmiş ve konaklama işletmelerinin temel finansal sorunları saptanmaya çalışılmıştır. Dolayısıyla çalışmada 1996 yılı Ağustos ayı itibariyle İstanbul'da faaliyet gösteren 101 küçük ve orta ölçekli (oda sayısı 100'den az olan) konaklama işletmesinde sahip veya yöneticilere yüzyüze görüşme tekniği kullanılarak anket uygulanmış ve toplanan veriler üzerinde ki kare ve F testi uygulanmıştır. Anket sonuçlarına göre konaklama işletmelerinin ilk yatırım aşamasında en fazla bireysel fonlarla finanse edildikleri saptanmıştır. Devam eden faaliyetlerin finansmanında ise alıkonan karların en fazla kullanılan fon kaynağı olduğu saptanmıştır. Yine alıkonan karların kullanımının, kazançların yeterli olmasına bağlı olduğu ve kazançları yeterli olan konaklama işletmelerinin alıkonan karlarla finanse oldukları belirlenmiştir. Gelecekte gerçekleştirilmesi planlanan yatırımların finansmanında konaklama işletmelerinin en fazla elde ettikleri kazançları kullandıkları saptanmıştır. Dolayısıyla üç aşamada da en fazla işletme içinde yaratılan fon kaynaklarının (alıkonan karlar ya bireysel fonlar) kullanıldığı buna karşın dışsal kaynakların çok az kullanıldığı saptanmıştır. Çalışmada ayrıca konaklama işletmelerinin en büyük finansal sorunları yetersiz kazançlar, yüksek girdi maliyetleri ve nakit açıkları olarak sıralanmıştır. Yine incelenen konaklama işletmelerinin devam eden faaliyetlerinin finansmanında kullanacakları kaynakların seçiminde en fazla alıkonan karları kullandıkları ve bu haliyle finansal hiyerarşi teorisiyle paralellik gösterdiği

saptanmıştır. Buna karşın yetersiz kazanca sahip konaklama işletmelerinin, ikinci aşamada yabancı kaynak yerine, bireysel fonların veya diğer faaliyetlerden sağlanan karların kullanıldığı saptanmış ve bu haliyle finansal kaynakların seçiminde ikinci sırada yabancı kaynakların yer almasını ileri süren finansal hiyerarşi teorisinden farklılık gösterdiği belirlenmiştir.

Upneja ve Dalbor (2001), ABD'deki kamuya açık konaklama işletmelerinin uzun vadeli borç seçimini etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik yaptıkları çalışmada üç sermaye yapısı teorisiyle ilgili olan borcun işlem maliyetleri, işaret etkileri ve vergi etkilerine ait değişkenlerin borç oranına etkileri belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışmada 1974–1997 yıllarına ait 28 adet kamuya açık konaklama işletmesine ait veriler kullanılmıştır. Kullanılan modelde çapraz kesit havuz regresyon analizi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, büyüme fırsatları değişkeni ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ve kuvvetli bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bunun nedenini konaklama işletmelerinin sabit varlıklarını borçla finanse etmeyi tercih etmesi olarak nitelendirilmiştir. Firma büyüklüğü ile borçlanma arasında önemli bir ilişki saptanmamıştır. Firma kalitesi ile borçlanma düzeyi arasında ise güçlü ve pozitif bir ilişki vardır. Sabit varlıkların payı ile borç oranı arasında pozitif ve güçlü, vergi kalkanına tabii olan borç dışı giderler ile borç oranı arasında negatif bir ilişki saptanmıştır.

Fernandes ve Capobianco (2001), sivil havayolu taşımacılığı sektöründe finansal strateji, etkinlik ve performansı inceleyerek performans ve etkinlik ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi test etmişler ve performansı optimum kılacak sermaye yapısını belirlemeye çalışmışlardır. Bu bağlamda 1993–1996 yılları arasında dünya havayolu sektöründe faaliyet gösteren 35 havayolu şirketinin finansal verileri üzerinde veri zarflama analizi yapılmıştır. Yapılan girdi-çıktı analizinde, finansal kaldıraç girdi olarak belirlenirken, net kar marjı, toplam aktif devir hızı, özsermaye getirisi, faaliyet marjı (vergi öncesi kar), net varlık devir hızı ve net varlık getirisi çıktı olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda havayolu şirketleri açısından optimum bir finansal kaldıraç düzeyinin olduğu saptanmıştır. Ayrıca analize dahil edilen firmalarda hissedarlara ait sermayenin toplam sermaye içindeki payının %40 ile %77 arasında değiştiği saptanmıştır.

Nuri ve Archer (2001), İngiltere'deki otel ve perakendecilik endüstrilerinde sermaye yapısının açıklanmasında hedef düzeltme ve finansal hiyerarşi modellerinin gücünü test etmişlerdir. Bu amaçla Londra Hisse Senedi Piyasası'nda hisseleri işlem gören 243

perakendecilik firması ve 65 otel işletmesinin 1985–1997 yılları arasındaki verileri incelenmiştir. Analiz sürecinde panel veri, havuz çapraz kesit ve zaman serisi analiz yöntemleri kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre İngiltere'deki perakendecilik ve otel endüstrilerindeki firmaların kaldıraç oranlarının ABD'deki kadar yüksek olmadığı saptanmış ve bu farkın iki ülke arasındaki vergi oranlarından kaynaklanabileceği vurgulanmıştır. Yine otel endüstrisindeki uzun vadeli ve toplam kaldıraç oranlarının perakendecilik endüstrisine göre daha yüksek olduğu saptanmıştır. Otel endüstrisinde uzun vadeli kaldıraç oranı %30 iken perakendecilik endüstrisinde bu oran %17 olarak hesaplanmıştır. Toplam kaldıraç ise otel endüstrisinde %50 olarak, perakendecilik endüstrisinde ise %30 olarak hesaplanmıştır. Analiz sonuçlarına göre İngiltere'deki otel ve perakendecilik endüstrilerindeki firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında statik dengeleme teorisinin, finansal hiyerarşi teorisine göre zaman serisi ve çapraz kesit açısından daha güçlü olduğu saptanmıştır.

Dalbor ve Upneja (2002), ABD'deki kamuya açık restoran işletmelerinin borç oranını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Çalışmada üç sermaye yapısı teorisiyle ilgili olan borcun işlem maliyetleri (contracting costs of debt), işaret etkileri (signaling effects) ve vergi etkilerine ait değişkenlerin borç oranına etkileri belirlenmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda 1988 – 1997 yıllarına ait 40 restoran işletmesinin verileri üzerinde zaman serisi ve çapraz kesit havuz regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre; daha riskli olan restoran işletmeleri daha fazla uzun vadeli borç kullanmaktadırlar. Firma kalitesi yüksek olan restoranlar uzun vadeli borç yerine kısa vadeli borcu tercih etmektedirler. Efektif vergi oranlarının, restoranların uzun vadeli borç kararlarında etkili olmadığı saptanmıştır. Büyüme fırsatlarına sahip restoranlarda ise daha az uzun vadeli borç kullanıldığı saptanmıştır. Yine firma büyüklüğü ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Phillips ve Sipahioğlu (2004), İngiltere'de konaklama işletmelerinde sermaye yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu amaçla İngiltere'de halka açık 43 konaklama işletmesi üzerinde Modigliani ve Miller'ın sermaye yapısı ilintisizliği teorisi test edilmiştir. Bu doğrultuda firmaların Haziran-Temmuz 2000 yılına ait veriler üzerinde Kruskal-Wallis Parametrik ve Nonparametrik Testleri yapılmıştır. Ayrıca bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki değişkenliği ölçen Levene Testi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre sermaye yapısındaki borç düzeyi ile finansal performans arasında önemli bir ilişki bulunmamıştır. Bu sonuçlar Modigliani ve Miller'in sermaye yapısı ilintisizliği teorisiyle uyumludur. Çalışma sonunda ayrıca konaklama işletmesi yatırımlarında sermaye getirisinin

düşük düzeylerde gerçekleştiği dolayısıyla konaklama işletmesi yatırımlarında oluşan fon gereksinimini karşılamak için sürekli dış kaynakların tercih edildiği belirlenmiştir.

Chathot ve Olsen (2006), restoran işletmelerinin firma performansı üzerinde çevre riskinin, firma stratejisinin ve sermaye yapısı unsurlarının birleşik etkisini incelemişlerdir. Çalışmada oluşturulan teorik modelde çevre riski firma stratejisini etkilemekte, firma stratejisi sermaye yapısını etkilemekte, sermaye yapısı da firma performansını etkilemektedir. Bunun yanında çevre riski, firma stratejisi ve sermaye yapısı firma performansını etkilemektedir. Çevre riski, firmanın nakit akımlarını ve karlılığını etkileyen ve firmaya ait dış çevreden kaynaklanan risk unsurlarından oluşmaktadır. Bu risk unsurları ekonomik risk, işletme riski ve piyasa riskidir. Firma stratejisi ilgili değişkenler firmanın büyümesiyle ve likiditesiyle ilgili olmak üzere 2 grupta yer almaktadır. Çalışmada halka açık 48 restoran işletmesinin 1995–2000 yılları arasındaki verileri kullanılırken çevre riskiyle ilgili olarak 1992–2000 yılları arasındaki çeyrek dönem verileri kullanılmıştır. Bu veriler üzerinde korelasyon testi ve regresyon testi uygulanmıştır. Çalışmada oluşturulan teorik modelin firmanın ROE'sinde meydana gelen değişimlerin %59'unu açıkladığı ve bu sonuçla en iyi model olduğu saptanmıştır. Çünkü bağımsız değişkenleri çevre riski ve firma stratejisinden oluşan model firmaların ROE'sinin %35'ini açıklarken, çevre riski ve sermaye yapısının bağımsız değişken olduğu model ise firmaların ROE'sinin %51'ini açıkladığı saptanmıştır.

Jang ve Ryu (2006), restoran işletmelerinde yatırım ve finansman kararlarının birbirleriyle bağımlı olup olmadığını incelemişlerdir. Bu bağlamda, 2001–2003 yılları arasında Amerika'da hisseleri borsada işlem gören toplam 110 restoran işletmesinin finansal verileri üzerinde tanımlayıcı istatistik analizi, pearson korelasyon ve kanonik korelasyon analizi gerçekleştirilmiştir. Tanımlayıcı istatistik analizi sonucunda analiz edilen restoran işletmelerinin varlıkları içinde en büyük payın uzun vadeli varlıklara ait olduğu daha sonra ise nakit varlıkların geldiği belirlenmiştir. Buna karşın stokların, restoran işletmelerinin hizmet işletmeleri olması nedeniyle toplam varlıklar içindeki payının çok düşük düzeyde olduğu belirlenmiştir. Bilançonun kaynaklar kısmında ise en büyük payın hissedarlara ait özsermaye kalemine ait olduğu ikinci olarak da uzun vadeli yabancı kaynaklara ait olduğu belirlenmiştir. Pearson korelasyon analizi sonucunda ise nakit ile hissedarlara ait özsermaye arasında pozitif buna karşın uzun vadeli yabancı kaynaklarla negatif ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır. Stoklar ile ticari borçlar arasında, uzun vadeli varlıklarla uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında pozitif ilişki saptanırken uzun vadeli varlıklar ile hissedarlara ait özsermaye arasında

negatif ilişki saptanmıştır. Kanonik korelasyon analizi sonuçlarına göre restoran işletmelerinin kısa vadeli varlık grubu ile kısa vadeli yabancı kaynak grubunun ayrıca uzun vadeli varlık grubu ile uzun vadeli yabancı kaynak grubunun güçlü ilişki içerisinde bulunduğu böylelikle varlık yapısının vadesi ile kaynak yapısının vadesi arasında bir uyum sağlandığı saptanmıştır. Buna karşın sadece alacaklar hesabının kısa vadeli yabancı kaynaklarla ilişki içerisinde bulunmadığı belirlenmiştir. Uzun vadeli varlıklar ile uzun vadeli yabancı kaynaklar arasındaki güçlü ilişkinin nedeni restoran işletmelerinde uzun vadeli varlıkların özelikle ipoteğe dayalı kredilerde teminat olarak gösterilmesi şeklinde belirtilmiştir. Stoklar ile diğer dönen varlıklar kaleminin, ticari borçlarla yüksek bir ilişki içerisinde bulunduğu belirlenmiş ve bu ilişkinin nedeni ise iki dönen varlık kaleminin ticari borçlarla finanse edilmesi şeklinde ifade edilmiştir. Yine stoklar ile diğer dönen varlıklar kalemi ile hissedarlara ait özsermaye kalemi arasında yüksek bir korelasyon saptanmış ve bu ilişkinin, restoran işletmelerinin operasyonlarını alıkonan karlar gibi sahiplerin yaptıkları yatırımlardan karşılanmasından kaynaklandığı belirtilmiştir. Son olarak restoran işletmelerinde nakit değerler ile hissedarlara ait özsermaye arasında güçlü bir ilişki saptanmıştır. Bu durumun nedeni; restoran işletmelerinin oluşturdukları stratejilerde riski yönetmek amacıyla sermaye tutarlarını yükselterek (alıkonan karları artırarak veya yeni hisse senedi ihracı ile) ve nakit düzeyini arttırarak düşük kaldıraç ve yüksek nakit düzeyinde iflas riskini etkin olarak azaltmaları olarak ifade edilmiştir.

Tang ve Jang (2007), konaklama işletmelerinde sermaye yapısını belirleyen faktörleri saptamak ayrıca konaklama işletmeleriyle, software işletmelerinin farklılaşan kaldıraç davranışlarını belirlemeye yönelik bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada 27 konaklama işletmesi ve yine 27 software işletmesinin 1997–2003 yıllarına ait çeyrek finansal verileri kullanılmıştır. Uzun vadeli borç düzeyi ile borç düzeyinin belirleyicileri arasındaki ilişkiyi açıklamak için 2 model kullanılmıştır. İlk modelde, en küçük kareler regresyon yöntemi, ikinci regresyon modelinde ise genelleştirilmiş en küçük kareler regresyon yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, konaklama işletmelerinin software işletmelerine göre daha fazla sabit varlık düzeyine ve daha fazla uzun vadeli borç düzeyine sahip olduğu, buna karşılık software işletmelerinin konaklama işletmelerine göre daha yüksek büyüme fırsatlarına ve daha yüksek kazanç dalgalanmasına sahip işletmeler olduğu belirlenmiştir. Konaklama işletmeleri gelişmekte olan bir karlılık gösterseler de serbest nakit akımları negatiftir, buna karşılık software firmaları negatif ROA'ya sahip olmasına rağmen büyük bir serbest nakit akımlarına sahiptirler. Genelleştirilmiş en küçük kareler regresyonu uygulanan 2.

modelin sonuçlarına göre ise konaklama işletmelerinin software işletmelerine göre sabit varlık düzeyi ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında daha fazla pozitif ilişkiye sahip olduğu saptanmıştır. Yine büyüme fırsatları ile uzun vadeli borçlanma arasında hem konaklama işletmelerinde hem de software işletmelerinde pozitif bir ilişki saptanmıştır. Bu ilişki konaklama işletmelerinde daha güçlüdür. Sabit varlıkların düzeyi ile büyüme fırsatlarının birleşik etkisi ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında konaklama işletmelerinde pozitif bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Bu ilişki software firmalarında da saptanmış ancak istatistiki açıdan çok önemli olmadığı belirlenmiştir. Konaklama işletmeleri açısından kazançların değişkenliğinin kaldıraç davranışını önemli derecede etkileyen bir değişken olmadığı, software işletmeleri açısından ise pozitif bir ilişki içerisinde olduğu belirlenmiştir. Firma büyüklüğü ile kaldıraç davranışı arasında konaklama işletmeleri açısından önemli bir ilişki bulunmazken, software işletmeleri açısından bu ilişki istatistiksel açıdan pozitif olarak saptanmıştır. Temsilcilik maliyeti değişkeni olan serbest nakit akımları (FCF) ile kaldıraç düzeyi arasında bir ilişki bulunmazken software firmaları açısından bu ilişki negatif olarak saptanmıştır. Karlılık değişkeni ROA ile kaldıraç düzeyi arasında konaklama işletmeleri açısından önemli bir ilişki saptanmazken, software firmaları açısından güçlü ve negatif bir ilişki saptanmıştır.

Jang, Tang ve Chen (2008), konaklama işletmelerinde yatırım ve finansman davranışlarının birbirlerine bağımlı olup olmadıklarını ve buna paralel konaklama işletmelerinin finansman davranışlarını tespit etmek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Bu amaçla 1990–2004 yılları arasında Amerika'da hisseleri işlem gören 61 konaklama işletmesinin finansal verileri üzerinde pearson ve kanonik korelasyon analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmada analiz süreci S&P 100 endeksi dikkate alınarak 1990–1992 (durgunluk dönemi), 1996–1998 (gelişme) ve 2002–2004 (yeniden düzelme) olmak üzere 3 döneme ayrılmış ve bu dönemlerde konaklama işletmelerinin finansman davranışları incelenmiştir. 3 analiz döneminde bina, tesis ve ekipman kaleminin toplam varlıklar içinde en büyük paya sahip kalem olduğu ve bunun konaklama işletmelerinin sabit varlık ağırlıklı yatırım yapan işletmeler olduğu kuralını desteklediği belirtilmiştir. Varlıklar ile kaynaklar arasındaki vade uyumu incelendiğinde ise konaklama işletmelerinin varlıkları ile kaynakları arasında vade uyumunun bulunduğu saptanmıştır. Analiz dönemi içerisinde nakit varlıkların dönen varlıklar içerisinde en yüksek paya sahip olduğu saptanmış ve konaklama işletmelerinin nispeten düşük düzeyde alacaklar ve stoklara sahip olduğu zamanlarda yüksek nakit veya pazarlanabilir menkul kıymetlere sahip oldukları belirlenmiştir. Bunun nedeni ise

özellikle konaklama işletmelerinin satışlarının sezonluk özellik göstermesinden dolayı düşük sezonda kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamak olduğu şeklinde yorumlanmıştır. Analiz sürecinde dönemler itibariyle en büyük yükselmeyi hissedarlara ait özsermaye daha sonra kısa vadeli borçlar göstermiştir. Alacaklar ile ticari borçlar hesabı analiz dönemi boyunca keskin bir düşüş göstermiştir. Gerçekleştirilen pearson korelasyon analizine göre inceleme dönemi boyunca nakit ve benzeri varlıklar ile uzun vadeli yükümlülükler arasında negatif, hissedarlara ait özsermaye ile pozitif bir ilişki saptanmıştır. Alacaklar ile ticari borçlar arasında pozitif, yine alacaklar ile uzun vadeli yükümlülükler arasında negatif bir ilişki belirlenmiştir. Bina, tesis ve ekipmanlar ile ticari borçlar ve hissedarlara ait özsermaye arasında negatif ilişki, uzun vadeli yükümlülükler ile pozitif bir ilişki saptanmıştır. Kanonik korelasyon analizi sonuçlarına göre konaklama işletmelerinde yatırım ve finansman kararlarının bir birine yüksek derecede bağımlı oldukları belirlenmiştir. Yine konaklama işletmelerinin vade riskinden korunma amaçlı olarak varlıklar ile kaynakların vadesini dengeledikleri yani kısa vadeli varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklarla uzun vadeli varlıkların ise uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiği belirlenmiştir. İkinci olarak bina, tesis ve ekipmanlar kalemi ile uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında güçlü bir ilişkinin varlığı saptanmış ve bu bulgu otel taşınmazlarının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesinin veya taşınmaz varlıkların ipoteğe dayalı kredilerde teminat olarak kullanılmasının bir sonucu olarak vurgulanmıştır. Buna ek olarak ticari borçlar ile diğer dönen varlıklar arasında güçlü bir ilişki saptanmış ve bu bulgu konaklama işletmelerinin dönen varlıklarının finansmanında satıcı kredilerinden yararlandıkları şeklinde yorumlanmıştır. Son olarak nakit değerler ile hissedarlara ait özsermaye arasında güçlü bir ilişki saptanmıştır. Bu durumun nedeni; konaklama işletmelerinin oluşturdukları stratejilerde riski yönetmek amacıyla sermaye tutarlarını yükselterek (alıkonan karları artırarak veya yeni hisse senedi ihracı ile) ve nakit düzeyini arttırarak düşük kaldıraç ve yüksek nakit düzeyinde iflas riskini etkin olarak azaltmaları olarak ifade edilmiştir.

Sakarya (2008), Türk turizm işletmelerinin sermaye piyasalarından yararlanma düzeylerini, halka açılma durumlarını ve İMKB'de hisseleri işlem gören turizm işletmelerinin halka açılma yoluyla İMKB'den fon sağlama durumlarını incelemek ve öneriler sunmak amacıyla bir çalışma gerçekleştirmiştir. Bu bağlamda turizm sektöründeki işletmelerin finansman ihtiyaçlarını karşılanmada İMKB'den çok az yararlandıkları belirtilmiştir. Çalışmada sektördeki işletmelerin sermaye piyasasından yararlanma düzeyinin düşük olmasının en büyük nedenleri ise turizm işletmelerinin bilanço kaydını yapma ve mülkiyet

hususlarında yaşadıkları sorunlar gösterilmiştir. Turizm sektöründe yapılan pek çok yatırımın 1990'lı yılların başlarında tamamlanmış olması, o yıllarda yeniden değerleme yapılamaması, yüksek enflasyon ve yüksek oranlı devalüasyon nedeniyle yapılan yatırımların bilançoda cari değerlerinden çok daha düşük seviyelerde görünmesine ve dolayısıyla bu işletmelerin borsadaki performanslarını olumsuz etkilediği belirtilmiştir. Yine hisse senetlerinin değerlemesinde bilanço verilerinden türetilen bilgilerin kullanılmasının turizm şirketlerinin hisse senetlerinin değerlemesinde sorun çıkmasına neden olduğu ve bu durumun halka açılmak isteyen turizm şirketleri için caydırıcı bir nitelik taşıdığı ifade edilmiştir. Çalışmada, turizm isletmelerinin bir kısmında önceki yıllardan gelen ve arazi tahsisleri nedeniyle mülkiyeti kendilerine ait olmayan araziler üzerinde yaptıkları varlıkların bilançoda gösterilmesinde tam değerin yansıtılamadığı ve bu durumun turizm işletmeleri açısından düşük fiyatlamaya yol açtığı ve hisse değerinin beklenenin altında kalması nedeniyle halka açılmaya olumsuz etkide bulunabildiği belirtilmiştir. Çalışmada ayrıca İMKB'de hisseleri işlem gören 8 turizm işletmesinin 1986–2006 yılları arasında gerçekleştirmiş oldukları sermaye artırımlarının ve bunların kaynaklarının türü, tutarı ve oranı belirlenmeye çalışılmış ve bu bağlamda durum belirleyici bir analiz gerçekleştirilmiştir. Yapılan analiz sonucunda borsada hisseleri işlem gören turizm işletmelerinin sermaye ihtiyaçlarını büyük oranda iç kaynaklardan sağladığı belirlenmiştir. Yine analiz sürecinde turizm işletmelerinin sermaye artırımının büyük bir kısmının (%80'lik kısmı) bedelsiz artırım yani iç kaynaklardan sağlandığı, dış kaynaklardan ise daha düşük oranda (%20'lik kısım) yararlanıldığı saptanmıştır. İMKB'de hisseleri işlem gören 8 turizm şirketinin halka açılma yılları incelendiğinde 8 işletmeden 6 tanesinin kriz zamanlarında halka açıldıkları belirlenmiş, buna ek olarak turizm işletmelerinin halka açıklık oranlarının (ortalama %38,02), Türkiye ortalamasından (%25) yüksek olduğu belirlenmiştir.

Turizm sektörüne yönelik olarak sermaye yapısıyla ilgili yapılan ve yukarıda açıklanan çalışmaların özet hali çalışmanın ekler kısmında (EK-3) verilmektedir.

Bu bölümde sermaye yapısını etkileyen değişkenleri inceleyen çalışmalar açıklanmıştır. Bundan sonraki bölümde ise genel olarak Türk konaklama işletmeleri ve özellikleri üzerinde durularak TCMB sektör bilançoları yardımıyla otel ve lokantalar sektörünün sermaye yapısı incelenmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GENEL OLARAK KONAKLAMA İŞLETMELERİNİN TANIMI VE ÖZELLİKLERİ: TÜRK KONAKLAMA İŞLETMELERİNİN SERMAYE YAPISININ İNCELENMESİ

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle turizm kavramı, turizm sektörü ve ekonomik etkileri ile turizm sektörünün özellikleri hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra turizm sektörünü meydana getiren turizm işletmeleri ve özellikle konaklama işletmeleri ile Türk konaklama işletmelerinin temel sorunları hakkında bilgi verilmiştir. Son olarak da Türk konaklama işletmelerinin finansman yapısı ve sermaye yapısı kararları Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yayınladığı 1990-2006 yıllarını kapsayan sektör bilançolarından yararlanılarak Türk turizm sektörünü temsil ettiği düşünülen oteller ve lokantalar sektörünün konsolide bilanço ve gelir tabloları yardımıyla incelenmiştir.

3.1. Genel Olarak Turizm Sektörü

Turizm kavramı üzerinde özel ve teknik birçok tanım yapılmakla birlikte tanım üzerinde kesin bir antlaşmaya varılamamıştır. Burada sorun turizm hareketinin öznesinin insan olmasından ve sosyal, psikolojik, politik, ekonomik unsurların bir araya gelmesinden kaynaklanmaktadır. Uluslararası Bilimsel Turizm Uzmanları Birliği'nin (AIEST- Association International Experts Scientifics Tourism) 1954'teki tanımına göre "Turizm, yabancıların seyahat ve geçici veya devamlı, asli kazanç elde etme faaliyeti için yerleşmeye dönüşmemek şartıyla konaklamalarından doğan ilişkilerin ve olayların bütünüdür" (Toskay, 1978, 25). 6086 sayılı Turizm Sektörü Teşvik Kanununun 36. maddesinde ise turizm; yerleşmek niyeti olmaksızın hava tebdili yapmak, tedavi edilmek, eğlenip dinlenmek gibi maksatlarla kültür ya da sanat hareketleri nedeniyle toplu ya da tek olarak yapılan seyahatlerin bütünü olarak tanımlanmaktadır (Özdemir, 1992, 19).

Turizm sektörü II. Dünya Savaşı'ndan sonra hızla gelişme olanağı bulmuştur. Bilgi ve teknolojide yaşanan hızlı gelişim sonucu sınırların ortadan kalkması,

harcanabilir kişisel gelirlerin artması, bununla birlikte kişisel gelirlerden turizme ve tatile ayrılan payın artması, tatil sürelerinin uzaması, seyahat etme standartlarının ve güvenliğinin artması, insanların şimdiye kadar görmedikleri ve merak ettikleri yeni bölgeleri ziyaret etme istekleri turizmin daha geniş halk kitlelerine yayılmasına ve insanların daha uzak mesafelere seyahat etme eğilimine girmesine yol açmıştır (Tezcan, Önal, Karadeniz ve Kandır, 2007, 3). Günümüzde çok hızlı bir şekilde büyüyen turizm sektörü, Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü'ne (UNWTO-United Union World Tourism Organization) göre; istihdam katkısı, hizmet verdiği insan sayısı, yarattığı gelir ve katma değerle dünyanın en büyük sektörlerinden biri haline gelmiştir (Harrison, 2004).

Devlet Planlama Teşkilatı'nın (DPT) 2006 yılında hazırladığı Dokuzuncu Kalkınma Planı'nda 2007-2013 yılları arasında turizm sektörüne 2006 yılı fiyatlarıyla 768 milyon YTL'lik kamu sabit sermaye yatırımı yapılması planlanmıştır. Bununla birlikte turizm gelirlerinin Dokuzuncu Kalkınma Plan dönemi sonunda 36,4 milyar dolara, ziyaretçi sayısının 38 milyona, yurtdışına çıkacak vatandaş sayısının ise 15 milyona ulaşacağı tahmin edilmektedir. Dokuzuncu Kalkınma Planı dönemi sonunda belgeli toplam yatak sayısının 950 bin olması, inşa halindeki ve proje aşamasındaki tesislerin tamamlanması ve ikinci konutlardaki turizme açılan yataklarla birlikte, toplam yatak sayısının 1,3 milyona ulaşması beklenmektedir (DPT, 2006).

Günümüzde ülke ekonomilerinin karşılaştığı ulusal ve uluslararası ekonomik sorunların çözümünde ve darboğazların aşılmasında turizm, dinamik ve ekonomik özelliği ile adeta çıkış noktasını oluşturmaktadır (Çımat ve Bahar, 2003). Turizm faaliyetinden doğan turizm sektörünün ülke ekonomisine olan olumlu etkilerini; ödemeler dengesi üzerine etkisi, gelir yaratıcı etkisi, altyapı ve üst yapı yatırımlarına etkisi, istihdam yaratıcı etkisi, diğer sektörlere etkisi ve dengeli kalkınmaya etkisi olarak sıralamak mümkündür.

a) Turizm Sektörünün Ödemeler Dengesi Üzerine Etkisi: Bir ülkenin ödemeler dengesi bilançosu o ülke bireyleri ve işletmeleri ile yabancı ülke bireyleri ve işletmeleri arasında yapılan tüm ekonomik işlemlerin sistematik bir şekilde tutulan kaydı olarak tanımlanmaktadır (Jonnard, 1998, 55). Turizm hareketine katılan tüketicilerin gittikleri ülkede yapacakları harcamalar, o ülkenin ödemeler dengesi

üzerinde olumlu etki yaratacaktır. Bir ülkenin döviz kazancı, turistik döviz kaybından daha fazla olduğu sürece ödemeler dengesine olumlu katkıda bulunacaktır (Kozak vd., 2001, 81). Dolayısıyla turizm sektörü, döviz sıkıntısı çeken ve ödemeler dengesi açık veren ülkeler için oldukça önemli bir döviz kaynağı özelliği taşımaktadır (Aruoba ve Alpar, 1992, 113; Pearce, 1992, 194-195). Çünkü turizm gelirlerinden elde edilen dövizin maliyeti, üretildiği yerde tüketildiği ve teşvikler yönünden daha şanslı bir sektör olduğundan dolayı ihraç ürünlerinin maliyetinden daha düşüktür (Kar, Zorkirişçi ve Yıldırım, 2004, 90).

b) Turizm Sektörünün Gelir Yaratıcı Etkisi: Turizm hareketlerine katılan yerli ve yabancı turistlerin turistik tüketim harcamaları ile artan turizm talebini karşılamak amacıyla yapılan turistik yatırımlar, hem turizm sektöründe hem de diğer sektörlerdeki üretim faktörlerinin gelirlerini oluşturmaktadır (Tunç ve Saç, 1998, 95). Turizmin ekonomideki yerini belirleyen en önemli göstergelerden birisi, turizm gelirlerinin ihracat içindeki payı ve toplam turizm gelirlerinin gayrisafi milli hasıla (GSMH) içindeki yeridir.

c) Turizm Sektörünün Altyapı ve Üstyapı Yatırımlarına Etkisi: Turizm talebini anlamıyla karşılamanın temel koşulu, altyapı ve üstyapı hizmetleri bakımından hazır olmaktır. Turizmden sağlanan gelişmelerin alt ve üstyapıyı geliştirici ve yönlendirici bir etki gösterdiği söylenebilir (Kozak vd., 2000, 91).

d) Turizm Sektörünün İstihdam Yaratıcı Etkisi: Turizm sektörünün emek yoğun bir sektör olması ve otomasyona diğer sektörlerden daha az imkan sağlaması bu sektörde insan gücüne olan ihtiyacı daha da artırmaktadır. Ayrıca turizm hareketleri, bu sektörün ilişki içinde olduğu diğer sektörlerde de işgücü ihtiyacını arttıracağından istihdama etkileri olumlu yönde olmaktadır (Sezgin, 1995, 75).

e) Turizm Sektörünün Diğer Sektörlere Etkisi: Turizm sektörü; hava ve deniz yolları, tren, kiralık araba şirketleri, seyahat pazarlamacıları ile sorunlara çare bulan kişiler, pansiyonlar, restoranlar ve toplantı merkezleri gibi kimi büyük kimi küçük iş kollarından oluşan 41 farklı alt sektörle bağlantılıdır (Lundberg, Stavenga ve Krishnamoorthy,1995, 4).

f) Turizm Sektörünün Dengeli Kalkınmaya Etkisi: Bölgelerarası dengesizliğin giderilmesi bakımından turizm faaliyetleri, tarım ve sanayide yeterli kaynak ve gelişme olanağına sahip olmamasına karşın, zengin bir turizm potansiyeline sahip olan bölgelerin, etkin bir turizm uygulaması sonucunda turistik yönden kalkınmalarının ve dengeli bir şekilde gelişmelerinin mümkün olmasını sağlayacaktır (Kozak vd., 2001, 91).

3.2. Turizm Sektörünün Temel Özellikleri

Turizm her ne kadar bir hizmet sektörü olarak belirlenmişse de, hizmet sektörünün bankacılık yada sigortacılık gibi diğer uğraşılarından ayrılan ve kendisine özgü özellikler gösteren bir yapıdadır. Bu özellikler şu şekilde sıralanabilir (Usal ve Kurgun, 2001, 1-5; Unur, 2000, 5; Türkiye Vakıflar Bankası, 2004 , 4);

- İnsan Gücü: Turizm sektörü, diğer sektörlerle kıyaslanamayacak kadar büyük ölçüde insan gücüne gereksinim duyar.
- Personel Dayanışması ve İşbirliği: Turizm sektöründeki mal ve hizmet üretimi bir bütündür. Bu nedenle hem turizm sektörünü oluşturan bütün işletmeler arasında hem de bir tek işletme içinde bile bölümler ve çalışanlar arasında kesin bir dayanışma ve işbirliğinin varlığı zorunludur.
- Yüksek Risk: Turizm sektörü, ulusal yada uluslar arası düzeydeki ekonomik, toplumsal, siyasal ve psikolojik etmenlerden diğer sektörlerden ve etkinlik alanlarına göre daha fazla ve hızlı etkilenmektedir.
- Uyum Yeteneği: Turizm; teknolojinin, fikirlerin, zevklerin ve çalışma yöntemleri ile yönetim yaklaşımlarının hızla değiştiği günümüzde yeni gelişmelere en hızlı biçimde uyması gereken bir sektördür.
- Çalışma Süresi: Turizm, yılın 365 günü ve günün 24 saatinde aralıksız çalışması gereken bir sektördür. Çünkü turizm hareketi her an devam eden bir olgudur.
- Kısıtlı Standardizasyon: Turizm dışındaki diğer sektörlerde tüketiciye sunulan ürünlerde ulusal ve uluslararası düzeyde büyük bir benzeşme vardır. Oysa standartlar turizm sektöründe sadece; hammaddeler, sunu malzemesi ve bazı üretim yöntemleri için geçerlidir.

- Talebin Esnekliği: Turizm sektörü ürünleri, tüketicilerinin sosyal, ekonomik, kültürel ve psikolojik gereksinimlerini karşılar. Bu nedenle de, turizme ilişkin talep hızla başka türden mal ve hizmetlere kayabilir.
- Girdi-Çıktı Dengesizliği: Turizm sektörü; içinde yer aldığı hizmetler sektöründeki diğer sektörlerden de, başka sektörlerdeki endüstrilerden de daha az girdi kullanır. Buna karşın elde ettiği çıktılar kıyaslamalı olarak daha fazladır. Bunun açık nedeni, bu sektörün ekonomik bakımından değerlendirilmesi çok güç yada imkansız olan güneş, deniz, iyi hava gibi doğal verilerle sosyal, kültürel, tarihi ve dini verileri de gelir getirici biçimde kullanmasıdır.
- Stoklama: Turizm, müşterinin ürünün üretildiği yere gelip bizzat ürünü tükettiği birkaç sektörden birisidir. Turistik ürün üretildiği anda tüketilmek durumunda olduğundan stoklanamaz ve tüketilmeyen yada satılmayan mal ve hizmetler sektör için doğrudan doğruya zarardır.
- Sermaye/Hasıla Oranı: Turizm sektöründeki sermaye/hasıla oranı, diğer sektörlerle kıyaslanamayacak düzeyde düşüktür. Örneğin bir birim sermaye ortalama üç birim hasıla sağlar ki, bu iki birimin oranı (1/3) yine ortalama 3-3,5 arasında çıkar. Diğer sektörlerde bu oran yatırımcıların zararına oldukça yüksektir. Turizm sektörünün yatırımcı açısından bu çekici özelliğine karşın, bu sektör kapsamında yer alan işletmelerin gerek duyacakları sermaye miktarı (yatırım sermayesi + işletme sermayesi) diğer sektörlere göre daha yüksektir. Bu nedenle turizm sektöründe faaliyet gösteren bir işletmenin kısa sürede kara geçmesini de beklememek gerekir.
- Görünmeyen İhracat: Turizmin görünmeyen ihracat olarak özelliği, ülkenin sahip olduğu uluslararası ulaştırma işletmelerinin ödediği navlun hariç ülke turistik ürün dışsatımı için herhangi bir navlun ödememesidir.
- Diğer Sektörlere Etkisi: Turizm ürününün bir çok parçadan oluşması nedeniyle turizm, ulusal ekonomi içindeki bir çok sektörü etkilemektedir.

3.3. Turizm Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmeler

Genel olarak turizm sektörünü; turiste hizmet sunan kesim, diğer bir ifadeyle turistlerin gereksinimlerini karşılayan ortak fonksiyonlara sahip firma ve kuruluşlardan oluşan birimler toplamı olarak tanımlamak mümkündür (Barutçugil, 1989, 28). Turizm sektörünün odak noktasını oluşturan turizm işletmeleri, geçici bir süre için yer değiştirme olayının doğurduğu seyahat ve konaklama gereksinimlerini ve buna bağlı

diğer gereksinimlerin kar elde etme amacıyla karşılanmasına yarayan mal ve hizmetlerin üretilmesini ve pazarlanmasını sağlayan ekonomik birimler olarak tanımlanabilir (Akat, 1997, 110). Bu ekonomik birimleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Usal ve Kurgun, 2001, 5);

- Ulaştırma İşletmeleri (Demiryolu, havayolu, denizyolu, karayolu ulaştırma işletmeleri),
- Konaklama İşletmeleri (Otel, motel, tatil köyü, pansiyon, kamping, apart oteller, oberj, hostel),
- Yiyecek-İçecek İşletmeleri (Restaurant, lokanta, kafeterya, fast food, bar vb),
- Seyahat İşletmeleri (Tur operatörleri, seyahat acentaları),
- Rekreasyon İşletmeleri (Eğlence işletmeleri, diskolar, barlar, spor merkezleri vb),
- Hediyelik Eşya Satan İşletmeler.

Turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerden, getirdiği işlevler bakımından en önemli konumda bulunan konaklama işletmeleri sektörel bir kuruluş olarak çalışmamızda esas alınmış olup diğer turizm işletmeleri çalışmamız kapsamına alınmamıştır.

3.4. Genel Olarak Konaklama İşletmelerinin Tanımı ve Özellikleri

Konaklama işletmeleri, turizm işletmeleri içerisinde en yaygını ve en eski olanıdır. Bu alanda araştırma yapan uzmanlar, turizm sektörünün özelliğinden kaynaklanan, hızlı değişim içinde olmasını dikkate alarak farklı tanımlarda bulunmuşlardır. Farklı zamanlarda yapılan tanımların bazıları şöyledir;

Bir tanıma göre konaklama işletmeleri, işletme tarafından özel bir sözleşmeye ihtiyaç duyulmaksızın, kendisine yapılacak hizmete karşın, belirlenen bir fiyatı ödemeye gücü yeten, istekli ve arzulu olan insanlara, konaklama ve yiyecek-içeceklerin sağlandığı yerler olarak tanımlanmaktadır (Medlik, 1972, 71). Bir başka tanıma göre ise konaklama işletmesi, yapısı, teknik donanımı, konforu ve bakım koşulları gibi maddi, sosyal değeri, personelin hizmet kalitesi gibi moral elemanlarıyla uygar bir insanın arzu ettiği nitelikte geçici konaklama ve kısmen beslenme ihtiyaçlarını bir ücret karşılığında

karşılamayı meslek olarak kabul eden ekonomik, sosyal ve disiplin altına alınmış bir işletmedir (Olalı ve Korzay, 1989, 25).

2634 Sayılı Turizm Teşvik Kanunu'na göre ise oteller, asıl fonksiyonları müşterinin geceleme ihtiyaçlarını karşılamak olan, bu hizmetin yanında yeme-içme, eğlenme ihtiyaçları içi yardımcı ve tamamlayıcı birimleri bünyelerinde bulunduran en az 10 odalı işletmelerdir (Batman,1999, 13).

Konaklama, yeme-içme ile diğer ihtiyaçları karşılayan otel işletmelerinin, yerine getirdiği faaliyetlerden kaynaklanan bazı temel özellikleri vardır. Bu özellikleri şu şekilde sıralayabiliriz;

- Konaklama işletmeleri; konaklama, yiyecek-içecek ve eğlence ile ilgili fonksiyonlarını yerine getirirken büyük ölçüde insan gücüne ihtiyaç duyarlar. Sonuçta konaklama işletmelerinde personel ücretleri, işletme giderleri arasında büyük bir yer tutmaktadır (Schmidgall, 1997, 7).
- Kurulması düşünülen bir konaklama işletmesi için satın alınacak arsa, yaptırılacak bina ve bu binanın donatımı, alınacak makine ve teçhizat vb unsurlarının maliyeti, bilançolarda aktif kıymetlerdeki duran varlıkların payının %85-90 olmasına neden olmaktadır (Şener, 1997, 17). Konaklama işletmelerinde sermayenin büyük bir kısmının sabit değerlere bağlanması, işletmede amortisman giderlerini arttırır ve likidite imkanlarını azaltır.
- Konaklama işletmeleri, günün 24 saati ve haftanın 7 günü faaliyet gösteren işletmelerdir. Bu nedenle söz konusu işletmelerde iyi bir işgücü planlamasının yapılması gereklidir (Çetiner, 2002, 12).
- Konaklama işletmelerinde konuklara sunulan hizmetler, talebin olması ile ortaya çıkar. Yani talebi bulunmayan yiyeceklerin daha önceden hazırlanarak, talep olduğunda satılması söz konusu değildir. Aynı şekilde, konaklama işletmesinde bir oda günlük olarak satışa sunulur. Oda o gün satılmadığı taktirde o günkü satışı başka bir güne aktarmak mümkün değildir (Şener, 1997, 15).
- Üretilen hizmetlerin, müşterilerin bulundukları yere götürülme imkanı olmadığından, müşterilerin konaklama işletmelerine gelmeleri gerekmektedir (Çetiner, 2002, 12).

- Konaklama işletmeciliğinde satışlar, ekonomik, politik ve iklim şartlarına karşı çok hassastır. Bu hassasiyet, söz konusu şartlara bağlı olarak değişen talebe karşılık, konaklama işletmelerinde arzın sabit kalarak, azalan veya çoğalan talebi takip edememesinden doğmakta olup riski arttırıcı bir rol oynamaktadır (Çetiner, 2002, 12).
- Konaklama işletmelerinde satışa sunulan ürünlerin ve hizmetin bedeli genellikle peşin olarak alınmaktadır. Böylelikle konuk borçları düşük seviyede bulunmaktadır (Şener, 1997, 21). Seçilmiş bazı ülke ve bölgelerdeki otel işletmelerinde satış gelirleri ve giderlerin dağılım yüzdeleri aşağıdaki gibidir. Aşağıdaki verilerde görüldüğü gibi, gelirler içinde en büyük payı oda gelirleri, giderler içinde ise en büyük payı personel giderleri almaktadır (Çetiner, 2002, 12);

Tablo 3.1. Seçilmiş Bazı Ülke ve Bölgelerdeki Otel İşletmelerinde Satış Gelirleri ile Giderlerin Dağılım Yüzdeleri

Gelirler	**Yüzde**	**Giderler**	**Yüzde**
Oda Gelirleri	48,4	Ücretler	32,9
Yemek Satışları	28,0	Satışların Maliyeti	16,2
İçki Satışları	12,8	Enerji Giderleri	4,2
Yan Faaliyet Gelirleri	7,4	Bakım-Onarım Giderleri	5,8
Kira ve Diğer Giderler	3,4	Pazarlama Giderleri	3,5
		İdari ve Genel Giderler	9,5
		Diğer Giderler	3,0
		Amort.,Sabit Gid., Kar	24,9
	100		**100**

Kaynak: (Çetiner, 2002, 12)

- Konaklama işletmelerinde, özellikle yatırımın gerçekleşmesinden sonra işletme aşamasında, sabit giderler, toplam işletme giderlerinin %60-70 oranına kadar yaklaşır. Bunun ana nedeni; enerji, bakım-onarım, personel, amortisman, faiz ve benzeri giderlerin kapasite doluşundan bağımsız olarak süreklilik göstermeleridir. Sabit giderlerin yüksek oluşu, rantabilite açısından önemli bir veridir ve kara geçiş noktasının ciro ve kapasite kullanım oranı ilişkisini kritikleştirmektedir (Kahraman, 1997, 21).
- Mevsimlik konaklama işletmelerinin bulunuşu, personelin de mevsimlik olmasını gerektirir. Dolayısıyla konaklama işletmeleri, ellerinde bulunan nitelikli personeli kaçırmamak için faaliyet göstermediği günlerde de bu tür personele ücret ödemek durumundadırlar (Çetiner, 2002, 13).
- Turizm sektöründe özellikle konaklama işletmelerinin faaliyeti çok geniş araziler üzerinde inşa edilen binalarda icra edilmektedir. Buna karşın konaklama işletmelerinin cirosu düşüktür. İşte konaklama işletmelerinin bu dış büyüklüğü vergi

matrahlarını arttırır ve konaklama işletmesine ağır külfetler getirir. Bununla beraber, konaklama işletmeleri satın aldığı bütün maddelerde son tüketici konumundadır. Bundan dolayı diğer sektörlerde satış fiyatına eklenen rüsum ve harçlar, tüketici özelliği gösteren konaklama işletmesinin üzerine kalabilmektedir (Özen ve Kuru, 1998, 10).

- Konaklama işletmelerindeki mal ve hizmet üretiminde tipleştirme, normlaştırma ve standartlara belirli ölçülerde yer verilebilir. Buna karşın, öznel bir standarda ciddi biçimde yer vermeleri ve bu standardı korumaları gerekmektedir (Usal ve Kurgun, 2001, 8).

3.5. Türk Konaklama İşletmelerinin Temel Sorunları

Özellikle Türkiye gibi turizm çekicilikleri bulunan ancak ekonomisi zayıf ülkeler açısından turizm sektörünün önemi çok daha fazla olmaktadır. Bu nedenle dünyadaki gelişmeye paralel olarak ülkemizde de turizm, çok hızlı bir şekilde gelişmiş ve yerli-yabancı birçok konaklama işletmesi açılmıştır. Bu konaklama işletmeleri arasında da bölgesel, ulusal ve uluslararası düzeyde yoğun bir rekabet vardır. Bu yoğun rekabet ortamında, konaklama işletmelerinin başarılı olabilmeleri için, öncelikli olarak finansal açıdan güçlü olmaları ve güçlü finansal yapılarını amaçları doğrultusunda koruyarak, kullanmaları gerekmektedir (Karadeniz, 2003, 133).

Kozak vd. (2001), Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin yaşadığı sorunları ve bunların nedenlerini aşağıdaki başlıklar altında toplamışlardır;

- Pazarlama ve Tanıtım Eksikliği: Bu sorun; politikasızlık, kaynak yetersizliği ve özerk yapının bulunmayışından kaynaklanmaktadır. Türkiye, uzun yıllardan beri tanıtım ve pazarlama faaliyetlerini ulusal bir politika olarak oluşturamamış ve sık sık yaşanan hükümet değişiklikleri, turistik açıdan tanıtılması için ayrılan kaynağın rakip ülkelere göre daha az olması, başlayan işlerin yarıda kalmasına ve yapılan tanıtımın yetersiz kalmasına neden olmuştur.
- İşletmecilik Sorunları: Türkiye'de faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin etkin ve verimli bir şekilde yönetilememe şeklinde kendini gösteren çok ciddi boyutlarda işletmecilik sorunları vardır.

- Mali Düzenlemelerle İlgili Sorunlar: Günümüzde, Akdeniz çanağında yer alan rakip ülkelerin tümünde, turizm sektöründe uygulanan KDV oranları oldukça düşükken, ülkemizde uygulanan KDV oranı (2008 yılından itibaren %8 olmuştur) oldukça yüksektir. KDV oranlarının yüksek olması Türk turizm sektöründeki işletmelerinin satış ve pazarlama politikalarını ve mali durumlarını olumsuz etkilemektedir. Bunun dışında turizm sektörüne aktarılan kredi faizlerinin yüksek, vadelerinin ise kısa olması, turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin yenileme ve tevsi yatırımlarından kaçınmalarına neden olabilmektedir. Ayrıca turizm işletmeleri ekonomik büyüklüklerinin tam olarak saptanamaması nedeniyle büyük çoğunluğu küçük ve orta boylu işletmeler olmasına rağmen KOBİ olarak kabul edilmemekte ve Eximbank'ın KOBİ'lere verdiği düşük faizli kredilerden yararlanamamaktadır. Bu durum konaklama işletmelerinin finansman ve faaliyet giderlerinin finansmanının maliyetlerini artırarak konaklama işletmelerinin karlılığını olumsuz etkilemektedir.
- İç Turizmle İlgili Sorunlar: İç turizme gereken önemin verilmemesinden dolayı ortak bir politika geliştirilemediği için, yurtdışı seyahat pazarını aşacak kapasiteye sahip yurtiçi potansiyele sahip olan ülkemizde, iç turizm tam olarak gelişme ivmesi kazanamamış ve konaklama işletmeleri alternatif satış olanaklarını kaybetmişlerdir.
- Konaklama İşletmelerinin Yanlış Yapılanmasından Kaynaklanan Sorunlar: Türkiye'ye gelen turist profili incelendiğinde, genellikle, gelen yabancı turistlerin kendi ülkelerinde orta ve alt gelir düzeylerinde bulunan ve kitle turizmini tercih eden bir özelliğe sahip oldukları görülmektedir. Halbuki konaklama işletmesi yatırımlarının yoğunlaşması bunun tam tersi olarak gerçekleşmiş ve lüks sınıfına giren konaklama işletmelerinin sayısı arttırılmıştır. Sonuçta bu durum söz konusu işletmelerin çok ucuza satılmasına neden olmaktadır.
- Turizmin Çeşitlendirilmesinde Yaşanan Sorunlar: Türkiye'de yapılan yatırımlar incelendiğinde, konaklama yatırımlarının önemli bir çoğunluğun deniz-kum-güneş turizmine yönelik olduğu anlaşılmaktadır. Ancak dünya turizm pazarında moda olmaktan çıkan ve sıradan bir pazar konumuna geçen deniz-kum-güneş anlayışı yerine, dünyada daha fazla talep gören ve daha fazla katma değer yaratan turizm türlerinin (eko turizm, inanç turizmi, kongre turizmi gibi) belirlenerek ülkemizde bu turizm türlerine yönelik konaklama işletmelerinin teşvik edilmesi gerekmektedir.
- Ulaştırma Sorunları: Turizm, ulaştırma ağıyla (kara, hava, deniz, demiryolu ulaşımı) yakından ilgili olan bir sektördür. Türkiye'de hemen hemen tüm ulaşım

sistemleri ne yazık ki çağın gerisinde kalmıştır. Bu durum konaklama işletmelerinin satışlarını olumsuz etkilemektedir.

- Turizm Politikasının Oluşturulamaması: Ülkemizde her hükümetin uygulayacağı, kesin çizgilerle belirlenmiş bir turizm politikası bulunmamaktadır. Her yeni hükümet kendi turizm politikasını oluşturmakta, hükümette bulunduğu süre içerisinde uygulayabildiği ölçüde politikasını uygulamaktadır. Dolayısıyla her hükümetin turizm sektörü üzerinde yaptığı uygulamalar çoğu kez birbiriyle çelişmektedir.
- Örgütlenme Eksiklikleri: Turizm ile ilgili kamu ve özel kuruluşların örgütlenememesi, konaklama işletmelerinin satış, fiyat, tanıtım v.b. alanlarda ortak olarak hareket edebilmesini önlemektedir.

Yukarıda ifade edilen bilgilere ek olarak Karadeniz, Kandır ve Önal (2007), Türk turizm yatırımlarının mevcut durumunu belirlemek ve Türk turizm yatırımları için nasıl bir yeniden yapılandırma çalışmasının yapılması gerektiği konusuna açıklık getirmek amacıyla turizm sektöründeki 3 paydaşa (konaklama işletmeleri, seyahat işletmeleri ve akademisyenler) yönelik bir SWOT analizi gerçekleştirmişlerdir. Burada sadece ilgili SWOT analizine katılan konaklama işletmelerinin cevapları açıklanmıştır. Çalışmaya katılan 79 konaklama işletmesine göre en zayıf 3 yönü; Turizm bölgelerinde taşıma kapasitesini aşan, plansız ve çarpık yapılaşmanın olması ve ikinci konut sayısındaki artış sonucunda doğal, tarihi ve kültürel çekiciliklerin bozulması, turizm sektöründe etkin bir tanıtım ve pazarlama stratejisinin izlenmemesi, turizm arzındaki plansız ve dengesiz gelişmelerin rekabet üstünlüklerimizin ortaya konulmasını güçleştirmesi sonucunda düşük fiyatlara ve turizm yatırımlarının düşük fiyatların bir çekim unsuru haline gelmesine yol açması ve turizm yatırımı ve çevre kalitesi arasındaki uyumsuzluk şeklinde saptanmıştır. Ankete katılan 79 konaklama işletmesine göre Türk turizm yatırımları açısından gelecekte ortaya çıkabilecek en önemli 3 tehdidi ise; Bir satış pazarlama aracı olarak kullanılan her şey dahil sistemi nedeniyle turizm yatırımlarının ucuz pazarlanması, ve bu durumun turizm yatırımlarının çekiciliğine yaptığı olumsuz etki, dünyada ve ülkemizde artan terör olayları, yatay ve dikey entegrasyonlarla dev boyutlara ulaşan uluslararası tur kartellerinin finansal ve pazarlama açısından güçlü olmaları ve ölçek ekonomileri gibi avantajları kullanarak piyasaya egemen olmaları ve hem dış talep, hem de işletmelerin kar marjları üzerindeki yarattıkları olumsuz etkiler olarak sıralamak mümkündür.

3.6. TCMB Sektör Bilançoları Yardımıyla Oteller Ve Lokantalar Sektörünün Sermaye Yapısının İncelenmesi

Özellikle Türkiye gibi turizm çekicilikleri bulunan ancak ekonomisi zayıf ülkeler açısından turizm sektörünün önemi çok daha fazla olmaktadır. Bu nedenle dünyadaki gelişmeye paralel olarak ülkemizde de turizm, çok hızlı bir şekilde gelişmiş ve yerli-yabancı birçok konaklama işletmesi açılmıştır. Bu konaklama işletmeleri arasında da bölgesel, ulusal ve uluslararası düzeyde yoğun bir rekabet vardır. Bu yoğun rekabet ortamında, konaklama işletmelerinin başarılı olabilmeleri için, öncelikli olarak finansal açıdan güçlü olmaları ve güçlü finansal yapılarını amaçları doğrultusunda koruyarak, kullanmaları gerekmektedir (Karadeniz, 2003, 133).

Konaklama işletmeleri, büyük miktarda sabit varlığa sahip olan ve bu nedenle daha yatırım aşamasında önemli tutarlarda sermaye gereksinimi duyan işletmelerdir. Sabit giderlerin yüksek oluşu, likidite ve rantabilite açısından sorunlar yaratmaktadır. Bununla beraber konaklama işletmeleri, değişen tüketici davranışları, pazardaki rekabet, tercih ve zevklerin sürekli farklılaşması gibi nedenlerle işletme aşamasında da birçok yenileme, modernizasyon ve stratejik amaçlı birleşme ve satın alma yatırımı gerçekleştirme durumlarıyla karşı karşıya kalabilmektedirler. Bu nedenle konaklama işletmelerinde de gerek yatırım öncesi gerekse yatırım süreci ve sonrasında gerçekleştirilecek yatırımlar için uygun finansal kaynakların bulunması ve sermaye yapısının dizaynı önem kazanmaktadır.

Dolayısıyla çalışmanın bu kısmında Türk turizm sektörü açısından finansal verilerinde elde edilmesinin zorluğu da göz önüne alındığında sektörle ilgili en geniş finansal verilere sahip olduğu düşünülen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 1990-2006 yıllarına ait sektör bilançolarından yararlanılarak Türk turizm sektörünü temsil ettiği düşünülen oteller ve lokantalar sektörünün sermaye yapısı incelenmiştir. TCMB tarafından hazırlanan sektör bilançolarının incelenmesi ile Türk turizm sektörünün sermaye yapısı ve finansman tercihleri hakkında önemli bilgiler elde edileceği düşünülmektedir. Bu açıdan gerçekleştirilen incelemenin literatüre ve sektördeki uygulamacılara katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3.6.1. Veri Seti ve Değişkenler

Analizin amaçları doğrultusunda TCMB tarafından hazırlanan ve periyodik olarak yayınlanan sektör bilançolarından yararlanılmıştır. Sektör bilançoları, ilgili sektörde faaliyet gösteren işletmelerin gönüllülük esasına göre finansal verilerini TCMB'na göndermesiyle oluşturulmaktadır. TCMB firmaların kendisine gönderdiği bu verileri konsolide bilanço ve gelir tablosu şeklinde hazırlamakta ve bu veriler üzerinde analizler gerçekleştirmekte, bunun yanı sıra sektördeki gelişmeler hakkında bilgiler sunan sektör raporları hazırlamaktadır. Bu bağlamda TCMB tarafından hazırlanan sektör bilançolarının sektörle ilgili en geniş düzeyde finansal verileri içeren veri tabanı olduğu düşünülmektedir. Özellikle ülkemizde firmalarla ilgili finansal verilerin elde etmenin güçlüğü de göz önüne alındığında sektör bilançolarının analizinin önemli ve yararlı olacağı kabul edilmektedir.

TCMB tarafından hazırlanan ve periyodik olarak yayınlanan sektör bilançolarında turizm sektörüne yönelik olarak Oteller ve Lokantalar Sektörü adıyla konsolide bilanço ve gelir tabloları hazırlanmaktadır. Burada otel işletmeleri ağırlıklı olmak üzere lokanta işletmelerinden de gönüllük esasına göre toplanan finansal veriler birleştirilerek bilanço ve gelir tabloları oluşturulmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde gerçekleştirilmesi düşünülen inceleme doğrultusunda 1990-2006 yılları arasında oteller ve lokantalar sektörüne ait sektör bilançolarına ulaşılmıştır. 1996-2006 yılları arasındaki veriler TCMB'sının web sayfasından (www.tcmb.gov.tr) elde edilmiştir. 1990-1996 yılları arasındaki sektör bilançoları ise web sayfasında olmaması nedeniyle TCMB ile iletişime geçilmiş ve bu bilgiler posta yoluyla elde edilmiştir. İnceleme dönemi olan 1990-2006 yılları arasında otel ve lokantalar sektör bilançolarını oluşturan otel ve lokanta sayıları Tablo 3.2.'de verilmektedir. Tablo 3.2. incelendiğinde otel ve lokantalar sektör bilançolarının çok önemli ölçüde otel işletmelerinden oluştuğunu görmek mümkündür. Elde edilen sektör bilançolarından çalışmanın amaçları doğrultusunda oteller ve lokantalar sektörün varlık yapısı ile kaynak yapısı grafiksel olarak ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

Tablo 3.2. Otel ve Lokantalar Sektör Bilançolarına Katılan İşletme Sayıları

Yıllar	Otel Sayısı	Lokanta Sayısı	Toplam
1990	320	23	343
1991	425	30	455
1992	425	30	455
1993	425	30	455
1994	460	19	479
1995	316	16	332
1996	281	8	289
1997	281	8	289
1998	281	8	289
1999	285	8	293
2000	270	12	282
2001	279	17	296
2002	292	24	316
2003	250	23	273
2004	202	8	220
2005	238	28	266
2006	250	22	272

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından Yararlanılarak Oluşturulmuştur.

3.6.2. Araştırma Yöntemi

Bu analizde, ilgili sektördeki firmaların gönüllülük esasına göre gönderdikleri finansal veriler temel alınarak TCMB tarafından hazırlanan sektör bilançolarından yararlanılmıştır. Sektör bilançolarında imalat dışı sektörler olarak sınıflandırılan turizm (oteller ve lokantalar) sektörünün 1990-2006 yıllarına ait finansal verileri üzerinde toplam 17 gözlem yapılmıştır. Bu gözlem sırasında sektörün varlık ve kaynak yapısının kompozisyonu ve yıllar içindeki gelişimi EXCEL programıyla oluşturulan grafikler ile incelenmiştir.

3.6.3. Bulgular

Bulgular kısmında, TCMB sektör bilançolarından yararlanılarak oteller ve lokantalar sektörü sektörünün 1990-2006 yılları arasındaki konsolide bilanço ve gelir tabloları incelenmekte ve sektördeki varlık yapısı, kaynak yapısı, borçlanmanın vadesi ve türü ayrıntılı olarak gözlemlenmektedir. Bu bağlamda otel ve lokantalar sektörü sektörünün varlık ve kaynak yapılarının gelişim grafiklerle ifade edilmeye çalışılmaktadır.

3.6.3.1. Otel ve Lokantalar Sektörünün Varlık Yapısının İncelenmesi

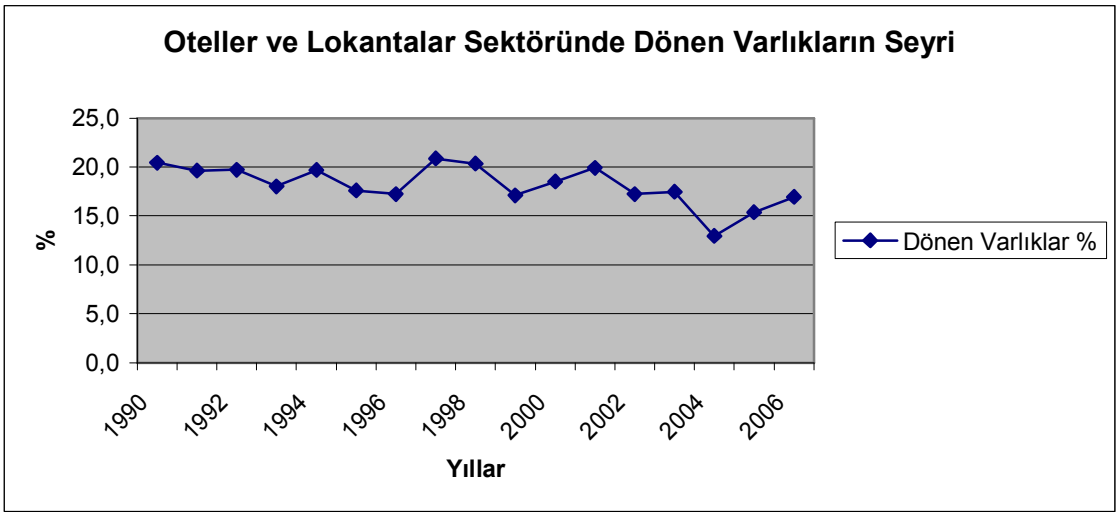
Oteller ve lokantalar sektörünün 1990-2006 yılları arasında gerçekleşen varlık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Oteller ve lokantalar sektörünün 1990-2006 yılları arasındaki varlık yapısı incelendiğinde, sektörün varlık yapısının duran (sabit) varlık ağırlıklı olduğu görülmektedir. 1990-2006 yılları arasında sektörün dönen varlıkların bilanço içindeki ortalama ağırlığı sadece %18,2 gerçekleşirken duran varlıkların bilanço içindeki ortalama ağırlığı %81,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu bulgu turizm sektörünün sabit varlık ağırlıklı bir sektör olduğuna dair literatürle (Şener, 1997; Kahraman, 1997; Özen ve Kuru, 1998; Çetiner, 2002) paralellik göstermektedir.

Tablo 3.3. Oteller Ve Lokantalar Sektörünün 1990-2006 Yılları Arasındaki Varlık Yapısı

Yıllar	Dönen Varlıklar %	Duran Varlıklar %
1990	20,4	79,6
1991	19,6	80,4
1992	19,7	80,3
1993	18,0	82,0
1994	19,7	80,3
1995	17,6	82,4
1996	17,2	82,8
1997	20,9	79,1
1998	20,4	79,6
1999	17,1	82,9
2000	18,5	81,5
2001	19,9	80,1
2002	17,2	82,8
2003	17,5	82,5
2004	12,9	87,1
2005	15,4	84,6
2006	16,9	83,1
Ortalama	**18,2**	**81,8**

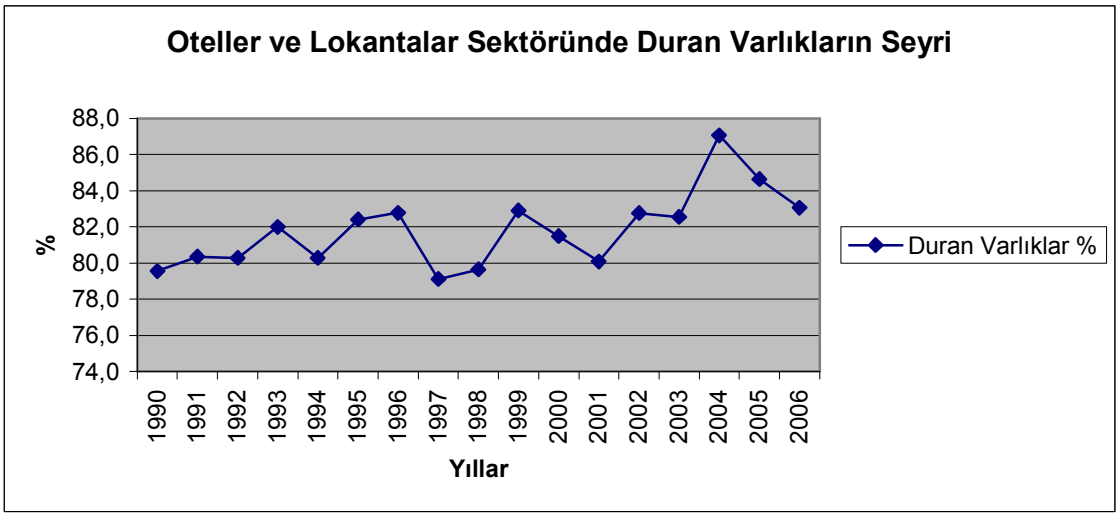
Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından Yararlanılarak Oluşturulmuştur.

Oteller ve lokantalar sektöründe varlık yapısı içerisinde dönen varlıkların en düşük paya (%12,9), buna karşın duran varlıkların en yüksek paya (%87,1) sahip olduğu yıl 2004 yılıdır. Aşağıdaki şekiller incelendiğinde sektörün dönen varlıklarının, duran varlıklara göre daha az dalgalanma gösterdiği görülmektedir.



Şekil 3.1. Oteller ve Lokantalar Sektöründe Yıllar İtibariyle Dönen Varlıkların Gelişim Seyri

Şekil 3.2. incelendiğinde ise oteller ve lokantalar sektörünün varlık yapısı içerisinde duran varlıkların en düşük paya (%79,1), buna karşın dönen varlıkların en yüksek paya (%20,9) sahip olduğu yıl ise 1997 yılıdır.



Şekil 3.2. Oteller ve Lokantalar Sektöründe Yıllar İtibariyle Duran Varlıkların Gelişim Seyri

3.6.3.2. Otel ve Lokantalar Sektörünün Kaynak Yapısının İncelenmesi

Otel ve lokantalar sektörünün 1990-2006 yılları arasındaki kaynak yapısı incelendiğinde sektörde ortalama olarak yabancı kaynaklarla özkaynakların birbirine yakın oranlarda kullanıldığı görülmekle birlikte, yabancı kaynakların biraz daha fazla

kullanıldığını söylemek mümkündür. Tablo 3.4.'de otel ve lokanta sektöründe 1990-2006 yılları arasında yabancı kaynak ve özkaynakların toplam pasif içindeki yüzdesel ağırlıkları ve analiz sürecindeki ortalama değerleri verilmiştir.

Tablo 3.4. incelendiğinde analiz süreci içerisinde sektörün ortalama %52,7 düzeyinde yabancı kaynak kullanırken, ortalama %47,3 düzeyinde ise özkaynak kullandığı görülmektedir. Sektörde yabancı kaynakların toplam pasifler içerisindeki payının en yüksek kullanıldığı yıl %66,6 ile 2001 yılıdır. Bu yılda özkaynaklar %33,4 ile en düşük düzeyinde gerçekleşmiştir. Özellikle ülkemizin yaşadığı 2001 ekonomik krizinin bu duruma neden olduğu ve sektörü oluşturan işletmelerin özkaynaklarının bu krizde eridiği söylenebilir.

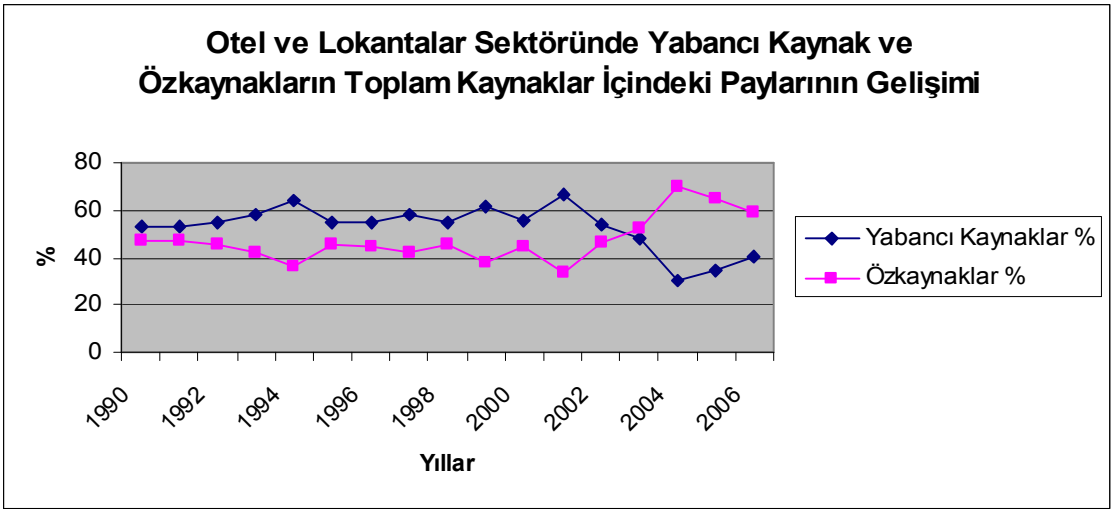
Tablo 3.4. Otel ve Lokantalar Sektöründe Yabancı Kaynak ve Özkaynakların Ağırlıkları (1990-2006)

Yıllar	Yabancı Kaynaklar %	Özkaynaklar %
1990	52,7	47,3
1991	53,2	46,8
1992	54,4	45,6
1993	58,3	41,7
1994	63,6	36,5
1995	54,7	45,3
1996	55,1	44,9
1997	57,7	42,3
1998	54,4	45,6
1999	61,9	38,1
2000	55,5	44,5
2001	66,6	33,4
2002	54,1	45,9
2003	47,9	52,1
2004	30,2	69,8
2005	34,9	65,1
2006	40,8	59,2
Ortalama	**52,7**	**47,3**

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından Yararlanılarak Oluşturulmuştur.

Sektörde özkaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payının en yüksek gerçekleştiği yılın %69,8 ile 2004 yılı olduğu görülmektedir. Yine bu yılda yabancı kaynak kullanımı analiz süreci içerisinde %30,2 ile en düşük seviyeye inmiştir. Bu sonucu nedenlerini özellikle 2004 yılından itibaren enflasyon muhasebesine geçilmesiyle birlikte özkaynakların yeniden değerlenmesi sonucunda özkaynakların değerinin yükselmesi ve 2004 yılında sektörün iyi bir yıl geçirmesi olarak yorumlamak

mümkündür. 1994 ve 1999 yıllarında ise yaşanan ekonomik kriz veya doğal afetler neticesinde bu yıllarda sektörün özkaynaklarında büyük bir erime gerçekleştiği ve sektörün ağırlıklı olarak yabancı kaynaklarla kendini finanse etme yoluna gittiği görülmektedir. Şekil 3.3. incelendiğinde 2003 yılından itibaren ise özkaynak kullanımının yabancı kaynak kullanımından fazla gerçekleştiği görülmektedir.



Şekil 3.3. Otel ve Lokantalar Sektöründe Yabancı Kaynak ve Özkaynakların Toplam Kaynaklar İçindeki Paylarının Gelişimi

Analiz süresi boyunca sektördeki yabancı kaynak kullanımı ile özkaynak kullanımın toplam kaynak kullanımı içerisindeki payının gelişimi yabancı kaynakların vadeleri açısından daha geniş olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Tablo 3.5. incelendiğinde sektörde yabancı kaynak kullanımında ortalama daha çok uzun vadeli yabancı kaynak kullanıldığı görülmektedir. Analiz süresi boyunca uzun vadeli yabancı kaynakların ortalaması %28,6 olarak, kısa vadeli yabancı kaynakların ortalaması ise %24,1 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.5.'teki verilerden hareketle uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özkaynakların toplamı olarak ifade edilen devamlı sermayenin otel ve lokantalar sektöründeki toplam kaynaklar içindeki ortalama payının % 75,9 (%28,6 + %47,3) olduğu hesaplanmaktadır. Finans bilimine göre devamlı sermaye uzun vadeli bir fon kaynağı olması nedeniyle sabit varlıkların finansmanında kullanılması gerekmektedir. Sektörün varlık yapısının analizinde duran varlıkların toplam varlıkların içindeki payının ortalaması %81,8 olarak hesaplanmıştır. Bu durumda sektörde yaratılan devamlı

sermaye sektörün sahip olduğu duran varlıkları karşılamadan uzaktır. Dolayısıyla analiz süresinde sektördeki duran varlıkların ortalama %5,9'unun (%81,8 - %75,9) kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiği söylenebilir. Sektörün sahip olduğu dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı ortalama %19,2 olarak hesaplanmıştır. Sektördeki kısa vadeli yabancı kaynakların ortalama ağırlığı ise %24,1 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda ortalama kısa vadeli yabancı kaynaklar, ortalama dönen varlıklardan %5,9 fazla olarak gerçekleşmiş ve bu fark duran varlıkların finansmanında kullanılmıştır. Duran varlıkların uzun vadeli kaynaklarla finansmanı ilkesinden hareketle otel ve lokantalar sektöründe %5,9 düzeyinde varlık ve kaynak vadeleri arasında bir uyumsuzluğun varlığı da dikkat çekmektedir.

Tablo 3.5. Otel ve Lokantalar Sektöründe Ayrıntılı Kaynak Yapısı (1990-2006)

Yıllar	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar %	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar %	Özkaynaklar %
1990	22,4	30,3	47,3
1991	22,3	30,9	46,8
1992	23,0	31,4	45,6
1993	25,7	32,6	41,7
1994	29,0	34,6	36,5
1995	23,6	31,1	45,3
1996	27,0	28,2	44,9
1997	28,6	29,1	42,3
1998	28,4	26,0	45,6
1999	26,9	34,9	38,1
2000	25,8	29,7	44,5
2001	29,2	37,4	33,4
2002	22,5	31,6	45,9
2003	23,5	24,4	52,1
2004	16,0	14,2	69,8
2005	17,3	17,6	65,1
2006	18,9	21,9	59,2
Ortalama	**24,1**	**28,6**	**47,3**

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından Yararlanılarak Oluşturulmuştur.

Sektörde kullanılan yabancı kaynakların vadeleri bakımından inceleme daha ayrıntılı bir şekilde genişletildiğinde kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisindeki en büyük payın mali borçlar ve mali borçların içindeki banka kredileri olduğu saptanmıştır. İkinci olarak sektörün kısa vadeli yabancı kaynak olarak ticari kredilerle, üçüncü olarak ise diğer borçlarla ve özellikle ortaklardan sağladığı borçlarla finanse olduğu belirlenmiştir. Mali borçların kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisindeki ortalama payı %41,6 olarak hesaplanmıştır. Ticari borçlar ise kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde ortalama %22,4 düzeyinde bir paya sahip olduğu belirlenmiştir. Diğer borçlar ise kısa

vadeli yabancı kaynaklar içerisinde ortalama % 18,3'lük bir paya sahiptir. 1990-2006 yılları arasında otel ve lokantalar sektöründe kullanılan kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde en fazla paya sahip üç kalemin yıllar itibariyle aldığı değerler aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 3.6. 1990-2006 Yılları Arasında Otel ve Lokantalar Sektöründe Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Yüzdesel Dağılımı

Yıllar	Mali Borçlar %	Ticari Borçlar %	Diğer Borçlar %	Diğer Kısa Vadeli Borç Kalemleri %
1990	53,9	21,3	21,2	3,6
1991	51,3	20,0	23,6	5,1
1992	49,9	27,1	19,8	3,2
1993	45,8	23,6	25,7	4,9
1994	52,6	16,9	15,6	14,9
1995	44,8	19,1	14,1	22,0
1996	44,0	14,9	21,4	19,7
1997	44,8	17,8	15,9	21,5
1998	50,3	19,2	11,7	18,8
1999	42,5	18,0	18,6	20,9
2000	34,2	24,5	18,0	23,3
2001	38,5	22,1	16,6	22,8
2002	34,6	23,0	18,3	24,0
2003	29,4	23,7	18,2	28,7
2004	30,2	29,2	18,2	22,4
2005	33,3	29,2	18,0	19,5
2006	27,1	31,6	16,7	24,6
Ortalama	**41,6**	**22,4**	**18,3**	**17,6**

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından Yararlanılarak Oluşturulmuştur.

Tablo 3.6.'da kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde yer alan diğer kalemler olan alınan avanslar, yıllara yaygın inş.ve onarım hak edişleri, ödenecek vergi ve diğer yükümlülükler, borç ve gider karşılıkları, gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkukları ve diğer kısa vadeli yabancı kaynak kalemleri daha küçük paylara sahip oldukları için diğer kısa vadeli borç kalemleri başlığı altında payları hesaplanmıştır. Bu kalemlerin toplamının kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde aldığı pay ise ortalama %17,6 olarak hesaplanmıştır. Yine Tablo 3.6. incelendiğinde mali borçların kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde en yüksek paya sahip olduğu 1998 yılından itibaren hızlı bir düşüş yaşadığı ve daha sonra dalgalanma gösterdiği ve 2006 yılında ticari borçların altına indiği görülmektedir. Ticari borçların payının ise 2000 yılından itibaren yükseldiği ve 2006 yılında mali borçları geçtiği saptanmaktadır. Diğer borçlar

kaleminin ise istikrarlı olarak fazla dalgalanma göstermeden kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde pay aldığı görülmektedir.

Otel ve lokantalar sektöründe kullanılan uzun vadeli yabancı kaynakların dağılımı incelendiğinde ise kısa vadeli yabancı kaynaklarda olduğu gibi en büyük payın mali borçlar ve mali borçlar içindeki banka kredileri olduğu saptanmıştır. Mali borçların uzun vadeli yabancı kaynaklar içerisindeki payının ortalama %81,4 olduğu hesaplanmıştır. Aşağıdaki tabloda 1990-2006 yılları arasında uzun vadeli yabancı kaynakların yüzdesel dağılımına ait bilgiler verilmektedir.

Tablo 3.7. 1990-2006 Yılları Arasında Otel ve Lokantalar Sektöründe Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Yüzdesel Dağılımı

Yıllar	Mali Borçlar %	Diğer Borçlar %	Diğer Uzun Vadeli Borç Kalemleri %	Ticari Borçlar %
1990	89,7	6,2	2,6	1,6
1991	91,0	6,7	1,3	1,0
1992	90,4	6,2	2,1	1,3
1993	87,1	9,8	1,9	1,3
1994	81,5	7,5	7,9	3,1
1995	85,7	6,7	4,4	3,2
1996	84,3	8,3	3,3	4,0
1997	77,8	18,3	2,9	1,0
1998	78,9	16,1	4,5	0,5
1999	75,2	19,5	5,0	0,3
2000	72,5	21,0	5,9	0,7
2001	68,3	19,0	4,8	8,0
2002	83,7	5,8	4,4	6,1
2003	82,8	7,8	6,5	2,8
2004	86,2	3,1	9,2	1,5
2005	69,9	11,8	11,3	6,9
2006	77,9	8,2	10,0	3,9
Ortalama	**81,4**	**10,7**	**5,2**	**2,8**

Kaynak: TCMB Sektör Bilançolarından Yararlanılarak Oluşturulmuştur.

Sektörde uzun vadeli yabancı kaynak kullanımında en yüksek ikinci payın ise diğer borçlar ve bu kalem altındaki ortaklara borçlara ait olduğu belirlenmiş ve diğer borçların ortalama %10,7'lik bir paya sahip olduğu belirlenmiştir. Uzun vadeli yabancı kaynaklar içerisinde yer alan diğer kalemler olan alınan avanslar, borç ve gider karşılıkları, gelecek aylara ait gelirler ve gider tahakkukları ve diğer uzun vadeli yabancı kaynak kalemleri içeren ve tarafımızca diğer uzun vadeli borç kaynakları olarak

ifade edilen kalemler ise ortalama %5,2'lik bir düzeye sahip olduğu belirlenmiştir. Ticari borçlar ise %2,8'lik bir payla en düşük paya sahiptir.

Genel olarak elde edilen sonuçlar ışığında otel ve lokantalar sektörünün varlık ve kaynak yapısı hakkında aşağıdaki çıkarımlar yapılabilir;

- Otel ve lokantalar sektöründe analiz süresi boyunca dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı ortalama %18, duran varlıkların ortalama payı ise % 82 gerçekleşmiştir. Dolayısıyla otel ve lokantalar sektörü sabit varlık ağırlıklı bir sektör özelliği gösterdiği görülmektedir.
- Otel ve lokantalar sektörü kaynak yapısı açısından incelendiğinde ise yabancı kaynakların biraz daha fazla olmakla birlikte özkaynaklarla toplam pasifler içindeki ortalama ağırlıklarının birbirine yakın olduğu görülmektedir. Otel ve lokantalar sektöründe yabancı kaynakların toplam pasifler içindeki ortalama ağırlığı %53 gerçekleşirken, özkaynakların payı ise ortalama %47 gerçekleşmiştir. Dolayısıyla otel ve lokantalar sektöründe yabancı kaynak ve özkaynak kullanımının dengeli olduğunu söylemek mümkündür. Yukarıda ifade edildiği gibi otel ve lokantalar sektörü sabit varlık ağırlıklı bir sektördür ve duran varlıkların toplam varlıkların içindeki payının ortalaması %81,8 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda sektörde daha çok uzun vadeli fon kaynakları (özkaynak ve uzun vadeli yabancı kaynak) kullanılmıştır. Yani kullanılan kaynakların vadeleri açısından bakıldığında duran varlık ağırlıklı olan otel ve lokanta sektöründe daha fazla devamlı sermaye (özkaynak + uzun vadeli yabancı kaynak) kullanıldığı saptanmıştır.

Bu bölümde genel olarak Türk konaklama işletmeleri ve özellikleri üzerinde durulmuş ve TCMB sektör bilançoları yardımıyla otel ve lokantalar sektörünün sermaye yapısı incelenmiştir. Bundan sonraki bölümde ise Türk konaklama işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen faktörler analiz edilmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin, borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen değişkenler saptanmaya, buna ek olarak, konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye yapısı teorisinin geçerli olduğu ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, iki farklı analiz gerçekleştirilmiş ve çalışmanın bu bölümü iki alt başlıkta toplanmıştır. İlk bölümde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinin sermaye yapısını etkileyen faktörlerin tespit edilmesine yönelik bir analiz gerçekleştirilmiştir. İkinci bölümde ise, çalışmanın amaçları doğrultusunda, Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını belirlemeye yönelik oluşturulan ve Türk konaklama işletmelerine gönderilerek gerçekleştirilen anket çalışmasının sonuçları tartışılmıştır.

Her analiz kısmında, ilgili analizde kullanılan model, veri seti, değişkenlerin tanımlarına, analiz yöntemlerinin açıklanmasına ve analizlerden elde edilen sonuçlar ile bu sonuçların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

4.1. İMKB'de Hisseleri İşlem Gören Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Dinamik Panel Yöntemiyle Tespiti

Bu kısımda ilk olarak analizin amacı ve önemi açıklanmıştır. İkinci olarak analizde kullanılan model, veri seti, değişkenler ve değişkenlerin işaretleriyle ilgili varsayımlar tanımlanmıştır. Daha sonra kullanılan analiz yönteminin açıklanmasına ve son olarak analizden elde edilen bulgular ile bu bulguların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

4.1.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Konaklama işletmeleri yatırım aşamasında büyük arazi ve arsalar üzerine sabit varlık ağırlıklı yatırımları, işletme aşamasında ise yenileme, genişleme ve modernizasyon yatırımlarını gerektiren ve bu nedenle sermaye yoğun özellik gösteren işletmelerdir. Özellikle konaklama işletmelerinin aktif yapısının büyük bir kısmı sabit varlıklardan oluşmakta ve bu durum sabit varlıkların finansmanında uzun vadeli yabancı kaynakları ve özkaynakları gündeme getirmektedir. Bununla beraber, konaklama işletmelerinin sektörün yapısal özelliklerinden dolayı, işletme kontrolü dışındaki sistematik risklere duyarlı olması nedeniyle talebin ve satışların dalgalanma göstermesi bu işletmelerin faaliyet ve finansal risklerini arttırmaktadır. Bu nedenle turizm sektörünün en önemli aktörü konumundaki konaklama işletmeleri açısından sermaye yapısının bileşimi ve borçlanma kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi önem kazanmaktadır.

Her ne kadar finans literatüründe sermaye yapısı teorisi yıllardır işlense de, turizm sektörüne yönelik olarak çok az çalışma yapıldığı görülmektedir. Genel olarak yurt dışında, çeşitli ülkelerde sermaye piyasalarında hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını inceleyen çalışmalar (Dalbor ve Upneja, 2001; Phillips ve Sipahioğlu 2004; Jang, Tang ve Chen, 2008), yine hisseleri işlem gören restoran işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarını ve sermaye yapısı kararlarının restoran işletmelerinin performansına olan etkilerini inceleyen çalışmalar (Kwansa ve Cho, 1995; Upneja ve Dalbor, 1999; Dalbor ve Upneja, 2002; Chathot ve Olsen, 2006; Jang ve Ryu, 2006) gerçekleştirilmiştir. Ayrıca turizm sektörünün ulaşım alt sektöründe faaliyet gösteren havayolu işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını ve borçlanma tercihlerini inceleyen çalışmalar (Erickson ve Trevino, 1994; Fernandes ve Capobianco, 2001) yapılmıştır. Bunların dışında turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin sermaye yapısı tercihlerinin daha iyi anlaşılması amacıyla konaklama işletmeleri ile perakende sektöründeki işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını karşılaştırmalı olarak inceleyen (Nuri ve Archer, 2001), yine konaklama işletmeleri ile software işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını karşılaştırmalı olarak inceleyen bir çalışma (Tang ve Jang, 2007) gerçekleştirilmiştir. Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerine yönelik olarak İstanbul'daki konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını analiz eden Özer ve Yamak'ın (2000) çalışması ve Türk turizm

işletmelerinin sermaye piyasalarından yararlanma düzeylerini, halka açılma durumlarını ve turizm işletmelerinin halka açılma yoluyla İMKB'den fon sağlama imkanlarını inceleyen çalışma (Sakarya, 2008) dışında başka bir çalışmaya rastlanmamıştır. Dolayısıyla bu analizin hem literatüre hem de uygulamacılara katkı yapacağı düşünülmektedir.

Bu bağlamda yapılan bu analizin amacı İMKB'de hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin, borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen değişkenlerin saptanması, buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliğinin ortaya konmasıdır. Bu doğrultuda çalışmanın bu kısmında 1994-2006 yıllarını içeren tüm dönem analizi ve 2000-2006 yıllarını içeren alt dönem analizi olmak üzere 2 analiz gerçekleştirilmeye çalışılmıştır.

4.1.2. Veri Seti, Değişkenler ve Model

İMKB'de hisseleri işlem gören toplam 8 konaklama işletmesi bulunmaktadır. Bu işletmelerden 5 tanesi (Altınyunus Çeşme, Marmaris Martı, Net Turizm, Petrokent Turizm, Marmaris Martı), 1994 yılından itibaren, 3 tanesi ise (Tek-Art Turizm, Metemtur Turizm, Favori Dinlenme İşletmeleri) 2000 yılından itibaren borsada işlem görmektedir. Ancak yapılacak analizlerden ilki olan ve tüm dönemi kapsayan analizle ilgili olarak verilerinin olmayışı nedeniyle bu 3 işletme yapılan tüm dönem analizine dahil edilmemiştir. Bu amaçla tüm dönem analizinde İMKB'de hisseleri işlem gören 5 turizm işletmesinin 1994-2006 yıllarına ait finansal verileri üzerinde toplam 65 gözlem yapılarak dinamik panel veri analizi ve sabit etki tahmin modeli (fixed effect estimation) kullanılarak analiz gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Daha sonra 2000 yılından itibaren borsada hisseleri işlem görmeye başlayan konaklama işletmelerinden verileri uygun olanlardan 2 tanesi daha eklenerek 2000-2006 yıllarında 7 konaklama işletmesini kapsayan alt dönem analizi de gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde de toplam 49 gözlem yapılarak dinamik panel veri analizi ve sabit etki tahmin modeli (fixed effect estimation) kullanılarak analiz gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Para cinsi olarak Yeni Türk Lirası (YTL) alınmıştır.

Analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıda verilmiştir;

a) Bağımlı Değişken (Kaldıraç Rasyosu)= Borçların defter değeri / toplam varlıklar olarak ölçülmektedir. Bu değişken toplam varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini ifade etmektedir. Söz konusu değişken, sermaye yapısıyla ilgili birçok çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılmıştır (Ang, Fatemi ve Rad, 1997; Chen, 2004; Delcoure, 2007; Drobetz ve Fix, 2003; Hol ve Wijst, 2006; Ismail ve Eldomiaty, 2004; Pandey, 2001; Pandey, 2004;Wen, Rwegasira ve Bilderbeek, 2002; Zou ve Xiao, 2006).

b) Analizde kullanılan bağımsız değişkenler ise şunlardır;

- Büyüme Fırsatları (Growth Opportunuties): Piyasa Değeri / Defter Değeri ile ölçülmektedir. Sermaye yapısıyla ilgili yapılan bir çok bilimsel çalışmada bu değişken kullanılmıştır. Finansal hiyerarşi teorisine göre büyüme fırsatı değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır (Myers, 1984). Dengeleme teorisine göre ise bu değişken ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976; Myers, 1977; Stulz, 1990). Temsilcilik maliyeti teorisine göre ise bu değişken ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır (Rajan ve Zingales, 1995; Fama ve French, 2002; Frank ve Goyal, 2005). Sermaye yaşam evresi teorisine göre de büyüme fırsatları değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır (Hovakimian, Opler ve Titman, 2001).

- Sabit Varlıkların Payı (Tangibility): Net Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar ile ölçülmektedir. Dengeleme teorisine göre sabit varlıkların payı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır. Çünkü daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar borçla finansmanda daha fazla teminata sahiptirler. (Harris ve Raviv, 1990; Myers, 1977; Myers ve Majluf, 1984; Williamson, 1988; Frank ve Goyal, 2003; Thornhill, Gellatly ve Riding, 2004; Akhtar, 2005). Finansal hiyerarşi teorisinde ise daha fazla sabit varlığa sahip olan firmalar daha az asimetrik bilgiye sahiptirler dolayısıyla daha fazla özsermaye sağlama eğilimindedirler. Vade açısından incelendiğinde ise finansal hiyerarşi teorisinde sabit varlıkların payı ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif, kısa vadeli borçlanma ile negatif ilişki bulunmaktadır (Feidakis ve Rovolis, 2007; Qian ve Wirjanto, 2007). Temsilcilik maliyeti teorisinin özsermaye maliyeti yaklaşımına göre kaldıraç ile sabit varlıkların payı arasında negatif ilişki buna karşın borç maliyeti

yaklaşımına göre kaldıraç ile sabit varlıkların payı arasında pozitif ilişki bulunmaktadır (Frank ve Goyal, 2005).

- Efektif Vergi Oranı: Kurumlar Vergisi / Vergiye Tabii Gelir ile ölçülmektedir. Dengeleme teorisine göre bu değişken ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (DeAngelo ve Masulis, 1980; Haugen ve Senbet, 1986; Graham 1996; Newberry, 1998; Graham, 2003; Brigham ve Houston, 2004; Qian, Tian ve Wirjanto, 2007). Finansal hiyerarşi teorisine göre EFT ile kaldıraç düzey arasındaki ilişki belirsizdir.

-Vergi Kalkanına Tabii Olan Borç Dışı Giderler (Non Debts Tax Shields): Amortisman / Toplam Varlıklar oranı ile ölçülmektedir. Finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisine göre vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır (DeAngelo ve Masulis, 1980; Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984; Fama ve French, 2002; Akhtar ve Oliver, 2005).

-Firma Büyüklüğü: TEFE'ye göre düzeltilmiş net satışlar ile ölçülmektedir. Dengeleme teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki olmalıdır. Bir başka ifadeyle dengeleme teorisi büyük firmaların riski daha iyi dağıtmaları ve daha düşük geri ödeme riskine sahip oldukları için daha fazla borç kullandıklarını ifade etmektedir (Ang, 1992; Homafier, Zietz ve Benkanto, 1994; Rajan ve Zigales, 1995; Jaggi ve Gül, 1999; Wiwattanakantang, 1999; Antonuoi, Güney ve Paudyal, 2002; Bhaduri, 2002; Bevan ve Danbolt, 2002; Brierly ve Bunn, 2005). Finansal hiyerarşi teorisine göre ise firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Bir başka ifadeyle firmalar büyüdükçe daha küçük firmalara göre dışarıdaki yatırımcılara daha fazla bilgi sağlamakta ve daha az asimetrik bilgi sorunuyla karşılaşmaktadırlar. Bu nedenle finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar büyüdükçe borca göre daha fazla özsermaye kullanmaktadır (Rajan ve Zingales, 1995; Akhtar ve Oliver, 2005; Zou ve Xiao, 2006). İşaret teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. İşaret teorisi büyük firmaların riskini iyi dağıtmış ve borç piyasalarına kolay girebilen firmalar oldukları için borç sağlama durumunda düşük bilgi edinme maliyetleriyle karşı karşıya olduklarını ve bu nedenle sermaye yapılarında daha fazla borca yer verdiklerini savunmaktadır (Chen ve Hammes, 1997; Fama ve French, 2002; Frank ve Goyal, 2003). Temsilcilik maliyeti teorisine göre

ise kaldıraç ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Firma büyüklüğü, yönetici ve yatırımcılar arasındaki çıkar çatışması nedeniyle artan borcun temsilcilik maliyetinin (denetleme maliyeti) bir göstergesi olarak kabul edilmektedir ve büyük firmalarda denetleme maliyetlerinin (monitoring cost) küçük firmalara göre daha düşük olduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla büyük firmalar küçük firmalara göre daha fazla borç kullanmaktadır (Buferna, Bangassa ve Hodgkinson, 2005; Frank ve Goyal, 2005).

-Karlılık (ROA): Aktif Karlılığı (Vergi Sonrası Kar / Toplam Varlıklar) ile ölçülmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre karlılık ile kaldıraç arasında negatif ilişki, dengeleme teorisine göre ise pozitif ilişki bulunmaktadır. Dengeleme teorisine göre yüksek karlılık düzeyi, yüksek bir borçlanma kapasitesini beraberinde getirmekte ve bu durum vergi kalkanından yararlanma imkanını arttırmaktadır. Dolayısıyla dengeleme teorisine göre karlılık ile finansal kaldıraç arasında pozitif ilişki içersinde olduğu kabul edilmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre firmalar faaliyetlerini finanse etmek için bir hiyerarşi izlemekte ve iç kaynakları dış kaynaklara tercih etmektedirler. Eğer firmada yatırımlar ve karpayı ödemeleri sabitse karlı firmalar daha az borç kullanacaklardır. Bu bağlamda finansal hiyerarşi teorisine göre karlılık ile kaldıraç arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır (Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984; Krasker, 1986; Narayanan, 1988; Um, 2001; Bontempi, 2002; Benito, 2003; Frank ve Goyal, 2003; Frank ve Goyal, 2005; Qian, Tian ve Wirjanto, 2007).

-Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows): Vergi Öncesi Kar + Faiz +Amortisman ile ölçülmektedir. Dengeleme teorisinde serbest nakit akımları kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki pozitiftir. Çünkü yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalar daha düşük riske sahip oldukları için borç piyasalarından daha kolaylıkla borç sağlayabilmektedirler (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Benito, 2003). Finansal hiyerarşi teorisine göre ise yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmalarda firma bünyesinde yaratılan fonlarda artacağından bu firmalardaki fon gereksinimleri yaratılan bu iç fonlardan sağlanmaktadır. Dolayısıyla kaldıraç düzeyi ile serbest nakit akımları arasında negatif ilişki söz konusudur (Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984). Temsilcilik maliyeti teorisine göre firmalarda borç kullanımı firma içinde yaratılan serbest nakit akımlarının gereksiz şekilde kullanılmasını azaltmaktadır. Böylelikle serbest nakit akımlarına ait temsilcilik maliyeti de azalmaktadır. Bu bağlamda temsilcilik maliyeti teorisine göre özellikle düşük hızda büyüyen büyük firmalarda serbest nakit akımları ile kaldıraç

düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Jaggi ve Gül, 1999; Fama ve French, 2002).

- Net Ticari Kredi Pozisyonu (Interenterprise Debt): Bu değişken (Ticari Alacaklar-Ticari Borçlar)/Toplam Varlıklar oranı ile ölçülmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre net ticari kredi pozisyonu ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Dengeleme teorisine göre bu değişkenle ilgili olarak yaptığımız teorik araştırmada herhangi bir bilgiye rastlamamıza rağmen firma içinde yaratılan bir fon niteliğinde olan net ticari kredi pozisyonunun artmasıyla birlikte risk firmanın düzeyinin de azalmasıyla firmanın daha kolay borçlanabileceği ve dolayısıyla dengeleme teorisine göre bu değişken ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu tarafımızca düşünülmektedir. Colombo (2001) çalışmasında net ticari kredi pozisyonu ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulmuştur.

Yukarıda ifade edilen değişkenler kullanılarak aşağıdaki model oluşturulmuştur;

$$DR=\beta_1 + \beta_2\, GO_{it} + \beta_3\, MVFL_{it} + \beta_4\, TANG_{it} + \beta_5\, EFT_{it} + \beta_6\, DEP_{it} + \beta_7\, ROA_{it} + \beta_8\, FCF_{it} + \beta_9\, IED_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelde;
DR: Toplam Borç Oranını
GO: Büyüme Fırsatları Değişkenini
MVFL: Firma Büyüklüğünü
TANG: Sabit Varlıkların Payını
EFT : Efektif Vergi Oranını
DEP: Vergiye Kalkanına Tabii Olan Borç Dışı Giderleri
ROA: Karlılığı
FCF: Serbest Nakit Akımlarını
IED: Net Ticari Kredi Pozisyonunu
ε_{it}: Hata terimini göstermektedir.

4.1.3. Modeldeki Değişkenlerin İşaretlerine İlişkin Varsayımlar

Analizde İMKB'de hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı seçimini etkileyen faktörlerin işaretlerini belirlemeye yönelik aşağıdaki varsayımlar test edilmiştir. Varsayımlar oluşturulurken analize tabii değişkenlerin kaldıraç düzeyiyle olan ilişkileri genel olarak dengeleme teorisi temel alınarak ifade edilmiştir.

1) Konaklama işletmelerinde efektif vergi oranlarıyla kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
2) Konaklama işletmelerinde sabit varlıkların payı ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.
3) Karlılık ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki vardır.
4) Net Ticari Kredi Pozisyonu ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki vardır.
5) Yaratılan serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki vardır.
6) Vergi kalkanına tabii olan borç dışı giderler ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır.
7) Büyüme fırsatı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır.
8) Firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

4.1.4. Araştırma Yöntemi

Bu analiz tüm dönem (1994-2006) ve alt dönem (2000-2006) için gerçekleştirilmiştir. İlk olarak İMKB'de hisseleri işlem gören sekiz konaklama işletmesinden 1994 yılından itibaren hisse senetleri işlem gören beş tanesinin (Altınyunus Çeşme-AYCES, Marmaris Altınyunus-MAALT, Marmaris Martı-MMART, Net Turizm-NTTUR, Petrokent Turizm-PKENT) 1994-2006 yıllarına ilişkin tüm dönem analizinde bu döneme ait finansal veriler üzerinde toplam 65 gözlem yapılarak dinamik panel analizi ve sabit etkiler tahmin analizi (fixed effect estimation) gerçekleştirilmesi planlanmıştır. Daha sonra 2000-2006 yılları arasında alt dönemde de 7 konaklama işletmesini kapsayan dinamik panel analizi gerçekleştirilmeye çalışılmıştır.

Panel veri analizi, zaman boyutuna ait kesit verileri kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesini içeren bir yöntemdir (Green, 1997, 612). Panel veri

incelemelerinde yatay kesit ve zaman serisi analizlerine oranla daha çok bilgi yansıtılabilmektedir. Özellikle, mikro bazda firma davranışlarına dayanarak türetilmiş olan modellerin ölçümü açısından, birçok bilgi kaybını önlemekte ve daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Şirketlerin finansman yapıları ve bunları etkileyen faktörlerin araştırıldığı çalışmalar yeni olmamakla birlikte, yaklaşık son on yıllık bir süre zarfında ekonometri alanındaki ilerlemeler sayesinde mikro düzeyde, şirket verilerine dayanan analizler büyük bir ilerleme kaydetmiştir. Panel veri kullanan analizlerin toplulaştırılmış verilere dayanan çalışmalara nazaran konu ile ilgili çok daha fazla bilgiyi içermesi, kararları firma düzeyinde alınan ekonomik faaliyetlerin analizinde panel veri kullanılmasını gittikçe daha çok tercih edilen bir yöntem haline getirmiştir (Fıratoğlu, 2005, 13).

Panel veri yönteminin kullanılmasının araştırmacılara sağlayacağı çeşitli yararlar bulunmaktadır. Bu yararlardan ilki, gözlem sayısının artmasından dolayı ölçümlerde serbestlik derecesinin artması ve açıklayıcı değişkenler arasında çoklu bağıntının azalmasıdır. Bir başka ifadeyle panel veri modellerinde gözlem sayısı kesit ve zaman serilerine göre daha fazla olacaktır. Bu durumda elde edilecek parametre tahminleri daha güvenilir olacak ve tahmin edilen modeller daha az kısıtlayıcı varsayıma dayanacaktır. Oysa sadece zaman serisi veya kesit verisi ile yapılan çalışmalarda, sapmalı sonuçlar elde etme riski söz konusu olacağından birimlerin farklıkları ayrıntılı olarak kontrol edilemez. İkinci olarak panel veri, sadece yatay kesit veya zaman serisi analizleri ile incelenemeyecek problemlerin de incelenebilmesine olanak vermektedir. Yani panel veri modelleri tamamıyla kesit ya da zaman serilerinden daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak tanır. Bununla birlikte, dışlanan değişkenler, zaman serisi veya yatay kesit verisi kullanılarak yapılan çalışmalarda tahmin sonuçlarında sapmaya yol açarken; dışlanan değişken veya değişkenlerin birimlere veya zamana göre değişmeyen değişkenler olması durumunda, panel veri kullanımı sapmanın kontrol altına alınmasını sağlamaktadır. Panel veri kullanmanın diğer bir avantajı da; yatay kesit verisi kullanılarak yapılan tahminlerde, sadece birimler arasındaki farklıklar incelenebilirken, panel veri kullanılarak hem birimler hem de bir birim içerisinde zaman içerisinde meydana gelen farklılıklar birlikte incelenebilmektedir (Baltagi, 2001, 5-7, Hsiao,1986, 2-3).

Bir panel veri regresyonu tipik olarak şu şekildedir (Kıymalıoğlu ve Ayoğlu, 2006, 206);

$$Yit = \alpha_i + \beta 1Xit + \varepsilon it$$

Burada i=1,…,N yatay kesit boyutunu, t=1,..,T zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Genellikle panel veri ölçümlerinde kullanılan modeller tek-yönlü hata terimi (oneway error component) varsayımına dayanmaktadır. Bu durumda hata terimi şu şekilde ifade edilmektedir;

$$\varepsilon it = \mu t + vit$$

Burada μt gözlemlenemeyen ve yatay kesite özel etkileri içermekte, *vit* ise hata teriminin geri kalan kısmını ifade etmektedir.

Panel veri modellerinde genel olarak uygulama, bütün yatay kesit ve zaman serisi gözlemlerini bir araya toplayarak klasik zaman serisi yöntemlerini bu toplulaştırılmış veri setine uygulamak şeklinde olmaktadır. Ancak bu yaklaşımla yapılan ölçümlerde ortaya çıkan katsayılarda, (hem eğimler hem de sabit terimler için) yatay kesit değişkenlerinin heterojenliğinden kaynaklanan sapmalar gündeme gelmektedir. Aslında panel veri setleri daha çok, yatay kesit sayısının yüksek, zaman serisi verisinin ise nispeten kısa bir dönemi kapsadığı verilerden oluşmaktadır. Bu durumda kullanılan ekonometrik tekniklerin zaman serilerindeki değişikliklerden çok yatay kesit serileri ile ilgili farklılıklara (ör. heterojenlik) odaklanabilmesi önem taşımaktadır (Fıratoğlu, 2005, 14) .

Baltagi (2001) ve Wooldrige (2001), değişkenlerin geçmiş dönem değerlerinin kullanılması nedeniyle dinamik panel veri analizi uygulanarak tahmin yapılmasının daha uygun olacağını vurgulamışlardır. Bu nedenle bu çalışmada ilgili bağımlı ve bağımsız değişkenlerin geçmiş dönem değerleri kullanıldığı için dinamik panel analizi gerçekleştirilmiştir.

Panel veri kullanılarak yapılan çalışmalarda birimler arasındaki farklılıklardan veya birimler arasında ve zaman içinde meydana gelen farklıklardan kaynaklanan değişmeyi, modele dahil etmenin bir yolu; mevcut değişmenin regresyon modelinin

katsayılarının bazılarında veya tümünde değişmeye yol açtığını varsaymaktadır. Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modele "Sabit Etkili Model" denmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007, 4). Sabit etki modelinde (fixed effects model) regresyonun sabit teriminin yatay kesit birimleri arasındaki farklılıkları içerdiği varsayılmaktadır. Bu model, şu şekilde ifade edilmektedir (Fıratoğlu, 2005, 14);

$$Y_{it} = \beta_0 D + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

En küçük kareler (EKK) yöntemiyle ölçülebilen regresyon denkleminde yer alan D matrisi yatay kesit kukla değişkenlerinden oluşmaktadır. Bu yapıda sabit terimlerin birbirine eşit olduğu hipotezi bilinen F-testiyle sınanabilmektedir.

Panel veri ile yapılan çalışmalarda, birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişim "Sabit Etkili Modeller" kullanılarak incelenebileceği gibi, "Tesadüfi Etkili Modeller" kullanılarak da incelenebilmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007, 4) . Tesadüfi etki modelinde (random effects model) yatay kesit değişkenlerinin arasındaki farklılıklar rassal değişken olarak varsayılmaktadır. Bu durumda yukarıdaki denklemin yerine model şu şekilde ifade edilebilir (Fıratoğlu, 2005, 14);

$$Yit = \beta 0U + \beta 1Xit + uit + \varepsilon it$$

Burada uit, i'inci gözlemin rassal hata terimini ifade etmektedir. Sabit etki modelinde kullanılan yatay kesit kukla değişkenleri dolayısıyla serbestlik derecesi düşmektedir. Buna karşılık rassal etki modeliyle yapılan ölçümlerin sapmasız sonuç verebilmesi ise her sabit terimin diğer açıklayıcı değişkenlerden bağımsız olması şartına bağlıdır.

Panel veri analizlerinde sabit etki ya da rassal etki modellerinden hangisinin kullanılması gerektiğine karar verebilmek önemlidir. Baltagi (2001), tesadüfi etki modelinin geniş bir evren üzerinden bu evreni temsil gücü fazla olan verilerin tesadüfi olarak seçilmesi durumunda daha etkin olduğunu, buna karşın sabit etki modelinin aynı özelliği gösteren verilerin analiz edildiği örneklemin aynı sektörde faaliyet gösteren

firmaların kendilerine has davranışlarının analizinde daha etkin olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada İMKB'de hisseleri işlem gören ve turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin sermaye yapısını etkileyen değişkenler analiz edildiği için analiz sürecinde sabit etki modeli kullanılmıştır.

4.1.5. Bulgular

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle 1996-2006 ve 2000-2006 yılları arasında analiz edilen verilerin özet istatistik sonuçları yıllık olarak verilmiştir. Daha sonra tüm dönem (1996-2006) ve alt dönemi (2000-2006) kapsayan tahmin süreçlerinde İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında yukarıda verilen dengeleme teorisinin varsayımlarının geçerliliği incelenmeye çalışılmıştır.

4.1.5.1. Özet İstatistik Sonuçları

Aşağıdaki tablolarda 1996-2006 yılları arasında analize dahil edilen halka açık beş konaklama işletmesi ve yine 2000-2006 yılları arasında analize dahil edilen halka açık 7 konaklama işletmesine ait ve araştırma modelindeki bağımlı değişkeni olan kaldıraç oranı ile bağımsız değişkenler olan büyüme fırsatları, sabit varlıkların payı, efektif vergi oranları, karlılık, vergiye tabii borç dışı giderler, firma büyüklüğü, net ticari kredi pozisyonu ve serbest nakit akımlarına ait ortalama, minimum, maksimum ve standart sapma değerleri verilmektedir.

Tablo 4.1. Tüm Döneme (1996-2006) Ait Özet İstatistik Sonuçları

YILLAR	ORTALAMA	MİNİMUM	MAKSİMUM	STANDART SAPMA
1996_{DR}	0,3409	0,0996	0,7272	0,2413
1997_{DR}	0,3277	0,1185	0,6868	0,2239
1998_{DR}	0,3691	0,1362	0,7118	0,2195
1999_{DR}	0,3948	0,2031	0,5890	0,1778
2000_{DR}	0,3661	0,1974	0,5656	0,1807
2001_{DR}	0,4381	0,1818	0,8317	0,2528
2002_{DR}	0,3734	0,0758	0,9980	0,3618
2003_{DR}	0,2981	0,0308	0,8869	0,3427
2004_{DR}	0,2466	0,0419	0,5045	0,1924
2005_{DR}	0,2620	0,0511	0,5051	0,2006
2006_{DR}	0,3213	0,1301	0,5473	0,1902
1996_{GO}	3,2489	1,1000	6,0400	2,2620
1997_{GO}	3,8920	0,8100	8,4400	3,0111
1998_{GO}	1,4142	0,7761	2,6235	0,7462

1999_{GO}	1,6993	1,1095	2,3954	0,5877
2000_{GO}	0,8588	0,4537	1,4888	0,3907
2001_{GO}	1,3324	0,6252	2,4623	0,7539
2002_{GO}	1,0736	0,4096	2,4780	0,8434
2003_{GO}	1,3175	0,3768	2,6197	0,9307
2004_{GO}	0,7571	0,3921	1,1533	0,2703
2005_{GO}	1,3620	1,1616	1,6471	0,2075
2006_{GO}	1,1451	0,6348	1,5238	0,3360
1996_{TANG}	0,7213	0,2529	0,9163	0,2780
1997_{TANG}	0,6424	0,1977	0,9259	0,2833
1998_{TANG}	0,5743	0,1682	0,8744	0,2913
1999_{TANG}	0,5483	0,1482	0,9461	0,3417
2000_{TANG}	0,5665	0,0899	0,9507	0,3151
2001_{TANG}	0,6017	0,2903	0,9599	0,2916
2002_{TANG}	0,6592	0,3169	0,9607	0,2503
2003_{TANG}	0,7930	0,3553	0,9703	0,2573
2004_{TANG}	0,7555	0,3579	0,9603	0,2342
2005_{TANG}	0,5672	0,0054	0,9383	0,4565
2006_{TANG}	0,6838	0,1468	0,9822	0,3749
1996_{EFT}	0,2296	-0,0014	0,9668	0,4151
1997_{EFT}	0,3370	0,0000	1,3391	0,5625
1998_{EFT}	0,3571	0,0000	1,3813	0,5765
1999_{EFT}	0,1692	0,0000	0,6939	0,3006
2000_{EFT}	0,3825	0,0000	0,6960	0,2700
2001_{EFT}	0,1093	0,0000	0,2770	0,1497
2002_{EFT}	0,1540	0,0000	0,3611	0,1545
2003_{EFT}	-0,9124	-2,5798	0,4332	1,4590
2004_{EFT}	0,0829	-0,0263	0,2562	0,1285
2005_{EFT}	0,1512	-0,0572	0,4936	0,2448
2006_{EFT}	0,0947	-0,3451	0,7449	0,4337
1996_{ROA}	0,0092	-0,1230	0,1268	0,0962
1997_{ROA}	0,0392	-0,0796	0,1012	0,0819
1998_{ROA}	0,0431	-0,0666	0,1416	0,0807
1999_{ROA}	-0,0204	-0,1540	0,1099	0,0972
2000_{ROA}	0,0219	-0,0118	0,0609	0,0271
2001_{ROA}	-0,0243	-0,1302	0,1479	0,1159
2002_{ROA}	0,0118	-0,2158	0,1252	0,1315
2003_{ROA}	0,0421	-0,0767	0,1738	0,0897
2004_{ROA}	-0,0103	-0,1115	0,1708	0,1140
2005_{ROA}	-0,0205	-0,0760	0,0181	0,0423
2006_{ROA}	-0,0858	-0,1294	-0,0388	0,0392
1996_{DEP}	0,0834	0,0088	0,2123	0,0827
1997_{DEP}	0,0897	0,0086	0,2156	0,0866
1998_{DEP}	0,0740	0,0067	0,1784	0,0719
1999_{DEP}	0,0395	-0,0053	0,1524	0,0649
2000_{DEP}	0,0563	0,0045	0,1227	0,0592
2001_{DEP}	0,0388	0,0044	0,0879	0,0356
2002_{DEP}	0,0370	0,0039	0,1218	0,0481
2003_{DEP}	0,0180	0,0030	0,0345	0,0129
2004_{DEP}	0,0446	0,0060	0,0889	0,0296
2005_{DEP}	0,0516	0,0171	0,1173	0,0387
2006_{DEP}	0,0422	0,0070	0,0790	0,0271

1996_{MVFL}	1,6796	0,1620	6,7390	2,8361
1997_{MVFL}	3,2285	0,3121	13,0357	5,4995
1998_{MVFL}	4,3282	0,5575	16,5052	6,8431
1999_{MVFL}	4,1036	0,6322	13,7445	5,4788
2000_{MVFL}	6,9304	1,3928	22,9890	9,1582
2001_{MVFL}	14,6117	2,6945	50,2392	20,3177
2002_{MVFL}	12,9826	5,0227	28,9406	10,7013
2003_{MVFL}	9,2006	5,0946	21,4868	6,9021
2004_{MVFL}	15,8518	7,8770	32,7472	10,1111
2005_{MVFL}	16,9456	5,9461	33,4751	10,3174
2006_{MVFL}	19,5279	6,8127	36,4442	12,4879
1996_{IED}	0,0414	-0,1204	0,1832	0,1250
1997_{IED}	0,0350	-0,0118	0,1457	0,0648
1998_{IED}	0,0358	-0,0016	0,0806	0,0344
1999_{IED}	0,0420	-0,0104	0,1294	0,0601
2000_{IED}	0,0279	-0,0082	0,0746	0,0378
2001_{IED}	0,0027	-0,0984	0,1064	0,0766
2002_{IED}	0,0317	-0,0241	0,1627	0,0757
2003_{IED}	0,0180	-0,0389	0,1288	0,0643
2004_{IED}	-0,0143	-0,0795	0,0217	0,0387
2005_{IED}	0,0005	-0,0263	0,0198	0,0171
2006_{IED}	0,0125	-0,0046	0,0363	0,0171
1996_{FCF}	0,9435	0,0798	3,6467	1,5259
1997_{FCF}	1,9286	0,1934	7,5176	3,1469
1998_{FCF}	3,3790	0,1968	13,2122	5,5494
1999_{FCF}	3,9037	-0,2615	16,0148	6,8413
2000_{FCF}	4,4090	0,4505	14,3753	5,9286
2001_{FCF}	9,8045	0,8981	33,9346	14,1047
2002_{FCF}	8,2266	1,7435	21,7354	8,5715
2003_{FCF}	-1,1309	-9,6313	6,6712	5,9441
2004_{FCF}	10,7778	-0,6737	43,3023	19,0069
2005_{FCF}	6,0279	-1,0678	19,7540	8,1224
2006_{FCF}	0,9436	-0,4340	5,3228	2,4845

Yukarıdaki tablo incelendiğinde 1996-2006 analiz dönemi içerisinde incelenen beş konaklama işletmesinin ortalama kaldıraç oranlarının (DR) en yüksek olarak 0,4381 ile 2001 yılında, en düşük değerinin ise 0,2466 ile 2004 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Özellikle 2002 ve 2003 yıllarında ise kaldıraç oranları arasındaki standart sapmanın en yüksek seviyeye çıktığı da görülmektedir. Bunun nedeni ise 2002 ve 2003 yıllarında analize dahil konaklama işletmelerinin kaldıraç düzeylerine ait standart sapmanın en yüksek gerçekleştiği yıllar olmasıdır. Piyasa değeri/defter değeri olarak ifade edilen büyüme fırsatları değişkeninin (GO) ise en yüksek ortalamasının 1997 yılında en düşük ortalama değerinin ise 2004 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Sabit varlıkların (TANG) toplam varlıklar içindeki payının ortalama olarak en yüksek değere ulaştığı yıl 2003 yılı en düşük olarak gerçekleştiği yıl ise 1999 yılı olmuştur.

Efektif vergi oranları (EFT) değişkeni ise ortalama olarak en yüksek değerine 2000 yılında en düşük değerine ise negatif olarak 2003 yılında ulaştığı belirlenmiştir. Karlılık (ROA) değişkeni ise ortalama olarak 1998 ve 2003 yıllarında en yüksek değerine ulaşırken 2006 yılında ise negatif gerçekleşerek en düşük değerini almıştır. Vergiye tabii borç dışı giderler (DEP) değişkeni, en yüksek ortalama değerine 1997 yılında ulaşırken, en düşük ortalama değerine ise 2003 yılında ulaşmıştır. Firma büyüklüğü (MVFL) değişkeninin ortalama olarak en yüksek gerçekleştiği yıl 2006, en düşük gerçekleştiği yıl ise 1996 olmuştur. Net ticari kredi pozisyonu (IED) değişkeninin ortalama değerinin en yüksek gerçekleştiği yıl 1999 yılıdır. Buna karşın en düşük ortalama değere sahip olunan yıl ise 2004 yılıdır. Serbest nakit akımları (FCF) değişkeninin ise ortalama olarak en yüksek gerçekleştiği yıl 2004, en düşük gerçekleştiği yıl ise 2003 yılıdır.

Aşağıdaki tabloda ise analizin alt döneminde (2000-2006) İMKB'de hisseleri işlem gören 7 konaklama işletmesinin ilgili değişkenlere ait özet istatistik sonuçları verilmektedir.

Tablo 4.2. Alt Döneme (2000-2006) Ait Özet İstatistik Sonuçları

YILLAR	ORTALAMA	MİNİMUM	MAKSİMUM	STANDART SAPMA
2000_{DR}	0,3687	0,0850	0,6655	0,2233
2001_{DR}	0,4735	0,1818	0,8317	0,2457
2002_{DR}	0,4063	0,0758	0,9980	0,3279
2003_{DR}	0,3442	0,0308	0,8869	0,3257
2004_{DR}	0,2654	0,0419	0,5045	0,1802
2005_{DR}	0,2890	0,0511	0,5297	0,1974
2006_{DR}	0,3521	0,1301	0,6286	0,2003
2000_{GO}	0,8667	0,4520	1,4888	0,4060
2001_{GO}	1,1538	0,3451	2,4623	0,7181
2002_{GO}	0,8808	0,2415	2,4780	0,7687
2003_{GO}	1,0517	0,1960	2,6197	0,8921
2004_{GO}	0,6490	0,1225	1,1533	0,3235
2005_{GO}	1,7762	0,5392	5,0838	1,5000
2006_{GO}	1,1222	0,3062	1,8233	0,5182
2000_{TANG}	0,6349	0,0899	0,9507	0,2875
2001_{TANG}	0,6302	0,2903	0,9612	0,2855
2002_{TANG}	0,6851	0,3169	0,9702	0,2447
2003_{TANG}	0,7982	0,3553	0,9752	0,2306
2004_{TANG}	0,7771	0,3579	0,9671	0,2100
2005_{TANG}	0,6253	0,0054	0,9636	0,4015
2006_{TANG}	0,7082	0,1468	0,9822	0,3303
2000_{EFT}	0,3690	0,0000	0,6960	0,2221
2001_{EFT}	0,1778	-0,0754	0,7737	0,2978
2002_{EFT}	0,1352	0,0000	0,3611	0,1398
2003_{EFT}	-0,6448	-2,5798	0,4332	1,2760
2004_{EFT}	0,0592	-0,0263	0,2562	0,1124
2005_{EFT}	0,1509	-0,0572	0,4936	0,2179
2006_{EFT}	0,0398	-0,3451	0,7449	0,3702
2000_{ROA}	0,0300	-0,0118	0,0950	0,0367

2001_{ROA}	-0,0186	-0,1302	0,1479	0,0955
2002_{ROA}	0,0114	-0,2158	0,1252	0,1079
2003_{ROA}	0,0288	-0,0767	0,1738	0,0770
2004_{ROA}	-0,0182	-0,1115	0,1708	0,0943
2005_{ROA}	-0,0210	-0,0760	0,0181	0,0406
2006_{ROA}	-0,0842	-0,1294	-0,0388	0,0373
2000_{DEP}	0,0461	0,0045	0,1227	0,0518
2001_{DEP}	0,0387	0,0044	0,0879	0,0340
2002_{DEP}	0,0348	0,0031	0,1218	0,0423
2003_{DEP}	0,0199	0,0030	0,0465	0,0167
2004_{DEP}	0,0394	0,0024	0,0889	0,0292
2005_{DEP}	0,0566	0,0171	0,1173	0,0332
2006_{DEP}	0,0432	0,0070	0,0790	0,0223
2000_{MVFL}	4,9503	0,0000	22,9890	8,2068
2001_{MVFL}	10,4369	0,0000	50,2392	18,0565
2002_{MVFL}	9,2733	0,0000	28,9406	10,7924
2003_{MVFL}	6,5719	0,0000	21,4868	7,2052
2004_{MVFL}	11,3228	0,0000	32,7472	11,3131
2005_{MVFL}	12,1040	0,0000	33,4751	11,8040
2006_{MVFL}	13,9485	0,0000	36,4442	13,9556
2000_{IED}	0,0275	-0,0082	0,0746	0,0343
2001_{IED}	0,0032	-0,0984	0,1064	0,0627
2002_{IED}	0,0273	-0,0241	0,1627	0,0623
2003_{IED}	0,0142	-0,0389	0,1288	0,0530
2004_{IED}	-0,0141	-0,0795	0,0217	0,0367
2005_{IED}	-0,0013	-0,0263	0,0198	0,0170
2006_{IED}	-0,0041	-0,0718	0,0363	0,0351
2000_{FCF}	3,5937	0,4505	14,3753	5,0458
2001_{FCF}	7,1912	-0,8307	33,9346	12,3809
2002_{FCF}	6,4050	0,2434	21,7354	7,7149
2003_{FCF}	-0,6787	-9,6313	6,6712	4,9924
2004_{FCF}	7,5804	-1,0855	43,3023	16,4563
2005_{FCF}	4,8584	-1,0678	19,7540	7,0295
2006_{FCF}	-0,1983	-6,0326	5,3228	3,2981

Yukarıdaki tablo incelendiğinde ise 2000-2006 analiz dönemi içerisinde incelenen yedi konaklama işletmesinin ortalama kaldıraç oranlarının (DR) en yüksek olarak 0,4735 ile 2001 yılında, en düşük değerinin ise 0,2654 ile 2004 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Özellikle 2002 ve 2003 yıllarında ise kaldıraç oranları arasındaki standart sapmanın en yüksek seviyeye çıktığı da görülmektedir. Piyasa değeri/defter değeri olarak ifade edilen büyüme fırsatları değişkeninin (GO) ise en yüksek ortalamasının 2005 yılında en düşük ortalama değerinin ise 2004 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Sabit varlıkların (TANG) toplam varlıklar içindeki payının ortalama olarak en yüksek değere ulaştığı yıl 2003 yılı en düşük olarak gerçekleştiği yıl ise 2005 yılı olmuştur. Efektif vergi oranları (EFT) değişkeni ise ortalama olarak en yüksek değerine 2000 yılında en düşük değerine ise negatif olarak 2003 yılında ulaştığı saptanmıştır. Karlılık (ROA) değişkeni ise ortalama olarak 2000 ve 2003 yıllarında en yüksek değerine ulaşırken 2006 yılında ise negatif gerçekleşerek en düşük değerine ulaşmıştır. Vergiye tabii borç dışı giderler (DEP) değişkeni, en yüksek ortalama

değerine 2005 yılında ulaşırken, en düşük ortalama değerine ise 2003 yılında ulaşmıştır. Firma büyüklüğü (MVFL) değişkeninin ortalama olarak en yüksek gerçekleştiği yıl 2006, en düşük gerçekleştiği yıl ise 2000 olmuştur. Net ticari kredi pozisyonu (IED) değişkeninin ortalama değerinin en yüksek gerçekleştiği yıllar 2000 ve 2002 yıllarıdır. Buna karşın en düşük ortalama değere sahip olunan yıl ise 2004 yılıdır. Serbest nakit akımları (FCF) değişkeninin ortalama olarak en yüksek gerçekleştiği yıl 2004, en düşük gerçekleştiği yıl ise 2003 yılıdır.

4.1.5.2. Dinamik Panel Analiz Sonuçları

Çalışmanın bu kısmında öncelikle 1990-2006 yılları arasında İMKB'de hisseleri işlem gören beş konaklama işletmesinin kaldıraç düzeylerini etkileyen faktörler, daha sonra 2000-2006 yılları arasında İMKB'de hisseleri işlem göre yedi konaklama işletmesinin kaldıraç düzeylerini etkileyen faktörler dinamik panel analiz yöntemi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır.

4.1.5.2.1. Tüm Döneme Ait (1994-2006) Dinamik Panel Analiz Sonuçları

1994-2006 yıllarını içeren tüm dönem tahmin sürecinde modeldeki hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu tespit edilmiştir. Aşağıdaki Tablo 4.3. incelendiğinde Durbin-Watson değerinin 1,467 olduğu ve 2'den uzak olduğu görülmektedir. Bu sonuç modeldeki hata terimleri arasında 1. dereceden ilişki bulunduğunu göstermektedir. Geçerli bir tahmine ulaşılması için otokorelasyon sorununun giderilmesi gerekmektedir. Veriler arasındaki oto korelasyon sorununu ortadan kaldırmak için modeldeki bağımlı değişkenin 1 ve 2 gecikmeli değerleri olan AR(1) ve AR(2)'nin modele dahil edilmiştir. Gerçekleştirilen tahminde modele öncelikle AR(1) eklenmekte ve Durbin Watson test istatistiğine bakılmaktadır. Eğer otokorelasyon ortadan kaldırılamaz ise AR(2) modele eklenerek otokorelasyon sorunu ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır. Analizin gerçekleştirildiği Eviews 5.1 programı, AR(1) ve AR(2) terimleri modele eklemekte ve yapılacak tahmini en yüksek olabilirlik tahmin yöntemine (Maximum Likelihood Estimation) dönüştürmektedir. Maksimum benzerlik tahmini ise otokorelasyon düzeltmesini gerçekleştirmektedir. Gujarati (2003), Baltagi (2001) ve Green (1997) otokorelasyon sorunun çözümünde AR(1) ve AR(2) süreçlerinin modele uygulanabileceğini önermişlerdir.

Tablo 4.3. 1994-2006 Yıllarını Kapsayan İlk Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken: DR				
Dönem: 1994 - 2006				
Gözlem Sayısı: 65, Kesit Sayısı: 5				
Değişken	**Katsayı**	**Std. Sp.**	**t-İstatistiği**	**Olasılık**
C	0.515733	0.055328	9.321305	0.0000
DEP	-0.396148	0.259617	-1.525892	0.1331
EFT	0.004243	0.013889	0.305530	0.7612
FCF	0.002312	0.002064	1.120016	0.2679
IED	0.304373	0.176771	1.721850	0.0910
GO	0.006215	0.005842	1.063880	0.2923
MVFL	-0.004025	0.001412	-2.850596	0.0062
TANG	-0.221758	0.063153	-3.511426	0.0009
ROA	-0.796286	0.138948	-5.730835	0.0000
R^2	0.911831	Durbin-Watson İstatistiği		**1.467685**
Düzeltilmiş R^2	0.891484			
Regresyona Ait Std. Sp.	1.076773			
F-İstatistiği	44.81467			
F-İstatistiği Olasılığı	0.000000			

Modelimizdeki otokorelasyon sorununu ortadan kaldırmak amacıyla ilk olarak bağımlı değişkenin 1 gecikmeli değerleri modele eklenmiş ve çözüm yinelenmiştir. Ancak hata terimleri arasındaki otokorelasyon sorunu ortadan kaldırılamamıştır. Aşağıda AR(1) değeri modele eklenmesiyle yapılan tahminin sonuçları verilmektedir. Bu tahmin sonucunda da Durbin Watson test istatistiği 1,609'dur. Dolayısıyla otokorelasyon sorunu giderilememiştir.

Tablo 4.4. Bağımlı Değişkenin Bir Gecikmeli Değeri Alınarak Yapılan Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken: DR				
Dönem: 1995 - 2006				
Gözlem Sayısı: 65, Kesit Sayısı: 5				
Değişken	**Katsayı**	**Std. Sp.**	**t-İstatistiği**	**Olasılık**
C	0.381353	0.036495	10.44952	0.0000
DEP	0.285327	0.220599	1.293419	0.2023
EFT	-0.023045	0.010873	-2.119479	0.0395
FCF	2.31E-05	0.001217	0.018958	0.9850
IED	-0.104936	0.149471	-0.702049	0.4862
GO	0.004077	0.004945	0.824368	0.4140
MVFL	-0.001579	0.001046	-1.508860	0.1382
TANG	-0.070744	0.035438	-1.996249	0.0518
ROA	-0.664788	0.078871	-8.428788	0.0000
AR(1)	0.619890	0.118942	5.211698	0.0000
R^2	0.896167	Durbin-Watson İstatistiği		**1.609550**
Düzeltilmiş R^2	0.866823			
Regresyona Ait Std. Sp.	1.083398			
F-İstatistiği	30.53985			
F-İstatistiği Olasılığı	0.000000			

Hata terimleri arasındaki otokorelasyon sorununu ortadan kaldırmak için bu sefer bağımlı değişkenin 2 gecikmeli değeri de modele eklenmiş ve çözüm yinelenmiştir. Yapılan tahmin sonucunda hata terimleri arasındaki otokorelasyon sorunu ortadan kaldırılmıştır. Durbin Watson test istatistiği 2,105 olarak saptanmıştır. Aşağıda bağımlı değişkenin 2 gecikmeli değerinin modele dahil edilmesi sonucunda hesaplanan analiz sonuçları verilmektedir.

Tablo 4.5. Bağımlı Değişkenin İki Gecikmeli Değeri Alınarak Yapılan Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken: DR				
Dönem: 1996 - 2006				
Gözlem Sayısı: 55, Kesit Sayısı: 5				
Değişken	**Katsayı**	**Std. Sp.**	**t-İstatistiği**	**Olasılık**
C	0.397487	0.033307	11.93393	0.0000
DEP	0.291936	0.164679	1.772757	0.0839
EFT	-0.030779	0.009916	-3.104124	0.0035
FCF	-0.001122	0.000874	-1.282804	0.2069
IED	-0.344001	0.123391	-2.787892	0.0081
GO	-0.005058	0.003330	-1.518679	0.1367
MVFL	0.000313	0.001055	0.296641	0.7683
TANG	-0.072976	0.035926	-2.031261	0.0489
ROA	-0.597712	0.066154	-9.035107	0.0000
AR(1)	1.238382	0.130426	9.494871	0.0000
AR(2)	-0.733797	0.136435	-5.378381	0.0000
R^2	0.949173	Durbin-Watson İstatistiği		**2.105353**
Düzeltilmiş R^2	0.931384			
Regresyona Ait Std. Sp.	1.110415			
F-İstatistiği	53.35631			
F-İstatistiği Olasılığı	0.000000			

Sonuç itibariyle veriler arasındaki oto korelasyon sorununu ortadan kaldırmak için modeldeki bağımlı değişkenin 1 ve 2 gecikmeli değerleri modele eklenerek modeldeki otokorelasyon sorunu ortadan kaldırılmıştır. Bağımlı değişkenin 1 ve 2 gecikmeli değerlerinin eklenmesi sonucunda analizde kullanılan modelin son şekli aşağıdaki gibi olmaktadır.

$$DR=\beta_1 + \beta_2\, GO_{it} + \beta_3\, MVFL_{it} + \beta_4\, TANG_{it} + \beta_5\, EFT_{it} + \beta_6\, DEP_{it} + \beta_7\, ROA_{it} + \beta_8\, FCF_{it} + \beta_9\, IED_{it} + \beta_{10}\, DR_{i,t-1} + \beta_{11}\, DR_{i,t-2} + \varepsilon_{it}$$

Modelde;

DR: Toplam Borç Oranını

GO: Büyüme Fırsatları Değişkenini
MVFL: Firma Büyüklüğünü
TANG: Sabit Varlıkların Payını
EFT : Efektif Vergi Oranını
DEP: Vergiye Kalkanına Tabii Olan Borç Dışı Giderleri
ROA: Karlılığı
FCF: Yaratılan Nakit Akımlarını
IED: Net Ticari Kredi Pozisyonunu
$DR_{i,t-1}$: Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Değerini
$DR_{i,t-2}$: Bağımlı Değişkenin 2 Gecikmeli Değerini
ε_i:Hata terimini ifade etmektedir.

Gerçekleştirilen analiz sonucunda analiz süreci 1996-2006 yılları arasında gerçekleşmiştir. Gecikmeli değerler modele dahil edildiğinde ilk planlanan analiz sürecindeki (1994-2006) ilk iki yıl modelden çıktığı için analiz süreci 1996-2006 yılları arasında gerçekleşmiştir.

Analizin gerçekleştirildiği Eviews 5.1 programında değişen varyansın varlığı normality ve histogram gösterimi ile incelenmektedir. Söz konusu program tahmin sırasında düzeltmeyi olanaklı kılmaktadır. Tahminde PANEL EGLS / cross-section (SUR) seçilip tahmin yapıladığında düzeltme sonrası sonuçlar verilmektedir. Bu düzeltme katsayılarla değil t istatistikleriyle ilgili bir düzenlemeyi içermektedir. Bu düzeltme sonrası yapılan analizin ismi uygulanabilir genelleştirilmiş en küçük kareler tahmini (feasible generalised least squares estimation) olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla gözlem sonuçları arasındaki farklarda (residuals) bulunan değişen varyans sorunu (heteroscedasticity) uygulanabilir genelleştirilmiş en küçük kareler tahmin edicisiyle (feasible generalized least squares estimation) giderilmiştir. Aşağıda analiz sonuçlarını özetleyen tablo verilmiştir.

Analiz sonucunda t testlerine göre İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinde 1996-2006 yılları arasında efektif vergi oranı (EFT), sabit varlıkların payı (TANG), karlılık (ROA) ve net ticari kredi pozisyonu (IED) değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Buna karşın serbest nakit akımları (FCF), vergi kalkanına tabii borç dışı giderler (DEP), büyüme fırsatları (GO)

ve firma büyüklüğü (MFVL) değişkenleri ile konaklama işletmelerinin kaldıraç düzeyiyle herhangi bir anlamlı istatistiksel ilişki saptanamamıştır.

Tablo 4.6. Tüm Dönemi (1996-2006) Kapsayan Analiz Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Sp.	t-İstatistiği	Olasılık
C	0.397487	0.033307	11.93393	0.0000
DEP	0.291936	0.164679	1.772757	0.0839
EFT	-0.030779	0.009916	-3.104124	0.0035
FCF	-0.001122	0.000874	-1.282804	0.2069
IED	-0.344001	0.123391	-2.787892	0.0081
GO	-0.005058	0.003330	-1.518679	0.1367
MVFL	0.000313	0.001055	0.296641	0.7683
TANG	-0.072976	0.035926	-2.031261	0.0489
ROA	-0.597712	0.066154	-9.035107	0.0000
AR(1)	1.238382	0.130426	9.494871	0.0000
AR(2)	-0.733797	0.136435	-5.378381	0.0000
R^2	0.949173	Durbin-Watson İstatistiği		2.105353
Düzeltilmiş R^2	0.931384			
Regresyona Ait Std. Sp.	1.110415			
F-İstatistiği	53.35631			
F-İstatistiği Olasılığı	0.000000			

Sonuçlara değişken bazında bakıldığında dengeleme teorisine göre EFT ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki vardır, buna karşın finansal hiyerarşi teorisine göre EFT ile kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki belirsizdir. İMKB'deki konaklama işletmelerinde ise, kaldıraç düzeyiyle EFT arasında negatif ilişki saptanmıştır. Elde edilen bu sonuç dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerini desteklememektedir. Konuyla ilgili yapılan çalışmalarda, EFT ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır (DeAngelo ve Masulis, 1980; Haugen ve Senbet, 1986; Graham 1996; Newberry, 1998; Graham, 2003; Brigham ve Houston, 2004; Qian, Tian ve Wirjanto, 2007). Turizm sektörüne yönelik olarak da Upneja ve Dalbor (1999) borçlanma sonrası efektif vergi oranlarıyla borçlanma politikası arasında zayıf bir negatif ilişki saptamıştır. Dalbor ve Upneja (2002), ABD'deki halka açık restoran işletmelerinde efektif vergi oranlarının uzun vadeli borçlanma düzeyi üzerinde etkili olmadığını saptamışlardır. Bu bağlamda, ilgili değişkene ait elde edilen bu sonucun genel literatür ile farklılık gösterdiğini söylemek mümkündür.

Dengeleme teorisine göre TANG ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır. Finansal hiyerarşi teorisinde ise sabit varlıkların payı ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif, kısa vadeli borçlanma ile negatif ilişki bulunmaktadır. Temsilcilik maliyeti

teorisinin özsermaye maliyeti yaklaşımına göre kaldıraç ile sabit varlıkların payı arasında negatif ilişki buna karşın borç maliyeti yaklaşımına göre kaldıraç ile sabit varlıkların payı arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Analiz sonuçlarına göre İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinde sabit varlıkların payı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Elde edilen bu sonuç finansal hiyerarşi teorisi ile temsilcilik maliyeti teorisinin özsermaye maliyeti yaklaşımını desteklemektedir. Konuyla ilgili olarak gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler (Booth, Aivazian, Kunt ve Maksimoviç 2001; Chen, 2004; Fattough, Scaramozzino ve Haris, 2003; Pandey, 2004; Zou ve Xiao, 2006), gelişmiş ülkelerdeki işletmeler (Chen ve Hammes, 1997; Gaud, Jani, Hoesli ve Bender, 2005) ve turizm sektörü (Upneja ve Dalbor, 2001; Tang ve Jang, 2007) üzerinde yapılan çalışmalarda sabit varlıkların payı ile kaldıraç düzeyi (uzun vadeli borç düzeyi) arasındaki ilişki pozitif olarak saptanmıştır. Ancak ülkemizde ki borç bulma imkanları, ekonomik ve siyasi istikrar nedeniyle firmaların daha çok kısa vadeli yabancı kaynak kullanması TANG değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişkinin nedeni olabilir ve bu sonuç Feidakis ve Rovolis (2007) ile Qian, Tian ve Wirjanto (2007) çalışmalarıyla Türkiye ile ilgili yapılan çalışmalarda (Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006) elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre ROA ile kaldıraç arasında negatif ilişki, dengeleme teorisine göre ise pozitif ilişki bulunmaktadır. Analiz sonuçlarına göre ROA değeri ile kaldıraç düzeyleri arasında negatif ilişki saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisi desteklemektedir. Analiz sonucunda elde edilen bu sonuç farklı ülkeler ve farklı sektörlere yönelik olarak daha önce yapılan ampirik çalışmalar ile (Barton ve Gordon, 1988; Allen, 1991; Rajan ve Zingales, 1995; Wiwattanakantang, 1999; Hall, Patrick ve Nicos 2000; Pandey, 2001; Fama ve French, 2002; Chen, 2004; Patrick ve Nicos 2004; Huang ve Song, 2006; Akhtar, 2005; Brierley ve Bunn, 2005; Pandey, 2004; Tong ve Green, 2005; Feidakis ve Rovolis, 2007; Mazur, 2007; Qian, Tian ve Wirjanto, 2007; Tortop, 2007; Daskalakis ve Psillaki, 2008), yine ülkemize yönelik olarak yapılan çalışmalarla (Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu; 2006) paralellik göstermektedir. Mallikarjunappa ve Goveas (2007) Hindistan'daki ilaç şirketleri üzerinde yaptıkları çalışmada karlılık ile borçlanma düzeyi arasında önemli bir ilişki bulmamışlardır. Turizm sektörüne yönelik olarak yapılan Phillips ve Sipahioğlu (2004) ve Tang ve Jang (2007) çalışmalarında da konaklama

işletmelerinde karlılık değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında önemli bir ilişki saptanamamıştır.

Finansal hiyerarşi teorisine göre IED ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Dengeleme teorisine göre bu değişkenle ilgili olarak yaptığımız teorik araştırmada herhangi bir bilgiye rastlamamıza rağmen firma içinde yaratılan bir fon niteliğinde olan net ticari kredi pozisyonunun artmasıyla birlikte risk firmanın düzeyinin de azalmasıyla firmanın daha kolay borçlanabileceği ve dolayısıyla dengeleme teorisine göre bu değişken ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu tarafımızca düşünülmektedir. Bu çalışmada analize dahil konaklama işletmelerinde IED ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemekte ve Colombo'nun (2001) elde ettiği sonuçlarla paralellik göstermektedir.

Dengeleme teorisinde FCF ile kaldıraç düzeyi arasındaki ilişki pozitiftir. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise kaldıraç düzeyi ile serbest nakit akımları arasında negatif ilişki söz konusudur. Temsilcilik maliyeti teorisine göre özellikle düşük hızda büyüyen büyük firmalarda serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu çalışmada analize dahil konaklama işletmelerinde FCF ile kaldıraç düzeyi arasında bir ilişki saptanamamıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi ile dengeleme teorilerini desteklememektedir. Elde edilen bu sonuç serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasındaki ilişkiyi pozitif olarak saptayan (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Westphalen, 2002) ve negatif olarak saptayan çalışmalardan (Colombo, 2001; Bontempi, 2002) farklılık göstermektedir. Buna karşın turizm sektörüne yönelik yapılan Tang ve Jang (2007) çalışmasında serbest nakit akımları ile borçlanma düzeyi arasında önemli bir ilişki bulunamamıştır. Bu bağlamda elde ettiğimiz sonuç ile Tang ve Jang (2007) çalışmasında elde edilen sonuç paralellik göstermektedir.

Finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisine göre vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır (DeAngelo ve Masulis, 1980; Myers, 1984; Myers ve Majluf, 1984; Fama ve French, 2002; Akhtar ve Oliver, 2005). Bu analizde, konaklama işletmelerinde DEP ile kaldıraç düzeyi arasında bir ilişki saptanamamıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi ile dengeleme teorilerini desteklememektedir. Elde edilen bu sonuç DEP ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptayan çalışmalar (Fama ve French, 2002; Deesomsak, Paudyal ve Pescetto,

2004; Graham, Lang, Shackelford, 2004; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006; Qian, Tian ve Wirjanto 2007) ile DEP ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptayan çalışmalardan (Hol ve Wijst, 2006; Mallikarjunappa ve Goveas, 2007) farklılık göstermektedir. Turizm sektörüne yönelik olarak Erickson ve Trevino (1994), ABD'deki havayolu şirketlerinde vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ile leasing kullanımı arasında negatif ilişki saptamıştır. Upneja ve Dalbor (2001) ise ABD'de halka açık konaklama işletmelerinde bu değişken ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki saptamışlardır. Bu bağlamda elde edilen sonuç genel olarak literatürden farklılık göstermektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre büyüme fırsatı değişkeni (GO) ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Dengeleme teorisine göre ise bu değişken ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Temsilcilik maliyeti teorisine göre ise bu değişken ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Sermaye yaşam evresi teorisine göre de büyüme fırsatları değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Bu çalışmada analize dahil konaklama işletmelerinde GO ile kaldıraç düzeyi arasında bir ilişki saptanamamıştır. Bu sonuç dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerinden farklılaşmaktadır. Konuyla ilgili yapılan çalışmalarda büyüme fırsatları değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında genelde pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır (Zou ve Xiao, 2006; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006; Feidakis ve Rovolis, 2007). Huang ve Song, (2006), büyüme fırsatları değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki olduğunu saptayan bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Dalbor ve Upneja (2002) ise turizm sektörüne yönelik olarak restoran işletmelerinde büyüme fırsatları değişkeni ile uzun vadeli kaldıraç düzeyi arasındaki negatif ilişkinin varlığını saptamışlardır. Buna karşın Tang ve Jang, (2007), çalışmalarında hem konaklama işletmelerinde hem de software işletmelerinde büyüme fırsatları değişkeni ile uzun vadeli kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişkiyi saptamışlardır. Yine Dalbor ve Upneja (2001) konaklama işletmelerinde büyüme fırsatları değişkeni ile uzun vadeli kaldıraç düzeyi arasında ilişkiyi pozitif olarak belirlemişlerdir. Dolayısıyla bu çalışmada GO değişkeni elde edilen sonucun literatürden farklılık gösterdiği söylenebilir.

Dengeleme teorisine göre firma büyüklüğü (MVFL) ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki olmalıdır. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise firma büyüklüğü ile kaldıraç

düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. İşaret teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Temsilcilik maliyeti teorisine göre ise kaldıraç ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. 1996-2006 yılları arasındaki analize dahil konaklama işletmelerinde MVFL ile kaldıraç düzeyi arasında bir ilişki saptanamamıştır. Bu sonuç dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerini desteklememekte ve literatürde genel olarak kaldıraç düzeyiyle firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi pozitif olarak saptayan çalışmalardan (Chen ve Hammes, 1997; Fama ve French, 2002; Dalbor ve Upneja, 2002; Deesomsak, Paudyal ve Pescetto, 2004; Pandey, 2004; Gaud, Jani, Hoesli ve Bender, 2005; Huang ve Song, 2006; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006; Zou ve Xiao, 2006; Qian, Tian ve Wirjanto, 2007; Tortop 2007; Feidakis ve Rovolis, 2007; Daskalakis ve Psillaki, 2008) farklılık göstermektedir. Buna karşın Barton ve Gordon (1988) ise firma büyüklüğü ile borçlanma düzeyi arasında önemli bir ilişki bulamamışlardır. Bununla birlikte turizm sektörüne yönelik yapılan çalışmalarda Upneja ve Dalbor (2001) ve Tang ve Jang (2007) ABD'deki halka açık konaklama işletmelerinde firma büyüklüğü ile borçlanma arasında önemli bir ilişki saptamamışlardır ve bu çalışmada elde edilen sonuçla paralellik göstermektedir.

Genel olarak 1996-2006 yıllarını kapsayan analiz sonuçlarına göre, İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinde 1996-2006 yılları arasında EFT, TANG, ROA ve IED değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Buna karşın FCF, DEP, GO ve MFVL değişkenleri ile konaklama işletmelerinin kaldıraç düzeyi ile anlamlı bir istatistiki ilişki saptanamamıştır. Genel olarak sonuçlar değerlendirildiğinde, daha çok finansal hiyerarşi teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılsa da İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını ne finansal hiyerarşi teorisinin ne de dengeleme teorisinin tam olarak açıkladığı sadece değişken bazında bu teorileri açıkladığı söylenebilir.

4.1.5.2.2. Alt Döneme Ait (2000-2006) Dinamik Panel Analiz Sonuçları

Analizin amaçları doğrultusunda analize dahil konaklama işletmesi sayısını arttırmak amacıyla 2000 yılında İMKB'de işlem görmeye başlayan konaklama işletmelerinden (Tek-Art Turizm A.Ş., Favori Dinlenme Yerleri A.Ş. ve Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş.) analize uygun verileri olanlardan iki tanesi (Tek-

Art Turizm A.Ş. ve Favori Dinlenme Yerleri A.Ş.) analize dahil edilmiş ve 2000-2006 yılları arasında analiz tekrarlanmıştır. 2000-2006 yıllarını kapsayan alt döneme ait analizde toplam 49 gözlem gerçekleşmiştir. Bu analizde hata terimleri arasında otokorelasyon sorunu saptanmamıştır. Dolayısıyla bağımlı değişkenin 1 ve 2 gecikmeli değerleri modele dahil edilmemiş ve yukarıda ifade edilen ilk model tahmin edilmiştir. Tablo 4.7.'de ilgili analiz sonuçları verilmiştir.

2000-2006 yıllarını kapsayan analiz sonuçlarına göre, İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinde 2000-2006 yılları arasında sabit varlıkların payı (TANG), firma büyüklüğü (MVFL), karlılık (ROA) ve vergi kalkanına tabii borç dışı giderler (DEP) değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ve anlamlı bir istatistiki ilişki saptanmıştır. IED ile kaldıraç düzeyi arasında ise pozitif ve anlamlı istatistiki ilişki saptanmıştır. Buna karşın, serbest nakit akımları (FCF), efektif vergi oranı (EFT) ve büyüme fırsatları (GO) değişkenleri ile konaklama işletmelerinin kaldıraç düzeyiyle anlamlı herhangi istatistiki bir ilişki saptanamamıştır.

Tablo 4.7. Alt Dönemi (2000-2006) Kapsayan Analiz Sonuçları

Değişken	Katsayı	Std. Sp.	t-İstatistiği	Olasılık
C	0.722881	0.105884	6.827110	0.0000
DEP	-1.891417	0.982700	-1.924715	0.0627
EFT	-0.013705	0.020843	-0.657554	0.5153
FCF	0.004503	0.003086	1.459067	0.1537
IED	1.517871	0.556961	2.725273	0.0101
GO	0.023171	0.014539	1.593706	0.1203
MVFL	-0.007770	0.002319	-3.350985	0.0020
TANG	-0.400712	0.115363	-3.473503	0.0014
ROA	-0.932298	0.264427	-3.525732	0.0012
R^2	0.876526	Durbin-Watson İstatistiği		1.935504
Düzeltilmiş R^2	0.825683			
Regresyona Ait Std. Sp.	0.111604			
F-İstatistiği	17.24004			
F-İstatistiği Olasılığı	0.000000			

Dengeleme teorisine göre, TANG ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır. Finansal hiyerarşi teorisinde ise sabit varlıkların payı ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif, kısa vadeli borçlanma ile negatif ilişki bulunmaktadır. Temsilcilik maliyeti teorisinin özsermaye maliyeti yaklaşımına göre kaldıraç ile sabit varlıkların payı arasında negatif ilişki, buna karşın borç maliyeti yaklaşımına göre kaldıraç ile sabit varlıkların payı arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. 2000-2006 yıllarını kapsayan

analiz sonuçlarına göre İMKB'de hisseleri işlem göre yedi konaklama işletmesinde sabit varlıkların payı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Elde edilen bu sonuç finansal hiyerarşi teorisi ile temsilcilik maliyeti teorisinin özsermaye maliyeti yaklaşımını desteklemektedir. Konuyla ilgili olarak gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler (Booth, Aivazian, Kunt ve Maksimoviç 2001; Chen, 2004; Fattough, Scaramozzino ve Haris, 2003; Pandey, 2004; Zou ve Xiao, 2006), gelişmiş ülkelerdeki işletmeler (Chen ve Hammes, 1997; Gaud, Jani, Hoesli ve Bender, 2005) ve turizm sektörü (Upneja ve Dalbor, 2001; Tang ve Jang, 2007) üzerinde yapılan çalışmalarda sabit varlıkların payı ile kaldıraç düzeyi (uzun vadeli borç düzeyi) arasındaki ilişki pozitif olarak saptanmıştır. Ancak Türkiye'de ki borç bulma imkanları, ekonomik ve siyasi istikrar nedeniyle firmaların daha çok kısa vadeli yabancı kaynak kullanması TANG değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişkinin nedeni olabilir ve bu sonuç Feidakis ve Rovolis (2007) ile Qian, Tian ve Wirjanto (2007) çalışmalarıyla Türkiye ile ilgili yapılan çalışmalarda (Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006) elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre, ROA ile kaldıraç arasında negatif ilişki, dengeleme teorisine göre ise pozitif ilişki bulunmaktadır. Analiz sonuçlarına göre analize dahil konaklama işletmelerinin ROA değeri ile kaldıraç düzeyleri arasında negatif ilişki saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemekte ve farklı ülkeler ve farklı sektörlere yönelik olarak daha önce yapılan ampirik çalışmalar ile (Barton ve Gordon, 1988; Allen, 1991; Rajan ve Zingales, 1995; Wiwattanakantang, 1999; Hall, Patrick ve Nicos 2000; Pandey, 2001; Fama ve French, 2002; Chen, 2004; Patrick ve Nicos 2004; Huang ve Song, 2006; Akhtar, 2005; Brierley ve Bunn, 2005; Pandey, 2004; Tong ve Green, 2005; Feidakis ve Rovolis, 2007; Mazur, 2007; Qian, Tian ve Wirjanto, 2007; Tortop, 2007; Daskalakis ve Psillaki, 2008), yine ülkemize yönelik olarak yapılan çalışmalarla (Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu; 2006) paralellik göstermektedir. Ancak turizm sektörüne yönelik olarak yapılan Phillips ve Sipahioğlu (2004) ve Tang ve Jang (2007) çalışmalarında, konaklama işletmelerinde karlılık değişkeni ile kaldıraç düzeyi arasında önemli bir ilişki saptanamamıştır.

Dengeleme teorisine göre, firma büyüklüğü (MVFL) ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki olmalıdır. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise firma büyüklüğü ile kaldıraç

düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. İşaret teorisine göre firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Temsilcilik maliyeti teorisine göre ise kaldıraç ile firma büyüklüğü arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Alt döneme ait analiz sonuçlarına göre borsada işlem gören konaklama işletmelerinde MVFL kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Erickson ve Trevino (1994), Chen (2004), Mazur (2007) çalışmalarında firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır ve bu değişkenle ilgili 2000-2006 yılları arasında gerçekleştirilen analiz sonucuyla paralellik göstermektedir.

Finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisine göre, DEP ile kaldıraç arasında negatif ilişki bulunmaktadır. 2000-2006 yıllarını kapsayan analiz sonuçlarına göre borsaya kote konaklama işletmelerinde DEP ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Elde edilen bu sonuç DEP ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptayan çalışmalar (Fama ve French, 2002; Deesomsak, Paudyal ve Pescetto, 2004; Graham, Lang, Shackelford, 2004; Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu, 2006; Qian, Tian ve Wirjanto 2007) ile Upneja ve Dalbor (2001) tarafından ABD'deki halka açık konaklama işletmeleri üzerinde yaptıkları çalışma ile paralellik göstermektedir.

Finansal hiyerarşi teorisine göre, IED (net ticari kredi pozisyonu) ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Dengeleme teorisine göre bu değişkenle ilgili olarak yapılan teorik araştırmada herhangi bir bilgiye rastlamamıza rağmen firma içinde yaratılan bir fon niteliğinde olan net ticari kredi pozisyonunun artmasıyla birlikte risk firmanın düzeyinin de azalmasıyla firmanın daha kolay borçlanabileceği ve dolayısıyla dengeleme teorisine göre bu değişken ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu tarafımızca düşünülmektedir. 2000-2006 yıllarını kapsayan analiz sonuçlarına göre borsada işlem gören konaklama işletmelerinde IED ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Bu sonucun dengeleme teorisini desteklediği tarafımızca düşünülmektedir. Colombo (2001), net ticari kredi pozisyonu ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulmuştur. Dolayısıyla alt dönemde IED değişkenine ait analiz sonucunun bu çalışmadan farklılık gösterdiği söylenebilir.

2000-2006 yıllarına ait analiz sonuçlarına göre, İMKB'ye kote olan konaklama işletmelerinde TANG, MVFL, ROA ve DEP değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında

negatif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki saptanmıştır. IED ile kaldıraç düzeyi arasında ise pozitif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki saptanmıştır. Buna karşın, FCF, EFT ve GO değişkenleri ile konaklama işletmelerinin kaldıraç düzeyiyle bir istatistiki olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır.

Aşağıdaki tabloda hem tüm dönem (1996-2006) hem de alt döneme ait (2000-2006) dinamik panel analiz sonuçlarına göre modeldeki değişkenlerin kaldıraç düzeyi ile arasındaki ilişkilerin yönü ve finansal hiyerarşi ile dengeleme teorilerine göre değişkenlerin alması gereken işaretler verilmiştir.

Aşağıdaki tablo incelendiğinde TANG ve ROA değişkenlerinin hem tüm hem de alt dönemde kaldıraç düzeyi ile negatif ilişki içersinde bulunduğu ve finansal hiyerarşi teorisinin bu değişkenler açısından geçerli olduğu söylenebilir. IED değişkeni açısından ise tüm dönemde finansal hiyerarşi teorisinin alt dönemde ise dengeleme teorisi geçerlidir. EFT değişkeni açısından ise tüm dönemde iki teoriye uyuşmadığı alt dönemde ise finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu görülmektedir.

Tablo 4.8. Tüm Dönem ve Alt Dönem Analiz Sonuçları ile Dengeleme ve Finansal Hiyerarşi Teorilerinin Varsayımları

	EFT	TANG	ROA	IED	GO	FCF	DEP	MVFL
Tüm Dönem Analiz Sonuçları	-	-	-	-	∅	∅	∅	∅
Alt Dönem Analiz Sonuçları	∅	-	-	+	∅	∅	-	-
Dengeleme Teorisi	+	+	+	+	-	+	-	+
Finansal Hiyerarşi Teorisi	∅	-	-	-	+	-	-	-

+: Değişkenin kaldıraç düzeyi ile pozitif ilişkide olduğunu göstermektedir.
-: Değişkenin kaldıraç düzeyi ile negatif ilişkide olduğunu göstermektedir.
∅: Değişkenin kaldıraç düzeyi ile anlamlı bir ilişkide olmadığını göstermektedir.

DEP ve MVFL değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında tüm dönemde ilişki saptanmadığı buna karşın alt dönemde negatif ilişki saptandığı ve alt dönem açısından finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu görülmektedir. Her iki dönemde de GO ve FCF değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında herhangi bir ilişki bulunmamakta ve bu değişkenler açısından iki teorinin de geçerli olmadığı görülebilir. Genel olarak 1996-2006 ile 2000-2006 yıllarını kapsayan analiz sonuçları değerlendirildiğinde daha çok finansal hiyerarşi teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılsa da İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını finansal hiyerarşi teorisinin ve

dengeleme teorisinin tam olarak açıklayamadığı ancak değişken bazında açıklayabildiğini söylemek mümkündür.

4.2. Türk Turizm Sektöründe Faaliyet Gösteren Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Anket Yöntemiyle Tespiti

Dördüncü bölümün bu kısmında; analizin amacı ve önemi açıklanmış, araştırmanın süreci ile kısıtlarından bahsedilmiştir. Daha sonra, analizin evreni ve örneklemi ile analizde kullanılan anket soruları tanımlanmıştır. Bunu takiben, araştırma soruları tanımlanmış, kullanılan analiz yöntemi açıklanmış ve analizden elde edilen bulgular ile bu bulguların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

4.2.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu analizin amacı; özellikle hisse senetleri borsada işlem görmeyen Türk konaklama işletmelerinin fon gereksinimlerini karşılamada kullandıkları finansal kaynak seçimlerinin, borçlanma kararlarının ve sermaye yapılarını belirleyen değişkenlerin saptanması, buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliğinin araştırılmasıdır.

Her ne kadar finans literatüründe sermaye yapısı teorisi yıllardır işlense de, turizm sektörüne yönelik olarak ise çok az çalışma yapıldığı görülmektedir. Özellikle Türk konaklama işletmelerine yönelik olarak Özer ve Yamak (2000) tarafından gerçekleştirilen ve İstanbul'daki küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını analiz eden bir anket çalışması dışında Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren ancak hisse senetleri borsada işlem görmeyen ve daha geniş bir örneklemi oluşturan konaklama işletmelerine yönelik olarak anketli bir çalışmaya rastlanamamıştır. Bu bağlamda bu analizin hem literatüre hem de uygulamacılara katkı yapacağı düşünülmektedir.

4.2.2. Araştırma Süreci

Çalışmanın amaçları doğrultusunda Graham ve Harvey (2001) ile Özer ve Yamak (2000) çalışmalarında uygulanan anketler temel alınarak oluşturulan anket, Türk konaklama işletmelerine elektronik posta ve posta yoluyla gönderilmiştir. Bu bağlamda anket ile veri toplama süreci aşağıda maddeler halinde açıklanmaya çalışılmaktadır;

- 2007 Şubat-Nisan: Anketin hazırlanması ve ön testler gerçekleştirilmiştir.
- 2007 Mayıs'tan itibaren anketler elektronik postası bulunan konaklama işletmelerine internet ortamında gönderilmeye başlanmıştır.
- 2007 Haziran ayından itibaren bir kargo firmasıyla iletişime geçilmiş ve anketlerin ilgili konaklama işletmelerine posta yoluyla gönderilmesi, izlenmesi ve geri toplanması hususunda anlaşılarak 200 anket posta yoluyla Antalya, Alanya ve Kemer'de faaliyet gösteren konaklama işletmelerine gönderilmiş ancak ilgili konaklama işletmelerinden hiçbir dönüş sağlanamamıştır.
- 2007 Eylül Ayından itibaren TTYD (Türkiye Turizm Yatırımcıları Derneği) ile iletişime geçilmiş ve TTYD üyelerine anketler gönderilmiştir.
- 2007 Ekim Ayından itibaren TUROB (Türkiye Otelciler Birliği) ile iletişime geçilmiş ancak istenen destek sağlanamamıştır.
- 2008 Ocak Ayından itibaren Kültür ve Turizm Bakanlığı çalışmamıza destek kararı almış ve İzmir, İstanbul, Antalya ve Eskişehir Kültür ve Turizm il müdürlüklerine gerekli yazıları yazarak bu illerdeki konaklama işletmelerinin ankete katılmaları için gerekli çalışmaların yapılmasını talep etmiştir.
- 2007 Kasım ayından itibaren; aşağıdaki internet adreslerine anket link olarak konulmuş ve katılımcıların bu anketi daha kolay doldurmaları için gerekli bilgilendirmeler yapılmıştır.

    - http://www.cember.net/forums/showarticle/1112324
    - http://www.otelcionline.com/?Jm1vZHVsPWZvcnVtJmZvcnVtX2lkPTE...=
    - http://88.255.133.90/sc_forum_dosyalar/Anket_Sermaye_Yapisi.doc

- 2008 Mayıs ayından itibaren ise İstanbul'da faaliyet gösteren bir araştırma kuruluşuyla iletişime geçilerek bu şirketten ilgili anketin belirlenen konaklama işletmelerine ulaştırılması ve geri toplanması hususunda destek alınmıştır.

Yapılan bu girişimlerden sonra Türkiye Cumhuriyeti Kültür ve Turizm Bakanlığı 2006 yılı verilerine göre 2475 turizm işletmesi belgeli konaklama işletmesinden elektronik posta adresine ulaşılabilen 850 tanesine elektronik posta ile, 300 tanesine ise posta yoluyla anketler gönderilmiş ve toplam 163 konaklama işletmesinden geri dönüş sağlanmıştır.

4.2.3. Araştırmanın Kısıtları

Anketlerin gönderilmesi ve geri toplanması sürecinde sözkonusu araştırmada aşağıda sıralanan kısıtlarla karşılaşılmıştır.

- Türk konaklama işletmelerinde vergisel kaygılardan dolayı düzgün muhasebe kayıtlarının tutulmadığı saptanmıştır.
- Türk konaklama işletmelerinde genellikle finans departmanının olmadığı ve işletmeyle ilgili mali işlerin muhasebe departmanı tarafından gerçekleştirildiği ancak muhasebe müdürlerinin konu ile ilgili bilgi eksikliği içerisinde bulundukları saptanmıştır.
- Ankette sorulan finansal verilere ilişkin sorulara gerek anlaşılamaması gerekse de gizlilik gerekçisiyle cevap verilmek istenmediği saptanmış ve rakamsal bazda finansal verilere ilişkin sorulara hemen hemen hiç yanıt alınamamıştır.
- Turizm sektöründe işgören devrinin fazla olması nedeniyle finans veya muhasebe müdürlerinin sürekli işletme değiştirmesi neticesinde bu yöneticilerin ilgili konaklama işletmelerinin mali geçmişleri hakkında bilgiye sahip olmadıkları belirlenmiştir.

4.2.4. Evren ve Örneklem

Araştırmanın evreni Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren turizm işletmesi belgeli konaklama işletmeleridir. Türkiye Cumhuriyeti Kültür ve Turizm Bakanlığı'nın 2006 yılı verilerine göre Türk turizm sektöründe 2475 turizm işletmesi belgeli konaklama işletmesi bulunmaktadır. Bu bağlamda bu araştırmanın evrenini 2475 turizm belgeli konaklama işletmesi oluşturmaktadır. Churchill (1991), evrenden belirlenen örneklem büyüklüğünün %95 güvenirlik düzeyinde en az evren büyüklüğünün %25'i

kadar olması gerektiğini ve bu örneklem büyüklüğünün evreni temsil edebileceğini belirtmiştir.

Bu bağlamda araştırmada adreslerine ulaşılabilen 1150 adet konaklama işletmesi çalışmanın örneklem sayısı olarak belirlenmiştir. Bu işletmelerden elektronik posta adresine ulaşılabilen 850 tanesine elektronik posta ile, 300 tanesine ise posta yoluyla anketler gönderilmiştir. Anket gönderilen 1150 konaklama işletmesinden 163 tanesi çalışmamıza katılmıştır. Dolayısıyla çalışmada geri dönüş oranı %14,17 olarak gerçekleşmiştir. $n=(0,50x0,50)/(e/z)^2$ formülü kullanıldığında, %95 güvenilirlik ve 0,075 duyarlılık için örneklem büyüklüğünün yaklaşık 170 civarında olması gerektiği söylenebilir (Kurtuluş, 1998, 235). Burada %95 güvenilirlik için z=1,96, duyarlılık (e=0,075) alınmıştır. Dolayısıyla çalışmada elde edilen 163 gözlemlik örneklemin yeterli olacağı söylenebilir.

Konuyla ilgili olarak daha önce yapılan ve anket uygulaması içeren çalışmalarda anket gönderilen işletme sayıları ile anketlerin geri dönüş oranları aşağıdaki tabloda verilmektedir. Tablo 4.9. incelendiğinde sermaye yapısıyla ilgili daha önce yapılan anket uygulamalı çalışmalarda geri dönüş oranının %1,7 ile %86,3 arasında değiştiği görülmektedir.

Tablo 4.9. Sermaye Yapısı İle İlgili Yapılan Anketli Araştırmalarda Anket Gönderilen ve Ankete Cevap Veren İşletme Sayısı

Çalışma	Anket Gönderilen İşletme Sayısı	Ankete Katılan İşletme Sayısı	Geri Dönüş Oranı (%)
Ang, Fatemi ve Rad (1997)	180	38	%21
Özer ve Yamak (2000)	117	101	%86,3
Graham ve Harvey (2001)	4440	392	%9
Brounen, Jong ve Koedijk (2005)	2500	313	%13
Frielinghaus, Mostert ve Firer (2005)	4620	81	%1,7
Beattie, Goosacre ve Thomson (2006)	831	198	%23
Grundströmer ve Gustafsson (2007)	83	32	%39
Yılgör ve Yücel (2007)	750	382	%51

4.2.5. Yöntem

Araştırma Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin finans veya muhasebe yöneticilerine yönelik anket çalışmasını kapsamaktadır. Araştırmada kullanılan anket Graham ve Harvey (2001) ile Özer ve Yamak (2000) çalışmalarında uygulanan anketler temel alınarak oluşturulmuş ve öntestler yapıldıktan sonra gerekli düzeltmeler gerçekleştirilerek araştırmanın örneklemine gönderilmeye başlanmıştır. Ankette toplam 18 soru bulunmaktadır. Anketteki ilk 5 soru konaklama işletmesini tanımak amacıyla sorulmuştur. Diğer sorular ise Türk konaklama işletmelerinin ilk kuruluş yatırımlarında fon gereksinimlerini hangi finansal kaynaklardan karşıladıklarını, devam eden faaliyetlerinde fon gereksinimlerini hangi finansal kaynaklardan karşılamaya devam ettiklerini ve gelecekteki yatırım planlarında fon gereksinimlerini hangi finansal kaynaklardan karşılamayı düşündüklerini, temel finansal sorunlarını, finansal kaynakların vade ve miktarını etkileyen faktörleri ve konaklama işletmelerinin 2003-2005 yıllarına ait finansal verilerini saptamaya yönelik sorulardan oluşmaktadır. İlgili anket soruları çalışmanın ekler kısmında verilmiştir.

Araştırmada 163 konaklama işletmesinden kullanılabilir veri elde edilmiştir. Elde edilen veriler öncelikle genel olarak incelenmiş ve frekans dağılımları yorumlanmaya çalışılmıştır. Ayrıca ankete cevap veren konaklama işletmeleri çeşitli kriterlere göre farklı gruplara ayrılarak bu gruplar arasında ankette sorulan sorulara verdikleri cevapların farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmiştir. Bu kriterlerden ilki yıldız sayısıdır. Ankete cevap veren konaklama işletmelerinin büyük bir çoğunluğunun otel işletmesi olması nedeniyle konaklama işletmesi türüne göre bir ayrım yapılamamış bunun yerine ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre finansman tercihlerinin ve temel finansal sorunlarının değişip değişmediği **kikare** ve **anova** analizi ile ölçülmeye çalışılmıştır. Diğer bir kriter ise büyüklüktür. Ankete cevap veren konaklama işletmeleri, istihdam ettikleri personel sayılarına göre küçük, orta ve büyük işletmeler olmak üzere üç gruba ayrılmış ve büyüklüğe göre finansman tercihlerinin ve temel finansal sorunlarının değişip değişmediği **kikare** ve **anova** analizi ile ölçülmeye çalışılmıştır. İstihdam edilen personel sayısına göre büyüklük belirlenirken Avrupa Birliği Komisyonu'nun Küçük ve Orta Ölçekli İşletme (KOBİ) tanımından yararlanılmıştır. Bu tanıma göre (Yılmaz, 2003, 2);

0-49 arasında personel istihdam eden işletmeler küçük

50-249 arasında personel istihdam eden işletmeler orta

250 ve daha fazla personel istihdam eden işletmeler ise büyük işletme olarak ifade edilmektedir.

Ki kare ve anova analizleri ile ilgili olarak ilgili araştırma sorularına ait alt hipotezler kurulmuş ve bu hipotezler ilgili analiz yöntemleri kullanılarak SPSS 15 paket programı ile test edilmiştir.

4.2.6. Araştırma Soruları

Araştırmanın amaçları doğrultusunda aşağıdaki araştırma sorularına cevap aranmış ayrıca yıldız sayısı ve büyüklük, ile sermaye yapısı kararları arasında ilişkiyi ölçmek amacıyla bazı araştırma sorularına ait alt hipotezler kurularak bu hipotezler test edilmiştir. İlgili hipotezler, çalışmanın ekler kısmında ifade edilmiştir.

1) Türk konaklama işletmelerinde ilk kuruluş yatırımlarının finansmanı hangi finansal kaynaklardan sağlanmaktadır?

2) Türk konaklama işletmelerinde mevcut faaliyetlerin finansmanı hangi finansal kaynaklardan sağlanmaktadır?

3) Türk konaklama işletmelerinin karşılaştığı en önemli finansal sorunlar nelerdir?

4) Türk konaklama işletmelerinde finansal gereksinimleri karşılamada nasıl bir hiyerarşi izlenmektedir?

5) Türk konaklama işletmelerinde geleceğe yönelik bir yatırım planlanmakta mıdır? Eğer planlanıyorsa bu planlanan yatırım hangi finansal kaynaklardan fonlanması düşünülmektedir?

6) Türk konaklama işletmelerinde yabancı kaynağın bleşimi nasıldır?

7) Türk konaklama işletmelerinde yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörler nelerdir?

8) Türk konaklama işletmelerinde yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörler nelerdir?

9) Türk konaklama işletmelerinde gelecek 3 yıl içersinde hedef borçlanma oranı var mıdır?

10) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre ilk kuruluş yatırımında kullandıkları finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

11) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre mevcut faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

12) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre karşılaştıkları en önemli finansal sorunlar değişmekte midir?

13) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

14) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre gelecekte planlanan yatırımların finansmanında kullanılacak finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

15) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre kullanılan yabancı kaynağın bileşimi değişmekte midir?

16) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre kullanılan yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörler değişmekte midir?

17) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre kullanılan yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörler değişmekte midir?

18) Ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayısına göre gelecek 3 sene için ortalama yabancı kaynak / aktif toplamı oranı hedeflemesi yapılmakta mıdır?

19) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre ilk kuruluş yatırımında kullandıkları finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

20) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre mevcut faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

21) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre karşılaştıkları en önemli finansal sorunlar değişmekte midir?

22) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

23) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre gelecekte planlanan yatırımların finansmanında kullanılacak finansal kaynak tercihleri değişmekte midir?

24) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre kullanılan yabancı kaynağın bileşimi değişmekte midir?

25) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre kullanılan yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörler değişmekte midir?

26) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre kullanılan yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörler değişmekte midir?

27) Ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre gelecek 3 sene için ortalama yabancı kaynak / aktif toplamı oranı hedeflemesi yapılmakta mıdır?

4.2.7. Bulgular

Bu kısımda öncelikle uygulanan anket ile elde edilen betimleyici veriler sunulmuştur. Daha sonra ankette bulunan sorulara verilen cevaplar genel olarak değerlendirilmiştir.

4.2.7.1. Betimleyici Veriler

Çalışma kapsamında uygulanan ankete katılan 163 konaklama işletmesinden 140 tanesi otel işletmesi, 1 tanesi motel, 8 tanesi butik otel, 8 tanesi tatil köyü ve 1 tanesi pansiyondur. 5 tane ise konaklama işletmesi türüne yanıt vermemiştir. Tablo 4.10'da ankete katılan konaklama işletmelerinin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.10. Ankete Katılan Konaklama İşletmelerinin Dağılımı

		Frekans	**%**
Geçerli Cevaplar	Otel	140	88,6
	Motel	1	0,6
	Butik Otel	8	5,1
	Tatil Köyü	8	5,1
	Pansiyon	1	0,6
	Toplam	**158**	**100,0**
Kayıp		5	
Toplam		163	

Tablo 4.10 incelendiğinde ankete katılan konaklama işletmelerinin büyük çoğunluğunun (%88,6) otel işletmesi olduğu görülmektedir. Diğer konaklama işletmelerinin frekans dağılımları çok düşük olduğu için konaklama işletmesi türüne göre bir analiz gerçekleştirilememiştir. Bunun yerine otel işletmelerinin sahip oldukları yıldız sayılarına göre farklılaşan finansman kararları analiz edilmeye çalışılmıştır. Araştırmaya katılan 140 otel işletmesinden 70 tanesi 5 yıldızlı, 58 tanesi 4 yıldızlı ve12 tanesi 3 yıldızlı otel işletmesidir. Tablo 4.11'de ankete katılan otel işletmelerinin yıldız sayılarına göre dağılımı verilmektedir. Tablo 4.11. incelendiğinde ankete katılan otel

işletmelerinin %50'sinin 5 yıldızlı olduğu, %41,4'ünün 4 yıldızlı olduğu ve %8,6'sının 3 yıldızlı olduğu görülmektedir.

Tablo 4.11. Ankete Katılan Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Dağılımı

Otel İşletmesi	Frekans	%
5 Yıldızlı Oteller	70	50,0
4 Yıldızlı Oteller	58	41,4
3 Yıldızlı Oteller	12	8,6
Toplam	140	100,0

Konaklama işletmelerinin faaliyette bulunduğu bölgeye göre yapılan ayrımda ise ankete katılan 163 konaklama işletmesinin 31 tanesi Akdeniz Bölgesi'nde, 49 tanesi Ege Bölgesi'nde yine 49 tanesi Marmara Bölgesi'nde ve 34 tanesi İç Anadolu Bölgesi'nde faaliyet göstermektedir. Tablo 4.12'de ankete katılan konaklama işletmelerinin faaliyette bulunduğu bölgeye göre dağılımı verilmektedir. Tablo 4.12. incelendiğinde ankete katılan konaklama işletmelerinin faaliyette bulundukları bölgeler itibariyle birbirine yakın bir dağılım gösterdiği görülmektedir.

Tablo 4.12. Ankete Katılan Konaklama İşletmelerinin Bölgelerine Göre Dağılımı

Bölgeler	Frekans	%
Akdeniz Bölgesi	31	19,0
Ege Bölgesi	49	30,1
Marmara Bölgesi	49	30,1
İç Anadolu Bölgesi	34	20,9
Toplam	**163**	**100,0**

Konaklama işletmelerinin hukuki yapılarına göre yapılan ayrımda, cevabı geçerli 159 konaklama işletmesinin 10 tanesi şahıs şirketi, 31 tanesi limited şirket, 118 tanesi ise anonim şirketi olduğunu belirtmiştir. 4 konaklama işletmesinin cevabı ise geçersizdir. Tablo 4.13'de ankete katılan konaklama işletmelerinin hukuki yapılarına göre dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.13. Konaklama İşletmelerinin Hukuki Yapılarına Göre Dağılımı

		Frekans	%
Geçerli Cevaplar	Şahıs Şirketi	10	6,3
	Limited Şirket	31	19,5
	Anonim Şirket	118	74,2
	Toplam	**159**	**100,0**
Kayıp		4	
Toplam		**163**	

Tablo 4.13. incelendiğinde ankete katılan ve verileri kullanılabilir olan konaklama işletmelerinin ağırlıklı olarak anonim şirket olduğu görülmektedir. Konaklama işletmelerinin %74,2'si anonim şirket, %19,5'i limited şirket ve %6,3'ü şahıs şirketidir.

Araştırmaya personel bilgilerini veren 160 konaklama işletmesinden personel sayılarına göre 45 tanesi küçük, 85 tanesi orta, 30 tanesi ise büyük ölçekli işletmedir. Tablo 4.14.'de konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.14. Ankete Katılan Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğüne Göre Dağılımı

		Frekans	**%**
Geçerli Cevaplar	Küçük	45	28,1
	Orta	85	53,1
	Büyük	30	18,8
	Toplam	160	100,0
Kayıp		3	
Toplam		**163**	

Araştırmaya katılan konaklama işletmelerinin faaliyette bulundukları süre, sahip oldukları oda ve yatak sayısı ile ortalama personel sayılarıyla ilgili özet istatistikler Tablo 4.15.'de verilmektedir.

Tablo 4.15. Özet İstatistikler

DEĞİŞKENLER	**N**	**Minimum**	**Maksimum**	**Ortalama**	**Standart Sapma**
Süre	151	0,5	100.0	13,917	14,2380
Oda Sayısı	156	22	2476	265,96	331,329
Yatak Sayısı	157	44	5737	567,55	784,538
Personel Sayısı	160	5	1331	158,16	184,642

4.2.7.2. Türk Konaklama İşletmelerinin İlk Kuruluş Yatırımlarında Finansman Tercihleri

Uygulanan ankette 6. soru olarak konaklama işletmelerinin ilk kuruluş yatırımlarını finanse ederken en fazla kullandıkları 3 finansal kaynağı işaretlemeleri istenmiştir. Bu soruya 147 konaklama işletmesi cevap vermiştir. 16 işletme ise bu soruya cevap vermemiştir. Tablo 4.16'da çalışmaya katılan konaklama işletmelerinin ilk kuruluş yatırımlarındaki finansman tercihlerinin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.16. incelendiğinde ankete cevap veren konaklama işletmelerinin ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında en fazla olarak sırasıyla özsermaye, banka kredisi ve teşviklerden yararlandıkları görülmektedir. İlgili soruya cevap veren 147 konaklama işletmesinin %84,4'ü ilk kuruluş yatırımında yararlandıkları finansal kaynaklar arasında özsermayelerin de bulunduğunu ifade etmiştir. İkinci olarak konaklama işletmelerinin %39,5'i ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında banka kredilerinden de yararlandıklarını, %27,2'si ise teşviklerden de faydalandıklarını belirtmişlerdir. İlk kuruluş yatırımının finansmanında en az kullanılan finansman kaynağı ise yeni hisse senedi ihracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Özer ve Yamak (2000), İstanbul'daki küçük ölçekli konaklama işletmeleri üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmada bu işletmelerin ilk kuruluş yatırımlarında en fazla kullanılan finansal kaynağın kişisel fonlar olduğunu saptamışlardır. Akyüz ve diğerleri (2006) ise Türkiye'nin Karadeniz Bölgesi'nde ormancılık sektöründe faaliyet gösteren mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelerin ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında daha çok iç fonları tercih ettiklerini saptamışlardır. Yılgör ve Yücel (2007), Adana ve Mersin illerindeki sınai işletmelerinin ilk kuruluş yatırımlarında özsermaye kullandıklarını belirlemişlerdir.

Tablo 4.16. Konaklama İşletmelerinin İlk Kuruluş Yatırımlarındaki Finansman Tercihleri

Banka Kredisi	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	89	60,5
Kullanan	58	39,5
Toplam	147	100,0
Teşvikler	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	107	72,8
Kullanan	40	27,2
Toplam	147	100,0
Özsermaye	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	23	15,6
Kullanan	124	84,4
Toplam	147	100,0
Satıcı Kredisi	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	139	94,6
Kullanan	8	5,4
Toplam	147	100,0
Kalkınma ve Turizm Bankası Kredisi	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	133	90,5
Kullanan	14	9,5
Toplam	147	100,0
Yeni Hisse Senedi İhracı	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	142	96,6
Kullanan	5	3,4
Toplam	147	100,0

Bu soruyla elde edilen sonuç dengeleme teorisini destekler niteliktedir. Dengeleme teorisine göre yaşça daha küçük olan firmaların geleceği hakkında asimetrik bilgi düzeyi yüksektir. Yüksek asimetrik bilgi de daha düşük kaldıraca neden olmaktadır. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise bir firmanın yaşı ne kadar küçük ise birikimli fonlara sahip olma imkanı daha az olmakta böylelikle kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklara ihtiyacı da artmaktadır. Bununla birlikte elde edilen bu sonucun nedenleri Türkiye'de dışsal finansman sağlayacak finans kurumlarının sınırlı sayıda olması ve borçlanma maliyetlerinin fazla olması şeklinde sıralanabilir. Ayrıca turizm sektörüne yönelik uygulanan teşvik düzenlemelerinin istenen düzeyde yatırımı teşvik edemediğini söylemek mümkündür. Bütün bu nedenler konaklama işletmelerinin kuruluş yatırımlarının finansmanında daha çok kendi özsermayelerinden yararlanmalarına neden olmuş olabilir.

4.2.7.3. Türk Konaklama İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerini Finansman Tercihleri

Uygulanan ankette 7. soru olarak konaklama işletmelerinin mevcut faaliyetlerini finanse ederken en fazla kullandıkları 3 finansal kaynağı işaretlemeleri istenmiştir. Bu soruya 155 konaklama işletmesi cevap vermiştir. İlgili soruya 8 işletme cevap vermemiştir. Tablo 4.17.'de çalışmaya katılan konaklama işletmelerinin mevcut faaliyetleri için yaptıkları finansman tercihlerinin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.17. incelendiğinde ankete cevap veren konaklama işletmelerinin mevcut faaliyetlerinin finansmanında en fazla olarak sırasıyla alıkonan karların, banka kredilerinin ve satıcı kredilerinin kullanıldığı görülmektedir. Bu soruya cevap veren konaklama işletmelerinin %52,3'ü mevcut faaliyetlerinin finansmanında alıkonan karlardan yararlandıklarını, %46,5'i banka kredilerinden de yararlandıklarını ve %16,1'i satıcı kredilerinden de yararlandıklarını ifade etmişlerdir. Özer ve Yamak (2000) çalışmalarında da İstanbul'daki küçük ölçekli otel işletmelerinin mevcut faaliyetlerinin finansmanında en fazla alıkonan karların kullanıldığını saptamışlardır. Akyüz vd. (2006) ise Türkiye'nin Karadeniz Bölgesi'nde ormancılık sektöründe faaliyet gösteren mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelerin devam eden faaliyetlerin finansmanında daha çok iç fonları (öz sermaye, dağıtılmamış karlar gibi) tercih ettiklerini saptamışlardır.

Tablo 4.17. Konaklama İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri

Alıkonan Karlar	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	74	47,7
Kullanan	81	52,3
Toplam	155	100,0
Yeni Hisse Senedi İhracı	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	149	96,1
Kullanan	6	3,9
Toplam	155	100,0
Banka Kredisi	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	83	53,5
Kullanan	72	46,5
Toplam	155	100,0
Finansal Kiralama	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	141	91,0
Kullanan	14	9,0
Toplam	155	100,0
Faktoring	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	152	98,1
Kullanan	3	1,9
Toplam	155	100,0
Bireysel Borç Verenlerden	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	149	96,1
Kullanan	6	3,9
Toplam	155	100,0
Teşvikler	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	141	91,0
Kullanan	14	9,0
Toplam	155	100,0
Forfaiting	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	155	100
Satıcı Kredisi	**Frekans**	**%**
Kullanmayan	130	83,9
Kullanan	25	16,1
Toplam	155	100,0

Dolayısıyla elde edilen bu sonuçla konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi gereksinimlerini öncelikle iç fonlarla karşıladıklarını daha sonra yabancı kaynaklara yöneldiklerini söylemek mümkündür. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir. Yine yukarıdaki tablo incelendiğinde konaklama işletmelerinin mevcut faaliyetlerinin finansmanında forfaitinge hiç başvurmadıkları faktoringe ise çok az başvurdukları görülmektedir. Bu sonuç ilgili finansal tekniklerin Türk konaklama işletmeleri tarafından tercih edilmediği şeklinde yorumlanabilir.

4.2.7.4. Türk Konaklama İşletmelerinin Karşılaştığı En Önemli Finansal Sorunlar

Uygulanan ankette 8. soru olarak konaklama işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunlar sorulmuş ve verilen cevap alternatiflerinden birden fazlasını cevaplayabilecekleri ifade edilmiştir. İlgili soruya cevapları kullanılabilir 155 konaklama işletmesi yanıt vermiş, 8 konaklama işletmesi ise bu soruya yanıt vermemiştir. Tablo 4.18'de çalışmaya katılan konaklama işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunların dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.18. Türk Konaklama İşletmelerinin Karşılaştığı En Önemli Finansal Sorunların Dağılımı

Bankalardan Uygun Vadede Kredi Sağlanamaması	**Frekans**	**%**
Sorunu yok	131	84,5
Sorunu var	24	15,5
Toplam	155	100,0
Likidite ve Nakit Açığı Sorunu	**Frekans**	**%**
Sorunu yok	135	87,1
Sorunu var	20	12,9
Toplam	155	100,0
Yüksek Borçlanma Giderleri	**Frekans**	**%**
Sorunu yok	127	81,9
Sorunu var	28	18,1
Toplam	155	100,0
Yüksek Üretim Maliyetleri	**Frekans**	**%**
Sorunu yok	99	63,9
Sorunu var	56	36,1
Toplam	155	100,0
Düşük Kar Marjı	**Frekans**	**%**
Sorunu yok	96	61,9
Sorunu var	59	38,1
Toplam	155	100,0
Yüksek Vergi ve Harçlar	**Frekans**	**%**
Sorunu yok	73	47,1
Sorunu var	82	52,9
Toplam	155	100,0

Tablo 4.18. incelendiğinde ankete cevap veren konaklama işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunlar olarak sırasıyla yüksek vergi ve harçlar, düşük kar marjı ve yüksek üretim maliyetlerini işaretledikleri görülmektedir. Bu soruya cevap veren 155 konaklama işletmesinin %52,9'u yüksek vergi ve harçların, %38,1'i düşük kar marjının, %36,1'i yüksek üretim maliyetlerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunlardan olduklarını belirtmişlerdir. Özer ve Yamak (2000) ise İstanbul'da faaliyet gösteren küçük otel işletmelerinin en önemli finansal sorunlarını sırasıyla yetersiz kazançlar, yüksek girdi maliyetleri ve nakit açıkları olduğunu saptamışlardır.

Bu bağlamda bu soru ile elde edilen sonuçların Özer ve Yamak (2000) çalışmasıyla kısmen benzerlik gösterdiği söylenebilir. Yine bu araştırmada yüksek borçlanma giderleri ve bankalardan uygun vadede kredi bulunamaması konaklama işletmelerinin karşılaştıkları en önemli 4. ve 5. finansal sorunlar oldukları belirlenmiş ve bu sonuçların Özer ve Yamak (2000) çalışmasının sonuçları ile paralellik gösterdiği görülmüştür.

4.2.7.5. Türk Konaklama İşletmelerinin Fon Gereksinimlerini Karşılamada Kullandıkları Finansal Kaynakların Sıralaması

Uygulanan ankette 9. soru olarak konaklama işletmelerinin finansman gereksinimlerini karşılarken iç kaynaklar, yabancı kaynaklar ve yeni hisse senedi ihracı arasında finansman tercihleri sorulmuş ve bu tercihleri önem sıralarına göre sıralamaları istenmiştir. Bu bağlamda toplamda 152 konaklama işletmesi iç kaynakları, 137 konaklama işletmesi yabancı kaynakları ve 125 konaklama işletmesi yeni hisse senedi ihracını finansman tercihleri arasında göstermiştir. Tablo 4.19.'da konaklama işletmelerinin finansman tercihlerinin sıralamasının dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.19. Konaklama İşletmelerinin Finansman Tercihlerinin Sıralaması

	Ortalama	St. Sapma	1. Kaynak	2. Kaynak	3. Kaynak	Toplam
İç Kaynaklar	1,11	0,316	135	17	0	152
Yabancı Kaynaklar	1,95	0,560	25	94	18	137
Y.H. Senedi İhracı	2,86	0,353	0	18	107	125

Birincil kaynak olarak ise 135 konaklama işletmesi iç kaynakları ve 25 konaklama işletmesi de yabancı kaynakları belirtmiştir. Hiçbir konaklama işletmesi ise yeni hisse senedi ihracını birincil kaynak olarak belirtmemiştir. Bunun nedeni Türk konaklama işletmeleri açısından hisse senedi ihracının maliyetli ve zaman alıcı olması aynı zamanda hisse senedi piyasalarına açılmak istememeleri olabilir. Bunun yanında 94 konaklama işletmesi yabancı kaynağı, 18 konaklama işletmesi yeni hisse senedi ihracını ve 17 konaklama işletmesi de iç kaynakları ikincil kaynak olarak belirtmişlerdir. Üçüncül kaynak olarak 107 konaklama işletmesi ile yeni hisse senedi ihracı ilk sırada yer almaktadır. Sadece 18 konaklama işletmesi yabancı kaynakları üçüncül kaynak olarak ifade etmiş, buna karşın hiçbir konaklama işletmesi iç kaynakları

üçüncül kaynak olarak ifade etmemişlerdir. Bu sonuç firmaların fon ihtiyacı olması halinde öncelikle iç fonları, daha sonra yabancı kaynakları ve en sonunda hisse senedi ihracına başvurması gerektiğini öne süren finansal hiyerarşi teorisi ile uyum göstermektedir Elde edilen sonuç Allen (1991), Beattie, Goosacre ve Thomson (2006), Erkan ve Aydemir (2006) çalışmalarıyla paralellik göstermektedir.

4.2.7.6. Türk Konaklama İşletmelerinin Planladıkları Yatırımlar İçin Öngörülen Finansman Tercihleri

Uygulanan ankette 10. soruda konaklama işletmelerinin gelecek 3 yıl içinde herhangi bir yatırım planlayıp planlamadıkları eğer planlıyorlarsa yatırımın türü sorulmuştur. Öncelikle Tablo 4.20.'de konaklama işletmelerinin gelecek 3 yıl içinde yatırım planı olup olmadığı yönünde verdikleri cevapların dağılımı verilmektedir. Cevapları değerlendirmeye alınan 159 konaklama işletmesinin %62,9'u gelecek 3 yıl içinde bir yatırım planı olduğunu ifade etmişlerdir.

Tablo 4.20. Konaklama İşletmelerinin Gelecekte Yatırım Planlarının Olup Olmadığı Yönünde Verdikleri Cevapların Dağılımı

Gelecek 3 Yıl İçinde Yatırım Planı Var mı?	Frekans	%
EVET	100	62,9
HAYIR	59	37,1
Toplam	159	100,0

Tablo 4.21.'de ise gelecek 3 yıl içersinde planlanan yatırım türlerinin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.21. incelendiğinde 99 konaklama işletmesinin planladıkları yatırım türlerini cevapladığı ve bu konaklama işletmelerinin %58,6'sının yenileme yatırımı, %36,4'ünün genişleme yatırımı, %20,2'sinin yeni konaklama tesisi yatırımı ve %4'ünün başka sektöre yatırım planladıkları görülmektedir. Bu bağlamda konaklama işletmelerinin gelecek 3 yıl içersinde en fazla yenileme yatırımı planladığı en az ise başka sektöre yatırım yapmayı planladığını söylemek mümkündür.

Tablo 4.21. Konaklama İşletmelerinin Gelecekte Planladıkları Yatırımların Türlerinin Dağılımı

Yenileme Yatırımı	Frekans	%
Planı yok	41	41,4
Planı var	58	58,6
Toplam	99	100,0
Genişleme Yatırımı	**Frekans**	**%**
Planı yok	63	63,6
Planı var	36	36,4
Toplam	99	100,0
Yeni Konaklama Tesisi Yatırımı	**Frekans**	**%**
Planı yok	79	79,8
Planı var	20	20,2
Toplam	99	100,0
Başka Sektöre Yatırım	**Frekans**	**%**
Planı yok	95	96,0
Planı var	4	4,0
Toplam	99	100,0

Uygulanan ankette 11. soruda konaklama işletmelerinin gelecek 3 yıl içinde planladıkları yatırımı hangi finansal kaynaklarla (iç kaynaklar, yabancı kaynaklar ve yeni hisse senedi ihracı) finanse etmeyi planladıkları sorulmuştur. İlgili soruya 100 konaklama işletmesi analize uygun cevap vermiştir. 63 konaklama işletmesi ise ya hiç cevap vermemiş ya da analize uygun cevap vermemiştir. Tablo 4.22.'de konaklama işletmelerinin gelecekte planladıkları yatırımları finansman tercihlerinin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.22. incelendiğinde gelecekte planlanan yatırımların en fazla iç kaynaklarla finanse edilmesinin düşünüldüğünü, ikincil olarak yabancı kaynaklarla en son olarak da yeni hisse senedi ihracı ile finanse edilmesinin düşünüldüğü görülmektedir. Bu sonuçta finansal hiyerarşi teorisiyle paralellik göstermektedir.

Tablo 4.22. Konaklama İşletmelerinin Gelecekte Planladıkları Yatırımları Finansman Tercihlerinin Dağılımı

İç Kaynaklar	Frekans	%
Hayır	14	14,0
Evet	86	86,0
Toplam	100	100,0
Yabancı Kaynaklar	**Frekans**	**%**
Hayır	60	60,0
Evet	40	40,0
Toplam	100	100,0
Yeni Hisse Senedi İhracı	**Frekans**	**%**
Hayır	99	99,0
Evet	1	1,0
Toplam	100	100,0

4.2.7.7. Türk Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynak Birleşiminin Dağılımı

Uygulanan ankette 12. soruda konaklama işletmelerinin yabancı kaynaklarının bileşiminin dağılımı sorulmuştur. İlgili soruya 150 konaklama işletmesinin cevabı analize uygun olarak bulunmuş 13 konaklama işletmesi ise bu soruya cevap vermemiştir. Tablo 4.23.'de konaklama işletmelerinde yabancı kaynağın bileşiminin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.23. incelendiğinde bu soruya geçerli cevap veren 150 konaklama işletmesinin %44'ünün yabancı kaynak kullanmadığı, %24'ünün yabancı kaynaklarının daha çok uzun vadeli olduğu %21,3'ünün ise daha çok kısa vadeli olduğu görülmektedir. Konaklama işletmelerinin %10,7'si ise uzun ve kısa vadeli yabancı kaynakların eşit düzeyde kullanıldığını belirtmiştir. Bu bağlamda Türk konaklama işletmelerinin genel olarak yabancı kaynak kullanımından kaçınma eğiliminde olduğunu ve finansman gereksinimlerini iç fonlardan sağladıklarını söylemek mümkündür.

Tablo 4.23. Konaklama İşletmelerinin Yabancı Kaynak Bileşiminin Dağılımı

	Frekans	%
Uzun ve Kısa Vadeli Borçlar Eşit Düzeyde Kullanılmaktadır	16	10,7
Yabancı Kaynak Kullanılmamaktadır	66	44,0
Daha çok kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır	32	21,3
Daha çok uzun vadeli borçlardan oluşmaktadır	36	24,0
Toplam	150	100,0

4.2.7.8. Türk Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörler

Uygulanan ankette 13. soruda konaklama işletmelerine uzun ve kısa vadeli borçlanma kararlarını etkileyen faktörlerden en önemli 3 tanesini işaretlemeleri istenmiştir. İlgili soruya 141 konaklama işletmesi analize uygun şekilde cevap vermiştir. 22 konaklama işletmesi ise bu soruya analize uygun olarak cevap vermemiştir. Tablo 4.24.'te konaklama işletmelerinin kısa ve uzun vadeli borçlanma kararlarını etkileyen faktörlerin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.24. Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

Kısa ve Uzun Vadeli Borç Arasındaki Faiz Oranı Farkı	**Frekans**	**%**
Hayır	93	65,9
Evet	48	34,1
Toplam	141	100,0
Ortak veya Hissedarların Getiri Beklentileri	**Frekans**	**%**
Hayır	107	75,9
Evet	34	24,1
Toplam	141	100,0
Varlıkların Ekonomik Ömrü İle Borcun Vadesinin Uyumu	**Frekans**	**%**
Hayır	99	70,2
Evet	42	29,8
Toplam	141	100,0
İşletmenin Kredi Notu	**Frekans**	**%**
Hayır	131	92,9
Evet	10	7,1
Toplam	141	100,0
Finansal Kaynağın Kullanılacağı Yatırımın Riskli Olup Olmaması	**Frekans**	**%**
Hayır	116	82,3
Evet	25	17,7
Toplam	141	100,0
Geleceğe Yönelik Sektördeki Beklenti	**Frekans**	**%**
Hayır	61	43,3
Evet	80	56,7
Toplam	141	100,0

Tablo 4.24. incelendiğinde konaklama işletmelerinin kısa ve uzun vadeli borçlanma kararlarını en fazla etkileyen 3 faktörün sırasıyla geleceğe yönelik sektördeki beklenti, kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı ve varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu olduğu görülmektedir. Bu soruya cevap veren 141 konaklama işletmesinin %56,7'si turizm sektöründe geleceğe yönelik beklentiyi, %34,1'i kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkını, %29,8'i ise varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumunu borçlanmanın vadesini etkileyen faktörler olduğunu işaretlemişlerdir. İşletmenin kredi notu ise borçlanmanın vadesini en az etkileyen faktör olarak belirlenmiştir. Konaklama işletmelerinin sadece %7,1'i işletmenin kredi notunu borcun vadesini etkileyen bir faktör olarak işaretlemiştir. Graham ve Harvey (2001) çalışmasında Amerika'daki firmalarda borçlanmanın vadesini en fazla etkileyen faktörleri sırasıyla varlıkların vadesiyle borç vadesinin uyumu, kötü zamanlarda yeniden finansmanın riskini minimize etmeyi ve kısa ve uzun

vadeli borç arasındaki faiz oranı farkını saptamışlardır. Türk konaklama işletmeleri açısından elde edilen bu sonuç özellikle turizm sektörünün sistematik riske çok duyarlı olması, satış ve talebin değişkenlik göstermesi nedeniyle sektördeki konaklama işletmelerinin kullanacakları yabancı kaynağın vadesini belirlerken sektördeki beklentiye çok önem verdikleri şeklinde yorumlanabilir ve Grundströmer ve Gustafsson (2007) çalışmasıyla uyum göstermektedir. Yine konaklama işletmelerinin borçlanmanın vadesine karar verirken Türkiye'deki kısa ve uzun vadeli borçlanma arasındaki faiz oranı farkına dikkat ettikleri ve üçüncü olarak da konaklama işletmelerinin aktif yapısının büyük ölçüde sabit varlıklardan oluşması nedeniyle borcun vadesi ile varlıkların vadesi arasında uyuma çok dikkat ettikleri böylelikle nakit giriş ve çıkışlarında uyum sağlamayı amaçladıklarını söylemek mümkündür.

4.2.7.9. Türk Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörler

Uygulanan ankette 14. soruda konaklama işletmelerine kullandıkları yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlerden en önemli 3 tanesini işaretlemeleri istenmiştir. İlgili soruya 115 konaklama işletmesi analize uygun şekilde cevap vermiştir. 43 konaklama işletmesi ise bu soruya analize uygun olarak cevap vermemiştir.

Tablo 4.25. Konaklama İşletmelerinde Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

	Geçerli Cevap	Frekans		%	
		Hayır	Evet	Hayır	Evet
Borç Faizinin Vergiden İndirilmesi	115	104	11	90,4	9,6
İşletme Ortaklarının veya Hissedarlarının Getiri Beklentileri	115	105	10	91,3	8,7
Sektördeki Diğer Firmaların Ortalama Borç Miktarı	115	111	4	96,5	3,5
Faiz Oranının Düşük veya Yüksek Olması	115	84	31	73,0	27,0
Kredi Notu	115	109	6	94,8	5,2
İşlem Giderleri ve Ücretler	115	99	16	86,1	13,9
Ortakların Tabii Olduğu Gelir Vergisi Oranı	115	114	1	99,1	0,9
Kazanç ve Nakit Akımlarındaki Dalgalanma	115	94	21	81,7	18,3
Finansal Sıkıntı ve İflas İhtimali	115	107	8	93,0	7,0
Bankaların Kredi Politikaları	115	104	11	90,4	9,6
Yeterli İç Fonların Bulunup Bulunmaması	115	87	28	75,7	24,3
Geleceğe Yönelik Sektördeki Beklenti	115	79	36	68,7	31,3
Yatırımın Riskli Olup Olmaması	115	99	16	86,1	13,9

Tablo 4.25. incelendiğinde konaklama işletmeleri açısından yabancı kaynağın miktarını etkileyen en önemli faktörün geleceğe yönelik sektördeki beklenti olduğu

görülmektedir. İlgili soruya cevap veren 115 konaklama işletmesinin %31,3'ü bu seçeneği işaretlemiştir. Dolayısıyla Türk konaklama işletmelerinde borçlanmanın vadesini ve miktarını etkileyen en önemli faktörün geleceğe yönelik turizm sektöründeki beklenti olduğunu söylemek mümkündür. Bu sonuç özellikle turizm sektörünün geleceğinin yapısı gereği belirsizlik içersinde olması ve konaklama işletmelerinin sezon öncesi gerçekleştirecekleri garanti oda satışları ve ulaşacakları oda doluluk oranlarına göre borçlanma kararlarını verdikleri şeklinde yorumlanabilir. Konaklama işletmelerinde yabancı kaynağın miktarını etkileyen ikinci önemli faktör faiz oranlarının düzeyi olarak belirlenmiştir. Konaklama işletmelerinin %27'si bu faktörü işaretlemiştir. Bu sonuçta konaklama işletmelerinin sektördeki gelişmelere paralel olarak ekonomideki faiz oranlarına ve piyasadaki gelişmelere dikkat ederek borçlanmanın miktarına karar verdikleri şeklinde yorumlanabilir. Konaklama işletmelerinde yabancı kaynak miktarını etkileyen üçüncü faktör ise yeterli iç fonların mevcut olup olmaması olarak belirlenmiştir. Bu sonuçta yine konaklama işletmelerinin finansman gereksinimlerini öncelikle iç fonlarla karşılama eğiliminde bulundukları, borçlanmanın iç fonların yetersiz olduğunda başvurulabilecek bir kaynak olarak değerlendirildiği ve bu bağlamda mevcut iç fonlarının düzeyine göre borçlanma miktarına karar verdikleri şeklinde yorumlanabilir ve finansal hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir. Borç faizinin vergiden indirilmesi, finansal sıkıntı ve iflas riski, sektördeki diğer işletmelerin ortalama borç düzeyi, kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma ve borçlanma sürecinde katlanılan işlem maliyetleri faktörleri dengeleme teorisini açıklayan faktörler olarak sorulmuştur. Ancak bu faktörlerden en fazla kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma cevabı işaretlenmiştir (konaklama işletmelerinin %18,3'ü). Konaklama işletmelerinin %13,9'u ise işlem giderleri ve ücretleri işaretlemişlerdir. Dengeleme teorisini açıklayan diğer alternatif cevapların işaretlenme yüzdesi ise %10'un altında gerçekleşmiştir. Bu durum dengeleme teorisini destekler nitelikte değildir.

Graham ve Harvey (2001) gerçekleştirdikleri çalışmada Amerika'da işletmelerin yabancı kaynak miktarını etkileyen en önemli faktörleri sırasıyla finansal esneklik sağlama kaygısı, kredi notu ve kazanç ile nakit akımlarındaki dalgalanma olarak belirlemişlerdir. Bancel ve Mitto (2004) ise finansal esneklik, kredi derecelendirmesi ve borcun vergi avantajını firmaların borç politikasını en fazla etkileyen değişkenler olarak belirlemişlerdir. Erkan ve Aydemir (2006) ise Türkiye'de yaptıkları çalışmada yabancı

kaynağın miktarını belirleyen en önemli 3 faktörü sırasıyla kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma, finansal esneklik ve üst yönetimin etkin çalışmasını sağlamak olarak belirlemişlerdir. Yılgör ve Yücel (2007) ise Adana ve Mersin illerindeki işletmeler üzerindeki yaptıkları çalışmada işletmelerin borç kullanma politikasını etkileyen en önemli faktörleri sırasıyla iç kaynakların yetersiz olması, firmanın piyasadaki itibarını korumak istemesi, piyasadaki faiz oranları ve finansal esneklik olarak belirlemişlerdir. Sonuç itibariyle farklı çalışmalarda birbirinden farklı sonuçların elde edilmesi borçlanma kararlarının sektöre, firmaya, ülkeye, coğrafi bölgeye ve araştırmanın yapılma zamanına göre değişmesinin bir sonucu olarak görülebilir.

4.2.7.10. Türk Konaklama İşletmelerinin Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumları

Uygulanan ankette 15. soruda konaklama işletmelerinin gelecek 3 yıl içersinde hedef bir borçlanma oranı hedeflerinin olup olmadığı sorulmuş ve eğer hedef bir borçlanma oranı varsa bu oranı yazmaları istenmiştir. Böylelikle konaklama işletmelerinin hedef borçlanma oranına olan tutumları ve borçlanma miktarı açısından konaklama işletmelerinin planlama yapıp yapmadıkları saptanmaya çalışılmış ve böylelikle konaklama işletmelerinin tutumlarının sermaye yapısı teorilerinden dengeleme teorisine mi yoksa finansal hiyerarşi teorisine mi daha yakın olduğunun belirlenmesi amaçlanmıştır. Çünkü dengeleme teorisinde, işletmelerin önceden belirledikleri hedef bir borçlanma oranları vardır ve işletmeler bu hedef doğrultusunda borçlanırlar. Finansal hiyerarşi teorisine göre ise işletmelerin önceden belirlenmiş hedef bir borçlanma oranları yoktur. İlgili soruya analize uygun olarak 157 konaklama işletmesi cevap vermiş, 6 konaklama işletmesi ise cevap vermemiştir. Tablo 4.26.'da konaklama işletmelerinin hedef borçlanma oranına sahip olup olmadıklarına yönelik verdikleri cevapların dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.26. Türk Konaklama İşletmelerinin Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı

Gelecek 3 Yıl İçersinde Hedef Borçlanma Oranınız Var mı?	Frekans	%
EVET	27	17,2
HAYIR	130	82,8
Toplam	157	100,0

Gerçekleştirilen analiz sonucunda 15. soruya cevap veren konaklama işletmelerinin %17,2'si gelecek 3 yıl içersinde hedef borçlanma oranına sahip olduğunu buna karşın %82,8 gibi büyük bir çoğunluğu ise hedef borçlanma oranına sahip olmadığı belirlenmiştir. Konaklama işletmelerinin büyük bir çoğunluğunun hedef borçlanma oranına sahip olmaması, bu işletmelerin sermaye yapısı kararlarında borç kullanımının fayda ve maliyetlerini dengelemek gibi bir amaç taşımadıklarını göstermektedir. Bu bağlamda elde edilen bu sonuçla örneklemi oluşturan Türk konaklama işletmelerinin dengeleme teorisine uyum göstermediği, buna karşın hedef borçlanma oranı planlamasının yapılmayacağını öne süren finansal hiyerarşi teorisiyle uyum gösterdiğini söylemek mümkündür. Gelişmiş ülkeleri kapsayan benzer araştırmalarda (Graham ve Harvey, 2001; Brounen, Jong ve Koedijk, 2005; Beattie, Goosacre ve Thomson, 2006) firmaların hedef borçlanma oranlarına sahip oldukları belirlenmiştir. Ang, Fatemi ve Rad (1997) ise Endonezya'daki işletmelerde hedef borç oranının belirlendiğini saptamışlardır. Türkiye'ye yönelik bölgesel bir araştırmayı gerçekleştiren Yılgör ve Yücel (2007) ise bu araştırmada bulunan sonuçla paralel sonuçlar elde etmiştir.

Yine yapılan analiz sonucunda hedef borç oranına sahip 27 konaklama işletmesinden hedef borç oranlarını verenlerin ortalama hedef borç oranlarının %43,08 olduğu belirlenmiştir. Hedef borç oranına sahip olduğunu belirten ve borç oranlarını veren 23 konaklama işletmesinin 10 tanesi büyük işletme, 13 tanesi ise küçük ve orta ölçekli işletmedir. Büyük konaklama işletmelerinin ortalama hedef borç oranı %31 olarak hesaplanmış buna karşın küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerinin hedef borç oranı ortalama %52,38 olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda hedef borç oranlarına sahip olan konaklama işletmelerinden büyük olanların küçük olanlara göre daha katı hedef borçlanma oranlarına sahip olduğunu söylemek mümkündür. Graham ve Harvey

(2001), çalışmalarında; büyük ölçekli işletmelerin, küçük ve orta ölçekli işletmelere göre daha katı hedef borçlanma oranına sahip olduklarını belirtmiştir.

4.2.7.11. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre İlk Kuruluş Yatırımında Kullandıkları Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı

Araştırmaya katılan 163 konaklama işletmesinin büyük çoğunluğunun (140 tane) otel işletmesi olması nedeniyle konaklama işletmesi türü ile yukarıda genel olarak incelenen sorular arasındaki ilişki ölçülememiş bunun yerine ankete cevap veren otel işletmelerinin yıldız sayısına göre sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkinin ölçülmesine karar verilmiştir. Ankete cevap veren otel işletmelerinin yıldızlarına göre dağılımı Tablo 4.27'de verilmektedir. Tablo 4.27. incelendiğinde 140 otel işletmesinin %50'sinin 5 yıldızlı, %41,4'ünün 4 yıldızlı, %8,6'sının ise 3 yıldızlı olduğu görülmektedir.

Tablo 4.27. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayılarına Göre Dağılımı

	Frekans	%
5 yıldızlı otel	70	50,0
4 yıldızlı otel	58	41,4
3 yıldızlı otel	12	8,6
Toplam	140	100,0

Ankete cevap veren otel işletmelerinin yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında kullandıkları finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişki ki kare yöntemi ile test edilmiştir. Öncelikle Tablo 4.28.'de otel işletmelerinin yıldız sayılarına göre ilk kuruluş yatırımlarını finansman tercihlerinin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.28. Otel İşletmelerinin İlk Kuruluş Yatırımlarındaki Finansman Tercihlerinin Yıldız Sayısına Göre Dağılımı

	Banka Kredisi	Teşvik	Özsermaye	Satıcı Kredisi	Kalk. ve Tur. Bank. Kredisi	Yeni Hisse Senedi İhracı
5* Otel	27	17	53	6	7	4
4* Otel	19	12	43	1	6	1
3* Otel	4	4	8	0	0	0
Toplam	**50**	**33**	**104**	**7**	**13**	**5**

Tablo 4.28 incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde ilk kuruluş yatırımlarında en fazla özsermayenin kullanıldığı görülmektedir. İlk kuruluş yatırımında ikinci olarak en fazla kullanılan finansal kaynak banka kredisi, üçüncü olarak da teşvikler olarak görülmektedir. Bu bağlamda ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında kullanılan finansal kaynakların tercih sırasının yıldız sayısına göre değişmediğini söylemek mümkündür. Bununla birlikte 3 yıldızlı otel işletmelerin ilk kuruluş yatırımlarında satıcı kredilerini, kalkınma ve turizm bankası kredisini ve yeni hisse senedi ihracını hiç kullanmadıkları göze çarpmaktadır. Bu finansal kaynakların 5 ve 4 yıldızlı otel işletmeleri tarafından da çok az kullanıldığı da belirlenmiştir.

Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımlarının finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-5) verilmiştir. Tablo 4.29.'da otel işletmelerinin yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımlarının finansman tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analiz sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.29. Yıldız Sayısıyla İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
Banka Kredisi	0,474	2	0,789
Teşvik	1.259	2	0,533
Özsermaye	0,122	2	0,941
Satıcı Kredisi	3,758	2	0,153
Kalk. ve Tur. Bank. Krd.	1,267	2	0,531
Yeni Hisse Senedi İhracı	1,860	2	0,395

Tablo 4.29.'daki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında banka kredisi, teşvik, özsermaye, satıcı kredisi, kalkınma ve turizm bankası kredisi ve yeni hisse senedi ihracı tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili soruyla kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir.

4.2.7.12. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Mevcut Faaliyetlerinin Finansmanında Kullandıkları Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı

Ankete cevap veren otel işletmelerinin yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişki ki kare yöntemi

ile test edilmiştir. Öncelikle Tablo 4.30.'da otel işletmelerinin yıldız sayılarına göre mevcut yatırımlarını finansman tercihlerinin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.30 incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde mevcut faaliyetlerinin finansmanında en fazla alıkonan karların daha sonra banka kredisinin üçüncü olarak da satıcı kredisinin kullanıldığı görülmektedir. Bu bağlamda mevcut faaliyetlerinin finansmanında kullanılan finansal kaynakların tercih sırasının yıldız sayısına göre değişmediğini söylemek mümkündür. Yine Tablo 4.30. incelendiğinde 3 yıldızlı otel işletmelerinin mevcut faaliyetlerinin finansmanında yeni hisse senedi ihracına, finansal kiralamaya, faktoringe ve teşviklere başvurmadığı belirlenmiştir.

Tablo 4.30. Otel İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihlerinin Yıldız Sayısına Göre Dağılımı

	Alıkonan Karlar	YH İhracı	Banka Kredisi	Fin. Kiralama	Faktoring	Bireysel Borç	Teşvik	Forfaiting	Sat. Kredisi
5• Otel	**38**	3	**35**	9	2	2	8	0	**14**
4• Otel	**29**	1	**22**	2	1	1	3	0	**4**
3• Otel	**7**	0	**5**	0	0	2	0	0	**3**
Toplam	74	4	62	11	3	5	11	0	21

Bu sonuç 3 yıldızlı otel işletmelerinin daha küçük olmaları nedeniyle yeni finansman teknikleri olarak kabul edilen faktoring, finansal kiralama ve yeni hisse senedi ihracından kaçındıklarını söylemek mümkündür. Buna karşın ilgili finansal kaynakların en fazla 5 yıldızlı otel işletmeleri tarafından tercih edildikleri görülmektedir. Bununla birlikte teşviklerden daha fazla 5 yıldızlı otel işletmelerinin yararlanması özellikle teşvik uygulamalarının turizm sektöründe tekrar gözden geçirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Yine hiçbir otel işletmesi forfaiting finansman tekniğini mevcut faaliyetlerinin finansmanında kullanmadığını ifade etmiştir. Genel olarak değerlendirilirse elde edilen bu sonucun finansal hiyerarşi teorisiyle uyum gösterdiğini söylemek mümkündür.

Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla mevcut yatırımlarının finansmanı için finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-6) verilmiştir. Tablo 4.31.'de ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerinin finansman tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.31. Yıldız Sayısıyla Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
Alıkonan Karlar	0,722	2	0,697
YH İhracı	1,163	2	0,559
Banka Kredisi	2,306	2	0,316
Finansal Kiralama	5,126	2	0,077*
Faktoring	0,490	2	0,783
Bireysel Borç	7,024	2	0,030**
Teşvik	2,908	2	0,234
Satıcı Kredisi	5,699	2	0,58

*0,10 Anlamlılık Düzeyinde **0,05 Anlamlılık Düzeyinde

Tablo 4.31'deki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerinin finansmanında alıkonan karlar, yeni hisse senedi ihracı, banka kredisi, faktoring, teşvik, forfating ve satıcı kredisi tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili finansman tercihleriyle ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Buna karşın yıldız sayısıyla finansal kiralama arasında ihtiyatlı da olsa (0,10 anlamlılık düzeyinde) bir ilişkinin olduğunu söylemek mümkündür. Yine yıldız sayısıyla bireysel borç tercihi arasında istatistiksel olarak güçlü bir ilişki (0,05 anlamlılık düzeyinde) olduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda finansal kiralama ve bireysel borç tercihleri ile ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilmektedir.

4.2.7.13. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Karşılaştıkları En Önemli Finansal Sorunların Dağılımı

Ankete cevap veren otel işletmelerinin yıldız sayısıyla karşılaştıkları en önemli finansal sorunlar arasındaki ilişki ki kare yöntemi ile test edilmiştir. Öncelikle Tablo 4.32.'de otel işletmelerinin yıldız sayılarına göre karşılaştıkları en önemli finansal sorunların dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.32. incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunun yüksek vergi ve harçlar (YVG) olduğu görülmektedir. Karşılan finansal sorunlardan ikinci ve üçüncü sıradaki olanlar ise yıldız sayısına göre farklılık gösterdiği belirlenmiştir. 5 yıldızlı otel işletmelerinde ikinci sırada karşılaşılan finansal sorun yüksek üretim maliyetleriyken (YÜM), 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde ise ikinci sıradaki finansal sorunun düşük kar marjı (DKM) olduğu belirlenmiştir. Düşük

kar marjı, 5 yıldızlı otel işletmeleri tarafından en önemli üçüncü finansal sorun olarak işaretlenirken, yüksek üretim maliyetleri 4 ve 3 yıldızlı otel işletmeleri tarafından üçüncü olarak en fazla işaretlenen finansal sorun olarak işaretlenmiştir.

Tablo 4.32. Otel İşletmelerinin Karşılaştıkları Finansal Sorunların Yıldız Sayısına Göre Dağılımı

	BUVKS	LNAS	YBG	YÜM	DKM	YVH
5* Otel	13	11	12	29	27	33
4* Otel	7	5	9	15	18	30
3* Otel	2	0	1	4	5	6
Toplam	22	16	22	48	50	69

BUVKS: Bankalardan Uygun Vadede Kredi Sağlanamaması
LNAS: Likidite ve Nakit Açığı Sorunu
YBG: Yüksek Borçlanma Giderleri
YÜM: Yüksek Üretim Maliyetleri
DKM: Düşük Kar Marjı
YVH: Yüksek Vergi ve Harçlar

Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla karşılaştıkları finansal sorunlar arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-7) verilmiştir. Tablo 4.33.'de ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla karşılaştıkları finansal sorunlar arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.33. Yıldız Sayısıyla Karşılaşılan Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
BUVKS	1,238	2	0,538
LNAS	3,460	2	0,095*
YBG	0,620	2	0,734
YÜM	4,133	2	0,127
DKM	1,421	2	0,491
YVH	0,120	2	0,942

*0,10 Anlamlılık Düzeyinde

Tablo 4.33'deki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan BUVKS, YBG, YÜM, DKM, YVH tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili finansal sorunlarına yönelik kurulan H_0 hipotezleri kabul edilmekte buna karşın H_1 hipotezleri ret edilmektedir. Buna karşın sadece LNAS ile yıldız sayısı arasında istatistiksel olarak ihtiyatlı (0,10 anlamlılık düzeyinde) kabul edilebilecek bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür.

4.2.7.14. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Fon Gereksinimleri Karşılamada Kullandıkları Finansal Kaynakların Sıralaması

Ankete cevap veren otel işletmelerinin yıldız sayısıyla fon gereksinimlerini karşılarken kullandıkları finansal kaynakları sıralaması arasındaki ilişki anova analiz yöntemi ile test edilmiştir. Öncelikle Tablo 4.34.'de otel işletmelerinin yıldız sayılarına göre finansal kaynakların sıralama tercihlerinin ortalama ve standart sapma değerlerinin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.34.'deki ortalama değerler incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde fon gereksinimlerinin karşılanmasında öncelikle iç kaynakların, daha sonra yabancı kaynakların ve en son olarak da yeni hisse senedi ihracının tercih edildiğini söylemek mümkündür. Bu sonuç genel olarak finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.

Tablo 4.34. Yıldız Sayısına Göre Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasının Dağılımı

		İç Kaynak	Yabancı Kaynak	YH İhracı
5* Oteller	Ortalama	1,05	2,08	2,77
	Gözlem Sayısı	64	62	56
	Std. Sapma	0,213	0,581	0,426
4* Oteller	Ortalama	1,13	1,91	2,91
	Gözlem Sayısı	55	46	44
	Std. Sapma	0,336	0,509	0,291
3* Oteller	Ortalama	1,08	2,00	2,90
	Gözlem Sayısı	12	10	10
	Std. Sapma	0,289	0,471	0,316

Otel işletmelerinin yıldız sayısının finansal kaynakların tercih sıralamasını etkileyip etkilemediğini test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-8) verilmiştir. Tablo 4.35.'de ise yıldız sayısıyla finansal tercihlerin sıralamasının değişip değişmediğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen Anova analizin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.35. Yıldız Sayısının Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasına Etkisinin Anova Analiziyle Test Edilmesi

	Kare toplamları	sd	Kare ortalamaları	F Değeri	p değeri
İç Kaynak	0,191	2	0,096	1,238	0,293
Yabancı Kaynak	0,743	2	0,371	1,247	0,291
YH İhracı	0,536	2	0,268	1,975	0,144

Tablo 4.35.'teki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısının finansal kaynak tercihlerinin sıralamasını etkilemediği bir başka ifadeyle otellerin yıldız sayısına göre finansal kaynak tercihlerine verdikleri önem sırasının değişmediğini söylemek mümkündür. Bu bağlamda kurulan H_0 hipotezi reddedilememektedir.

4.2.7.15. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansmanında Kullanılacak Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı

Burada öncelikle 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin gelecekte herhangi bir yatırım planlayıp planlamadıkları belirlenmeye çalışılmıştır. Daha sonra 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerin gelecekte planladıkları yatırımların türlerinin dağılımı belirlenmeye çalışılmıştır. En son olarak da yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında kullanılacak finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişki ki kare analizi ile ortaya konmaya çalışılmıştır.

Anket sonuçlarına göre cevap veren 67 adet 5 yıldızlı otel işletmesinden 44 tanesi gelecekte bir yatırım planının bulunduğunu ifade etmiştir. Bununla birlikte 58 adet 4 yıldızlı otel işletmesinden 34 tanesi ve 11 adet 3 yıldızlı otel işletmesinden 7 tanesi gelecek 3 yıl içersinde yatırım planının olduğunu belirtmiştir. Aşağıdaki tabloda yıldız sayısına göre gelecekte planlanan yatırım türlerinin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.36. incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otellerde gelecek 3 yıl içersinde en fazla planlanan yatırım türünün yenileme yatırımı, ikinci olarak ise genişleme yatırımının planlandığını söylemek mümkündür.

Tablo 4.36. Yıldız Sayısına Göre Gelecekte Planlanan Yatırım Türlerinin Dağılımı

	Yenileme Yatırımı		Genişleme Yatırımı		Yeni Konaklama İşl. Yatırımı		Başka Sektöre Yatırım	
	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Hayır	Evet
5* Otel	20	24	26	18	37	7	41	3
4* Otel	13	20	22	11	25	8	33	0
3* Otel	2	5	6	1	6	1	6	1
Toplam	**35**	**49**	**54**	**30**	**68**	**16**	**80**	**4**

Tablo 4.37.'de ise otel işletmelerinin yıldız sayısına göre gelecekte planladıkları yatırımları finansman tercihlerinin dağılımı özetlenmektedir.

Tablo 4.37. Yıldız Sayısına Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihlerinin Dağılımı

	İç Kaynaklar		Yabancı Kaynaklar		YH. İhracı	
	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Hayır	Evet
5* Otel	6	38	23	21	44	0
4* Otel	3	30	24	9	32	1
3* Otel	1	6	6	1	7	0
Toplam	**10**	**74**	**53**	**31**	**83**	**1**

Tablo 4.37. incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin büyük çoğunluğunun gelecekte planladıkları yatırımları iç kaynaklarla finanse etmek istediğini daha sonra yabancı kaynaklarla finanse etmek istediği görülmektedir. 5 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin hiç birisinin yeni hisse senedi ihracını gelecekteki yatırımlarının finansmanında kullanmayı planlamadıkları da belirlenmiş, 4 yıldızlı otel işletmelerinden sadece birinin yeni hisse senedi ihracını tercih ettiği saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.

Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında kullanılacak finansal kaynakların tercihleri arasındaki ilişkiyi test etmek kurulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-9) verilmiştir. Aşağıdaki Tablo 4.38.'de ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında kullanılacak finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.38. Yıldız Sayısıyla Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
İç Kaynaklar	0,413	2	0,814
Yabancı Kaynaklar	5,066	2	0,079*
YH İhracı	1,564	2	0,457

*0,10 Anlamlılık Düzeyinde

Tablo 4.38'deki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısıyla gelecekte planladıkları yatırımların finansman tercihleri olan iç kaynaklar ile yeni hisse senedi ihracı arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili finansman tercihleri ile ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Buna karşın yıldız sayısı ile gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yabancı kaynak tercihi arasında 0,10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu

saptanmıştır. Bu bağlamda ilgili finansman tercihiyle ilgili kurulan H_0 hipotezi reddedilmektedir.

4.2.7.16. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı

Tablo 4.39.'da ki otel işletmelerinin yıldız sayısına göre yabancı kaynak bileşimi tercihinin dağılımı incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin en fazla yabancı kaynak kullanmadığını ifade ettikleri görülmektedir. 5 yıldızlı otellerin 20 tanesi yabancı kaynaklarının daha çok uzun vadeli olduğunu, 12 tanesi ise daha çok kısa vadeli olduğunu belirtmişlerdir. 4 yıldızlı otellerden 13 tanesi yabancı kaynaklarının kısa vadeli borçlardan oluştuğunu 9 tanesi ise uzun vadeli borçlardan oluştuğunu vurgulamışlardır. Bu bağlamda yabancı kaynak bileşiminin otel işletmelerinin yıldız sayısına göre değişkenlik göstermediğini söylemek mümkündür.

Tablo 4.39. Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı

	Uzun ve Kısa Vadeli Borçlar Eşit Düzeyde Kullanılmaktadır	Yabancı Kaynak Kullanılmamaktadır	Daha Çok Kısa Vadeli Borçlardan Oluşmaktadır	Daha Çok Uzun Vadeli Borçlardan Oluşmaktadır
5* Otel	8	25	12	20
4* Otel	7	24	13	9
3* Otel	1	8	1	1
Toplam	**16**	**57**	**26**	**30**

Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasındaki ilişkiyi test etmek oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-10) verilmiştir. Tablo 4.40.'da ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.40. Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynak Bileşimi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
Yabancı Kaynak Bileşimi	7,338	6	0,291

Tablo 4.40'daki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili H_0 hipotezi reddedilememektedir.

4.2.7.17. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynakların Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

Burada otel işletmelerinin yıldız sayısına göre kullandıkları yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlerin değişip değişmediği incelenmiştir. Bu bağlamda Tablo 4.41.'de yıldız sayısına göre otel işletmelerinin yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlere verdikleri cevapların dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.41. Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

	KUVBFOF	OHGB	VEÖBVU	İKN	YRO	GYSB
5* Otel	23	14	24	5	16	33
4* Otel	14	12	8	2	6	29
3* Otel	3	2	3	0	1	4
Toplam	**40**	**28**	**35**	**7**	**23**	**66**

KUVBFOF:Kısa ve Uzun Vadeli Borç Arasındaki Faiz Oranı Farkı
OHGB:Ortak veya Hissedarların Getiri Beklentileri
VEÖBVU:Varlıkların Ekonomik Ömrü İle Borcun Vadesinin Uyumu
İKN:İşletmenin Kredi Notu
YRO:Yatırımın Riskli Olup Olmaması
GYSB:Geleceğe Yönelik Sektördeki Beklenti

Tablo 4.41 incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin yabancı kaynakların vadesine karar verirken en fazla geleceğe yönelik sektördeki beklentiye dikkat ettikleri belirlenmiştir. Ancak yabancı kaynağın vadesini ikinci ve üçüncü derecede etkileyen faktörlerin dağılımının 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde değiştiği belirlenmiştir. 5 yıldızlı otel işletmelerinde borçlanmanın vadesini etkileyen ikinci önemli faktör varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesi arasındaki uyum iken, 4 yıldızlı otel işletmelerinde ise kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı olarak ortaya çıkmıştır. 3 yıldızlı otel işletmelerinde ise ikinci önemli faktör olarak seçilen cevaplar hem varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesi arasındaki uyum hem de kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkıdır. 5 yıldızlı otel işletmelerinde borcun vadesini etkileyen faktör olarak işaretlenen ifade kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkıdır. 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde ise üçüncü olarak ortak ve hissedarların getiri beklentileri işaretlenmiştir. Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörler arasındaki ilişkiyi test etmek için

oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-11) verilmiştir. Tablo 4.42.'de ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörler arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.42. Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Vadesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
KUVBFOF	2,685	4	0,612
OHGB	0,234	2	0,890
VEÖBVU	7,020	2	0,030*
İKN	1,594	2	0,451
YRO	4,247	2	0,120
GYSB	2,106	2	0,349

* 0,05 Anlamlılık Düzeyinde

Tablo 4.42.'deki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlerden sadece varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde güçlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Bu bağlamda söz konusu ifadeyle ilgili kurulan H_O hipotezi reddedilmektedir. Buna karşın diğer ifadelerle yıldız sayısı arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Bu bağlamda diğer ifadelerle ilgili H_O hipotezleri reddedilememektedir.

4.2.7.18. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynakların Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

Burada öncelikle otel işletmelerinin yıldız sayısına göre kullandıkları yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlerin değişip değişmediği incelenmiştir. Bu bağlamda Tablo 4.43.'de yıldız sayısına göre otel işletmelerinin yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlere verdikleri cevapların dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.43. incelendiğinde 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin yabancı kaynağın miktarına karar verirken en fazla gelecekte turizm sektöründen beklentileri dikkate aldıkları belirlenmiştir. Bunun haricinde 4 yıldızlı otel işletmeleri bu ifadenin yanında faiz oranın düşük veya yüksek olması cevabını da vermişlerdir. 5 yıldızlı otel işletmelerinde yabancı kaynağın miktarına karar verirken ikinci olarak en fazla dikkat

ettikleri unsurun yeterli iç fonların mevcudiyeti olduğu, 4 yıldızlı otel işletmelerinde ise banka faizinin vergiden indirilmesi olduğu, 3 yıldızlı otel işletmelerinde ise faiz oranlarının düzeyi, kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma ve yatırımın riskli olup olmaması ifadelerinin en fazla işaretlenen faktörler olduğu belirlenmiştir. Yabancı kaynağın miktarını etkileyen üçüncü faktör olarak 5 yıldızlı otel işletmelerinde faiz oranlarının düzeyi, 4 yıldızlı otel işletmelerinde borçlanma sürecindeki işlem giderleri ve ücretler ile kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma olduğu, 3 yıldızlı otel işletmelerinde ise yeterli iç fonların mevcudiyeti, borçlanma giderleri ve faiz oranlarının düzeyi olduğu belirlenmiştir.

Tablo 4.43. Yıldız Sayısına Göre Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

	BFVI	OHGB	SOBM	FODY	İKN	BIGU	OGVO	KNAD	FSII	BKP	YIFB	GYSB	YRO
5• Otel	3	6	4	13	3	7	1	10	3	6	20	21	11
4• Otel	6	2	0	7	2	5	0	5	3	3	3	7	0
3• Otel	1	0	0	2	0	1	0	2	0	0	1	3	2
Toplam	10	8	4	22	5	13	1	17	6	9	24	31	13

BFVI: Borç Faizinin Vergiden İndirilmesi
OHGB: Ortak ve Hissedarların Getiri Beklentileri
SOBM:Sektördeki Diğer Firmaların Ortalama Borç Miktarı
FODY: Faiz Oranlarının Düşük veya Yüksek Olması
İKN: İşletmenin Kredi Notu
BIGU: Borçlanma Sürecindeki İşlem Giderleri ve Ücretleri
OGVO: Ortakların Tabii Olduğu Gelir Vergisi Oranı
KNAD: Kazanç ve Nakit Akımlarındaki Dalgalanma
FSII: Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyeti
BKP: Bankaların Kredi Politikaları
YIFB: Yeterli İç Fonların Bulunup Bulunmaması
GYSB: Geleceğe Yönelik Sektördeki Beklenti
YRO: Yatırımın Riskli Olup Olmaması

Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörler arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-12) verilmiştir. Tablo 4.44'de ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörler arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.44'deki p değerleri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlerden yeterli iç fonların bulunma düzeyi faktörüyle 0,005 anlamlılık düzeyinde, 0,05 anlamlılık düzeyinde de yatırımın risk düzeyi ile istatistiksel olarak güçlü ilişki saptanmıştır. Bu bağlamda ilgili faktörlerle ilgili kurulan H_0 hipotezleri ret edilmektedir. Yıldız sayısıyla yabancı kaynağın miktarını etkileyen diğer seçenekler arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ilişki saptanamamıştır. Dolayısıyla ilgili seçeneklerle ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir.

Tablo 4.44. Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Vadesi Miktarı Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
BFVI	2,401	2	0,301
OHGB	2,224	2	0,329
SOBM	3,922	2	0,141
FODY	0,654	2	0,721
İKN	0,621	2	0,733
BIGU	0,116	2	0,944
OGVO	0,950	2	0,622
KNAD	0,666	2	0,717
FSII	0,898	2	0,638
BKP	1,523	2	0,467
YIFB	12,916	2	0,002*
GYSB	5,229	2	0,73
YRO	9,286	2	0,010**

*0,005 Anlamlılık Düzeyi **0,05 Anlamlılık Düzeyi

4.2.7.19. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısına Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı

Otel işletmelerinin yıldız sayılarına göre hedef borçlanma oranı belirlemeye yönelik tutumları incelendiğinde 5 yıldızlı otel işletmelerinden 14 tanesi, 4 yıldızlı otel işletmelerinden ise 7 tanesi hedef borç oranına sahip olduğunu belirtmiştir. 3 yıldızlı otel işletmelerinden hiçbiri hedef borç oranı belirlemediğini ifade etmiştir. Tablo 4.45.'te yıldız sayısına göre hedef borçlanma oranına yönelik tutumlarının dağılımı verilmektedir. Bu bağlamda otel işletmelerinin büyük çoğunluğunun hedef borçlanma oranı belirlemediklerini söylemek mümkündür. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermektedir.

Tablo 4.45. Yıldız Sayısına Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı

	EVET	HAYIR
5* Otel	14	54
4* Otel	7	47
3* Otel	0	12
Toplam	**21**	**113**

Hedef borçlanma oranına sahip olduğunu ifade eden 14 adet 5 yıldızlı otel işletmesinden hedef borç oranını veren 11 tanesinin ortalama borç oranı %31,81 olarak hesaplanmıştır. Hedef borçlanma oranına sahip olduğunu ifade eden 7 adet 4 yıldızlı otel işletmesinden hedef borç oranını veren 6 tanesinin ortalama borç oranı %60 olarak

belirlenmiştir. Bu bağlamda hedef borç oranlarına sahip olan otel işletmelerinden yıldız sayısı büyük olanların küçük olanlara göre daha katı hedef borçlanma oranlarına sahip olduğunu söylemek mümkündür. Graham ve Harvey (2001) çalışmalarında, büyük ölçekli işletmelerin, küçük ve orta ölçekli işletmelere göre daha katı hedef borçlanma oranına sahip olduklarını belirtmiştir.

Otel işletmelerinin yıldız sayısıyla hedef borçlanma arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-13) verilmiştir.Tablo 4.46'tıda ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla hedef borçlanma arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.46. Yıldız Sayısıyla Borçlanma Oranı Hedeflemesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
Hedef Borçlanma Oranı	3,774	2	0,152

Tablo 4.46.'daki p değeri incelendiğinde otel işletmelerinin yıldız sayısı ile hedef borçlanma oranına sahip olup olmama arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını söylemek mümkündür. Bu bağlamda H_0 hipotezi reddedilememektedir.

4.2.7.20. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre İlk Kuruluş Yatırımlarını Finansman Tercihlerinin Dağılımı

Bu araştırmanın yöntem kısmında ifade edildiği üzere ankete cevap veren konaklama işletmeleri, istihdam ettikleri personel sayılarına göre küçük, orta ve büyük işletmeler olmak üzere üç gruba ayrılmış ve büyüklüğe göre finansman tercihlerinin ve temel finansal sorunlarının değişip değişmediği kikare ve anova analizi ile ölçülmeye çalışılmıştır. İstihdam edilen personel sayısına göre büyüklük belirlenirken Avrupa Birliği Komisyonu'nun Küçük ve Orta Ölçekli İşletme (KOBİ) tanımından yararlanılmıştır. Bu bağlamda araştırmaya katılan ve personel bilgilerini veren 160 konaklama işletmesinden personel sayıları dikkate alındığında 45 tanesi küçük ölçekli, 85 tanesi orta ölçekli, 30 tanesi ise büyük ölçekli işletmedir. Genel olarak işletmelerin büyüklüklerinin belirlenmesinde literatürde çeşitli kriterler (net satışlar, aktif toplamı, personel sayısı gibi) bulunmaktadır. Gerçekleştirilen bu araştırmada konaklama

işletmelerinden net satışlar ve personel sayıları cevaplamaları istenmiş ve konaklama işletmelerinin tamamına yakını personel sayılarını vermiştir. Dolayısıyla ankete cevap veren konaklama işletmeleri, istihdam ettikleri personel sayılarına göre küçük, orta ve büyük işletme olarak ayırıma tabii tutulmuştur. Genel olarak bakıldığında özellikle konaklama işletmelerine yönelik olarak yıldız sayısının, oda ve yatak sayılarının bir büyüklük ölçütü olabileceği kabul görse de, literatürde böyle bir kesin ifadeye rastlanılmamıştır. Özer ve Yamak (2000), gerçekleştirdikleri çalışmada oda sayısı 100'den az olan konaklama işletmelerini küçük ölçekli işletme olarak kabul etmişlerdir. Ancak yazarlar ilgili oda sayısı kriterini sadece kendi kişisel görüşleri doğrultusunda yapmışlar uluslar arası turizm literatüründe kabul gören herhangi bilimsel bir çalışmaya veya resmi kuruluş tanımına dayandırmamışlardır. Bu nedenle araştırmada personel sayıları dikkate alınarak konaklama işletmeleri büyüklük ayırımına tabi tutulmuştur.

Bununla birlikte personel sayısı ile yıldız, oda ve yatak sayıları arasında korelasyon incelendiğinde konaklama işletmelerinin istihdam ettikleri personel sayıları ile yıldız, oda ve yatak sayıları arasında 0,01 anlamlılık düzeyinde çok yüksek pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Dolayısıyla büyüklüğün belirlenmesinde kullanılan personel sayısının, büyüklüğün ifade edilmesinde kendi içersinde tutarlı olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 4.47. Personel Sayısı İle Yıldız, Oda ve Yatak Sayıları Arasındaki Korelasyon

		ODA SAYISI	YATAK SAYISI	PERSONEL SAYISI	YILDIZ SAYISI
ODA SAYISI	Pearson Korelasyon				
	P Değeri				
YATAK SAYISI	Pearson Korelasyon	0.969(**)			
	P Değeri	.000			
PERSONEL SAYISI	Pearson Korelasyon	0.911(**)	0.913(**)		
	P Değeri	.000	.000		
YILDIZ SAYISI	Pearson Korelasyon	0.504(**)	0.466(**)	0.535(**)	
	P Değeri	.000	.000	.000	

** 0.01 Anlamlılık Düzeyinde.

Burada ankete cevap veren konaklama işletmelerinin büyüklükleri ile ilk kuruluş yatırımlarını finansman tercihleri arasındaki ilişkinin varlığı test edilmiş ve ilk kuruluş

yatırımlarının finansman tercihlerinin büyüklük ile değişkenlik gösterip göstermediği incelenmiştir.

Öncelikle Tablo 4.48.'de ankete katılan konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre ilk kuruluş yatırımlarını finansman tercihlerinin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.48. Konaklama İşletmelerinde Büyüklüğe Göre İlk Kuruluş Yatırımlarındaki Finansman Tercihlerinin Dağılımı

	Banka Kredisi	Teşvik	Özsermaye	Satıcı Kredisi	Kalk. ve Tur. Bank. Kredisi	Yeni Hisse Senedi İhracı
Küçük	15	7	33	1	4	0
Orta	28	17	62	6	9	3
Büyük	14	14	26	1	1	2
Toplam	**57**	**38**	**121**	**8**	**14**	**5**

Tablo 4.48. incelendiğinde küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinde ilk kuruluş yatırımlarında en fazla özsermayenin kullanıldığı görülmektedir. İlk kuruluş yatırımında ikinci olarak en fazla kullanılan finansal kaynak banka kredisi, üçüncü olarak da teşvikler olarak görülmektedir. Bu bağlamda ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında kullanılan finansal kaynakların tercih sırasının işletme büyüklüğüne göre değişmediğini söylemek mümkündür. Yine gerçekleştirilen yatırımların öncelikle iç kaynaklarla daha sonra yabancı kaynaklarla finanse edilmesi finansal hiyerarşi teorisinin ilk iki hiyerarşisiyle (önce iç kaynaklar, sonra yabancı kaynaklar en son olarak da hisse senedi ihracı) uyum gösterdiğini söylemek mümkündür.

Konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile ilk kuruluş yatırımlarının finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-14) verilmiştir. Tablo 4.49.'da ise konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile ilk kuruluş yatırımlarının finansman tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.49.'daki p değerleri incelendiğinde büyüklük ile ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında banka kredisi, özsermaye, satıcı kredisi, kalkınma ve turizm bankası kredisi ve yeni hisse senedi ihracı tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili soruyla kurulan H_0 hipotezleri

reddedilememektedir. Buna karşın büyüklük ile teşvik kullanımı arasında istatistiksel olarak 0,01 anlamlılık düzeyinde çok güçlü bir ilişki saptanmıştır. Bu bağlamda teşvik tercihi ile ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilmektedir. Bir başka ifadeyle konaklama işletmeleri açısından teşviklerden küçük işletmelerden ziyade daha çok büyük işletmelerin yararlandığını söylemek mümkündür.

Tablo 4.49. Konaklama İşletmelerinde Büyüklük İle İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
Banka Kredisi	1,148	2	0,563
Teşvik	9,314	2	0,009*
Özsermaye	0,857	2	0,651
Satıcı Kredisi	1,811	2	0,404
Kalk. ve Tur. Bank. Krd.	1,747	2	0,417
Yeni Hisse Senedi İhracı	2,511	2	0,285

*0,01 Anlamlılık Düzeyinde

4.2.7.21. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Mevcut Faaliyetlerinin Finansmanında Kullandıkları Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı

Tablo 4.50.'de konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre mevcut yatırımlarını finansman tercihlerinin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.50 incelendiğinde küçük ve büyük konaklama işletmelerinde mevcut faaliyetlerinin finansmanında en fazla alıkonan karların daha sonra banka kredisinin üçüncü olarak da satıcı kredisinin kullanıldığı görülmektedir. Bu bağlamda mevcut faaliyetlerinin finansmanında kullanılan finansal kaynakların tercih sırasının büyük ve küçük işletmelerde değişmediğini söylemek mümkündür. Orta büyüklükteki konaklama işletmelerinde ise mevcut faaliyetlerin en fazla banka kredisi, ikinci olarak da alıkonan karlarla ve en son olarak da satıcı kredilerinden finanse edildiği görülmektedir. Bu bağlamda büyük ve küçük konaklama işletmelerinde mevcut faaliyetlerin finansmanında öncelikle alıkonan karların (iç kaynaklar) daha sonra banka kredilerinin ve satıcı kredilerinin (yabancı kaynak) kullanılması finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermektedir. Orta büyüklükteki konaklama işletmeleri açısından mevcut faaliyetlerin finansmanında öncelikle banka kredilerinin (yabancı kaynak) daha sonra ise alıkonan karların (iç kaynaklar) kullanılması finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermemektedir. Yine tablo incelendiğinde küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerinin mevcut faaliyetlerinin finansmanında yeni hisse senedi ihracına hiç başvurmadıkları, büyük konaklama

işletmelerinin ise çok az kullandıkları görülmektedir. Bu sonuç özellikle hisse senedi ihracının Türk konaklama işletmeleri tarafından iyi bilinmemesinin veya yeni hisse senedi ihracının maliyetli ve zaman alıcı olmasının bir sonucu olabilir.

Tablo 4.50. Konaklama İşletmelerinin Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihlerinin Büyüklüğe Göre Dağılımı

	Alıkonan Karlar	YH İhracı	Banka Kredisi	Fin. Kiralama	Faktoring	Bireysel Borç	Teşvik	Forfaiting	Sat. Kredisi
Küçük	**23**	0	17	1	0	4	1	0	5
Orta	40	0	**43**	8	2	2	9	0	12
Büyük	**16**	6	10	4	1	0	4	0	6
Toplam	**79**	**6**	**70**	**13**	**3**	**6**	**14**	**0**	**23**

Konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile mevcut faaliyetlerinin finansman tercihleri arasındaki ilişkiyi test etmek oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-15) verilmiştir. Tablo 4.51.'de ise büyüklük ile mevcut faaliyetlerinin finansman tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.51.'deki p değerleri incelendiğinde konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile mevcut faaliyetlerinin finansmanında alıkonan karlar, banka kredisi, faktoring, teşvik, forfating ve satıcı kredisi tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili finansman tercihleriyle ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir.

Tablo 4.51. Büyüklük İle Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
Alıkonan Karlar	0,468	2	0,792
YH İhracı	26,494	2	0,000*
Banka Kredisi	3,701	2	0,157
Finansal Kiralama	3,245	2	0,197
Faktoring	1,274	2	0,529
Bireysel Borç	5,103	2	0,078**
Teşvik	3,421	2	0,181
Satıcı Kredisi	1,044	2	0,593

*0,001 Anlamlılık Düzeyinde **0,10 Anlamlılık Düzeyinde

Buna karşın, büyüklük ile yeni hisse senedi ihracı arasında 0,001 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak çok güçlü bir ilişki saptanmıştır. Yine büyüklük ile bireysel borç arasında mevcut faaliyetlerin finansmanı açısından 0,10 anlamlılık

düzeyinde istatistiksel olarak ihtiyatlı da olsa bir ilişki belirlenmiştir. Bu bağlamda ilgili finansman tercihleri ile ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilmektedir.

4.2.7.22. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Karşılaştıkları En Önemli Finansal Sorunların Dağılımı

Ankete cevap veren konaklama işletmelerinin büyüklükleri ile karşılaştıkları en önemli finansal sorunlar arasındaki ilişki ki kare yöntemi ile test edilmiştir. Öncelikle Tablo 4.52'de konaklama işletmelerinin büyüklüğüne göre karşılaştıkları en önemli finansal sorunların dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.52. Konaklama İşletmelerinin Karşılaştıkları Finansal Sorunların Büyüklüğe Göre Dağılımı

	BUVKS	LNAS	YBG	YÜM	DKM	YVH
Küçük	5	4	7	9	17	**27**
Orta	16	12	10	32	34	**40**
Büyük	3	3	10	12	6	**13**
Toplam	24	19	27	53	57	**80**

BUVKS: Bankalardan Uygun Vadede Kredi Sağlanamaması
LNAS: Likidite ve Nakit Açığı Sorunu
YBG: Yüksek Borçlanma Giderleri
YÜM: Yüksek Üretim Maliyetleri
DKM: Düşük Kar Marjı
YVH: Yüksek Vergi ve Harçlar

Tablo 4.52. incelendiğinde küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunun yüksek vergi ve harçlar (YVG) olduğu görülmektedir. Karşılan finansal sorunlardan ikinci ve üçüncü sıradaki olanların ise büyüklüğe göre farklılık gösterdiği belirlenmiştir. Büyük konaklama işletmelerinde ikinci sırada karşılaşılan finansal sorun yüksek üretim maliyetleriyken (YÜM), orta büyüklükteki ve küçük konaklama işletmeleri açısından düşük kar marjı ikinci sırada karşılaşılan finansal sorun olarak belirlenmiştir. Büyük konaklama işletmelerinde üçüncü en fazla karşılaşılan finansal sorun yüksek borçlanma giderleri, orta ve küçük konaklama işletmelerinde ise yüksek üretim maliyetleri olduğu belirlenmiştir.

Konaklama işletmelerinin büyüklükleri ile karşılaştıkları finansal sorunlar arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-16) verilmiştir. Tablo 4.53.'de ise konaklama işletmelerinin büyüklükleri ile karşılaştıkları finansal sorunlar arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.53. Büyüklükle Karşılaşılan Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
BUVKS	2,273	2	0,321
LNAS	0,982	2	0,612
YBG	7,131	2	0,028*
YÜM	5,147	2	0,076**
DKM	4,426	2	0,109
YVH	2,711	2	0,258

*0,05 Anlamlılık Düzeyinde **0,10 Anlamlılık Düzeyinde

Tablo 4.53.'deki p değerleri incelendiğinde konaklama işletmelerinin büyüklükleriyle karşılaşılan finansal sorunlardan BUVKS, DKM ve YVH tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili finansal sorunlarla ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Buna karşın YBG ile büyüklük arasında güçlü (0,05 anlamlılık düzeyinde) ve YÜM ile büyüklük arasında istatistiksel olarak ihtiyatla (0,10 anlamlılık düzeyinde) kabul edilebilecek bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda ilgili finansal sorunlarla ilgili olarak kurulan H_0 hipotezleri reddedilmektedir.

4.2.7.23. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Fon Gereksinimleri Karşılamada Kullandıkları Finansal Kaynakların Sıralaması

Ankete cevap veren konaklama işletmelerinin büyüklükleriyle fon gereksinimlerini karşılarken kullandıkları finansal kaynakları sıralaması arasındaki ilişki anova analiz yöntemi ile test edilmiştir. Öncelikle Tablo 4.54.'de konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre finansal kaynakların sıralama tercihlerinin ortalama ve standart sapma değerlerinin dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.54. Büyüklüğe Göre Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasının Dağılımı

		İç Kaynak	Yabancı Kaynak	YH İhracı
Küçük	Ortalama	1,13	1,89	2,94
	Gözlem Sayısı	45	36	35
	Std. Sapma	0,344	0,465	0,236
Orta	Ortalama	1,09	2,01	2,85
	Gözlem Sayısı	80	70	65
	Std. Sapma	0,284	0,525	0,364
Büyük	Ortalama	1,17	1,82	2,77
	Gözlem Sayısı	24	28	22
	Std. Sapma	0,381	0,723	0,429

Tablo 4.54.'deki ortalama değerler incelendiğinde küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinde fon gereksinimlerinin karşılanmasında öncelikle iç kaynakların, daha sonra yabancı kaynakların ve en son olarak da yeni hisse senedi ihracının tercih edildiğini söylemek mümkündür. Bu sonuç genel olarak finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.

Konaklama işletmelerin büyüklüğünün finansal tercihlerin sıralamasını etkileyip etkilemediğini test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-17) verilmiştir. Tablo 4.55.'de ise büyüklükle finansal tercihlerin sıralamasının değişip değişmediğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen Anova analizinin sonuçları özetlenmektedir. Tablo 4.55.'teki p değerleri incelendiğinde konaklama işletmelerinde büyüklüğün finansal kaynak tercihlerinin sıralamasını etkilemediği bir başka ifadeyle konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre finansal kaynak tercihlerine verdikleri önem sırasının değişmediğini söylemek mümkündür. Bu bağlamda kurulan H_0 hipotezi reddedilememektedir.

Tablo 4.55. Büyüklüğün Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasına Etkisinin Anova Analiziyle Test Edilmesi

	Kare toplamları	sd	Kare ortalamaları	F Değeri	p değeri
İç Kaynak	0,140	2	0,070	0,683	0,507
Yabancı Kaynak	0,874	2	0,437	1,408	0,248
YH İhracı	0,420	2	0,210	1,760	0,177

4.2.7.24. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansmanında Kullanılacak Finansal Kaynak Tercihlerinin Dağılımı

Burada öncelikle büyüklükle konaklama işletmelerinin gelecekte herhangi bir yatırım planlayıp planlamadıkları belirlenmeye çalışılmıştır. Daha sonra küçük, orta ve büyük işletmelerin gelecekte planladıkları yatırımların türlerinin dağılımı belirlenmeye çalışılmıştır. En son olarak da büyüklükle gelecekte planlanan yatırımların finansmanında kullanılacak finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişki ki kare analizi ile ortaya konmaya çalışılmıştır.

Aşağıdaki tabloda büyüklüğe göre gelecekte planlanan yatırım türlerinin dağılımı verilmektedir. Tablo 4.56. incelendiğinde küçük, orta ve büyük işletmelerin gelecek 3 yıl içersinde en fazla planlanan yatırım türünün yenileme yatırımı, ikinci olarak ise genişleme yatırımının olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 4.56. Büyüklüğe Göre Gelecekte Planlanan Yatırım Türlerinin Dağılımı

	Yenileme Yatırımı		Genişleme Yatırımı		Yeni Konaklama İşl. Yatırımı		Başka Sektöre Yatırım	
	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Hayır	Evet
Küçük	10	12	17	5	16	6	21	1
Orta	24	28	31	21	43	9	49	3
Büyük	5	17	13	9	18	4	22	0
Toplam	**39**	**57**	**61**	**35**	**77**	**19**	**92**	**4**

Tablo 4.57.'de ise konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre gelecekte planladıkları yatırımları finansman tercihlerinin dağılımı özetlenmektedir.

Tablo 4.57. Büyüklüğe Göre Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihlerinin Dağılımı

	İç Kaynaklar		Yabancı Kaynaklar		YH. İhracı	
	Hayır	Evet	Hayır	Evet	Hayır	Evet
Küçük	3	20	19	4	23	0
Orta	5	47	30	22	51	1
Büyük	5	17	10	12	22	0
Toplam	13	84	59	38	96	1

Tablo 4.57. incelendiğinde küçük, orta ve büyüklükte konaklama işletmelerinin büyük çoğunluğunun gelecekte planladıkları yatırımları iç kaynaklarla finanse etmek istediğini daha sonra yabancı kaynaklarla finanse etmek istediği görülmektedir. Bu sonuç genel olarak finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Tablo 4.57. incelendiğinde büyük ve küçük konaklama işletmelerinin hiç birisinin yeni hisse senedi ihracını gelecekteki yatırımlarında kullanmayı planlamadıkları, orta büyüklükteki konaklama işletmelerinden sadece birisinin yeni hisse senedi ihracını tercih ettiği görülmektedir. Genel olarak bu sonuç özellikle Türk konaklama işletmelerinde halka açılma oranının düşük olmasının bir yansıması olarak düşünülebilir.

Konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile gelecekte planlanan yatırımların finansal kaynak tercihleri arasındaki oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-18) verilmiştir. Aşağıdaki Tablo 4.58.'de ise konaklama işletmelerinde

büyüklük ile gelecekte planlanan yatırımların finansmanında kullanılacak finansal kaynak tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir. Tablo 4.58.'deki p değerleri incelendiğinde konaklama işletmelerinin büyüklükleriyle gelecekte planladıkları yatırımların finansman tercihleri olan iç kaynaklar ile yeni hisse senedi ihracı arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bu bağlamda ilgili finansman tercihleri ile ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir.

Tablo 4.58. Büyüklükle Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansman Tercihi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
İç Kaynaklar	2,293	2	0,318
Yabancı Kaynaklar	6,976	2	0,031*
YH İhracı	0,874	2	0,646

*0,05 Anlamlılık Düzeyinde

Buna karşın büyüklük ile gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yabancı kaynak tercihi arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bu bağlamda sözkonusu finansman tercihiyle ilgili kurulan H_0 hipotezi reddedilmektedir.

4.2.7.25. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı

Tablo 4.59.'da ki konaklama işletmelerinin büyüklüğüne göre yabancı kaynak bileşimi tercihinin dağılımı incelendiğinde küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin en fazla yabancı kaynak kullanmadığı seçeneğini ifade ettikleri görülmektedir. Orta büyüklükteki konaklama işletmeleri yabancı kaynaklarının daha çok uzun vadeli olduğunu, büyük konaklama işletmeleri de daha çok kısa vadeli olduğunu belirtmişlerdir.

Tablo 4.59. Büyüklüğe Göre Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihinin Dağılımı

	Uzun ve Kısa Vadeli Borçlar Eşit Düzeyde Kullanılmaktadır	Yabancı Kaynak Kullanılmamaktadır	Daha Çok Kısa Vadeli Borçlardan Oluşmaktadır	Daha Çok Uzun Vadeli Borçlardan Oluşmaktadır
Küçük	4	24	8	4
Orta	11	31	13	23
Büyük	0	11	11	7
Toplam	**15**	**66**	**32**	**34**

Küçük ve büyük konaklama işletmeleri açısından ikinci olarak yabancı kaynakların daha çok kısa vadeli borçlardan oluştuğu ifade edilmiştir. Orta büyüklükteki konaklama işletmeleri açısından ise ikinci olarak yabancı kaynakların daha çok uzun vadeli borçlardan oluştuğu belirtilmiştir.

Konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-19) verilmiştir. Tablo 4.60.'da konaklama işletmelerinde büyüklükle yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir. Tablo 4.60'daki p değeri incelendiğinde konaklama işletmelerinde büyüklük ile yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasında istatistiksel olarak 0,05 anlamlılık düzeyinde güçlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu bağlamda büyüklük ile yabancı kaynak bileşimi arasında ilişkinin olmadığı yönünde oluşturulan H_0 hipotezi reddedilmektedir.

Tablo 4.60. Büyüklükle Yabancı Kaynak Bileşimi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	**s.d.**	**p değeri**
Yabancı Kaynak Bileşimi	15,757	6	0,015*

*0,05 Anlamlılık Düzeyinde

4.2.7.26. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Yabancı Kaynakların Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

Burada konaklama işletmelerinin büyüklüğüne göre kullandıkları yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlerin değişip değişmediği incelenmiştir. Bu bağlamda Tablo 4.61.'de büyüklüğe göre konaklama işletmelerinin yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlere verdikleri cevapların dağılımı verilmektedir. Tablo 4.61 incelendiğinde küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin yabancı kaynakların vadesine karar verirken en fazla geleceğe yönelik sektördeki beklentiye dikkat ettikleri belirlenmiştir. Ancak yabancı kaynağın vadesini ikinci ve üçüncü derecede etkileyen faktörlerin dağılımının konaklama işletmelerinin büyüklüğüne göre değiştiği belirlenmiştir.

Tablo 4.61. Büyüklüğe Göre Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

	KUVBFOF	OHGB	VEÖBVU	İKN	YRO	GYSB
Küçük	13	8	9	1	3	**22**
Orta	20	19	25	5	14	**40**
Büyük	15	7	6	4	7	**17**
Toplam	**48**	**34**	**40**	**10**	**24**	**79**

KUVBFOF:Kısa ve Uzun Vadeli Borç Arasındaki Faiz Oranı Farkı
OHGB:Ortak veya Hissedarların Getiri Beklentileri
VEÖBVU:Varlıkların Ekonomik Ömrü İle Borcun Vadesinin Uyumu
İKN:İşletmenin Kredi Notu
YRO:Yatırımın Riskli Olup Olmaması
GYSB:Geleceğe Yönelik Sektördeki Beklenti

Büyük konaklama işletmelerinde borçlanmanın vadesini etkileyen ikinci önemli faktör kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı iken, orta büyüklükteki konaklama işletmelerinde varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesi arasındaki uyum olmuştur. Küçük konaklama işletmelerinde ise ikinci önemli faktör olarak kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkıdır. Büyük konaklama işletmelerinde borcun vadesini etkileyen üçüncü faktör olarak işaretlenen ifadeler ortak ve hissedarların getiri beklentileri ile yatırımın risk düzeyidir. Küçük konaklama işletmelerinde borcun vadesini etkileyen üçüncü faktör varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu iken, orta büyüklükteki konaklama işletmelerinde ise üçüncü olarak kısa ve uzun vadeli borçlardaki faiz oranı farkı işaretlenmiştir.

Konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörler arasındaki ilişkiyi test etmek oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-20) verilmiştir. Tablo 4.62.'de ise konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörler arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.62. Büyüklük İle Yabancı Kaynağın Vadesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
KUVBFOF	9,734	4	0,045*
OHGB	0,363	2	0,834
VEÖBVU	2,100	2	0,350
İKN	3,522	2	0,172
YRO	3,917	2	0,141
GYSB	0,546	2	0,761

* 0,05 Anlamlılık Düzeyinde

Tablo 4.62'deki p değerleri incelendiğinde konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlerden sadece kısa ve uzun vadeli borç

faizi oranı arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde güçlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır. Bu bağlamda ilgili ifadeyle ilgili kurulan H_O hipotezi reddedilmektedir. Buna karşın diğer ifadelerle büyüklük arasında anlamlı bir ilişki belirlenememiştir. Bu bağlamda diğer ifadelerle ilgili H_O hipotezi reddedilememektedir.

4.2.7.27. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüklerine Göre Yabancı Kaynakların Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

Burada öncelikle konaklama işletmelerinin büyüklüğüne göre kullandıkları yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlerin değişip değişmediği incelenmiştir. Bu bağlamda Tablo 4.63.'de büyüklüğe göre konaklama işletmelerinin yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlere verdikleri cevapların dağılımı verilmektedir.

Tablo 4.63. Büyüklüğe Göre Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörlerin Dağılımı

	BFVI	OHGB	SOBM	FODY	İKN	BIGU	OGVO	KNAD	FSII	BKP	YIFB	GYSB	YRO
Küçük	3	1	0	10	0	3	0	4	3	3	1	8	3
Orta	7	6	3	14	5	4	0	14	4	3	16	19	11
Büyük	1	3	1	6	1	8	1	2	1	5	9	7	1
Toplam	11	10	4	30	6	15	1	20	8	11	26	34	15

BFVI: Borç Faizinin Vergiden İndirilmesi
OHGB: Ortak ve Hissedarların Getiri Beklentileri
SOBM:Sektördeki Diğer Firmaların Ortalama Borç Miktarı
FODY: Faiz Oranlarının Düşük veya Yüksek Olması
İKN: İşletmenin Kredi Notu
BIGU: Borçlanma Sürecindeki İşlem Giderleri ve Ücretleri
OGVO: Ortakların Tabii Olduğu Gelir Vergisi Oranı
KNAD: Kazanç ve Nakit Akımlarındaki Dalgalanma
FSII: Finansal Sıkıntı ve İflas Maliyeti
BKP: Bankaların Kredi Politikaları
YIFB: Yeterli İç Fonların Bulunup Bulunmaması
GYSB: Geleceğe Yönelik Sektördeki Beklenti
YRO: Yatırımın Riskli Olup Olmaması

Tablo 4.63. incelendiğinde konaklama işletmelerinde borçlanma miktarını etkileyen faktörler firma ölçeğine göre farklılık gösterdiği görülmektedir. Büyük ölçekli konaklama işletmeleri açısından borçlanma miktarını etkileyen en önemli faktör yeterli iç fonların miktarı iken, orta ölçekli konaklama işletmeleri açısından en önemli faktör geleceğe yönelik sektördeki beklentidir. Küçük konaklama işletmeleri açısından ise faiz oranının düşük veya yüksek olması en fazla seçilen faktör olmuştur. Büyük ölçekli konaklama işletmelerinin borçlanma sürecindeki işlem giderleri ve ücretlere küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerine göre daha fazla önem verdikleri belirlenmiştir. Bu sonucu özellikle büyük konaklama işletmelerinin sahip oldukları varlıkları teminat olarak göstererek daha kolay ve daha yüksek miktarda borç kullanma olanaklarının olması nedeniyle önemli gördükleri, buna karşın küçük ve orta ölçekli konaklama

işletmelerinin istedikleri miktarda ve uygun maliyetli borç bulabilme imkanları olmamasından kaynaklandığını söyleyebiliriz. Faiz oranlarının düzeyinin küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerinin, büyük konaklama işletmelerine göre daha önemli bulmaları büyük konaklama işletmelerinin fon gereksinimlerini finansal hiyerarşi teorisinin öne sürdüğü gibi öncelikle iç fonlarından sağlama eğiliminde oldukları, buna karşın küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerinin yeterli iç fona sahip olmamalarından dolayı daha çok yabancı kaynak kullanma eğiliminde olma durumlarıyla açıklamak mümkündür. Bu sonuçta finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Orta ölçekli konaklama işletmelerinde ise kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanmaların borçlanmanın miktarı üzerinde büyük ve küçük konaklama işletmelerine göre daha fazla etkili olduğu görülmektedir. Bu durum orta ölçekli konaklama işletmelerinin dengeleme teorisine daha yakın davrandıklarını göstermektedir.

Konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörler arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-21) verilmiştir. Tablo 4.64'de ise konaklama işletmelerinin büyüklükleriyle yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörler arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.64. Büyüklükle Yabancı Kaynağın Miktarı Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	s.d.	p değeri
BFVI	1,110	2	0,574
OHGB	1,862	2	0,394
SOBM	1,620	2	0,445
FODY	0,686	2	0,709
İKN	3,019	2	0,221
BIGU	11,551	2	0,003*
OGVO	3,904	2	0,142
KNAD	3,395	2	0,183
FSII	0,576	2	0,750
BKP	5,104	2	0,078**
YIFB	10,839	2	0,004*
GYSB	0,462	2	0,794
YRO	3,544	2	0,170

*0,005 Anlamlılık Düzeyi **0,10 Anlamlılık Düzeyi

Tablo 4.64'deki p değerleri incelendiğinde konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlerden yeterli iç fonların bulunma düzeyi

ve borçlanma sürecindeki işlem giderleri faktörleriyle 0,005 anlamlılık düzeyinde, 0,05 anlamlılık düzeyinde de bankaların kredi politikaları ile istatistiksel olarak güçlü ilişki saptanmıştır. Bu bağlamda sözkonusu faktörlerle ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilmektedir. Büyüklükle yabancı kaynağın miktarını etkileyen diğer seçenekler arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ilişki saptanamamıştır. Dolayısıyla ilgili seçeneklerle ilgili kurulan H_0 hipotezleri reddedilememektedir.

4.2.7.28. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğüne Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı

Konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre hedef borçlanma oranı belirlemeye yönelik tutumları incelendiğinde büyük konaklama işletmelerinden 10 tanesi, orta ölçekli konaklama işletmelerinden ise 13 tanesi hedef borç oranına sahip olduğunu belirtmiştir. Küçük konaklama işletmelerinden ise sadece 3 tanesi hedef borç oranını belirlediğini ifade etmiştir. Tablo 4.65.'te büyüklüğe göre hedef borçlanma oranına yönelik tutumlarının dağılımı verilmektedir. Bu bağlamda küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin büyük çoğunluğunun hedef borçlanma oranı belirlemediklerini söylemek mümkündür. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermektedir.

Tablo 4.65. Büyüklüğe Göre Hedef Borçlanma Oranına Yönelik Tutumlarının Dağılımı

	EVET	HAYIR
Küçük	3	40
Orta	13	68
Büyük	10	20
Toplam	**26**	**128**

Hedef borçlanma oranına sahip olduğunu ifade eden 10 adet büyük konaklama işletmesinin ortalama borç oranı %31olarak hesaplanmıştır. Hedef borçlanma oranına sahip olduğunu ifade eden 13 adet orta ölçekli konaklama işletmesinden hedef borç oranını veren 10 tanesinin ortalama borç oranı %50 olarak belirlenmiştir. Hedef borçlanma oranına sahip olduğunu ifade eden 3 adet küçük konaklama işletmesinin ortalama borç oranı ise %60 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda hedef borç oranlarına sahip olan konaklama işletmelerinden büyük olanların küçük olanlara göre daha katı hedef borçlanma oranlarına sahip olduğu söylenebilir. Bu sonuç dengeleme teorisini

desteklemektedir. Graham ve Harvey (2001) çalışmalarında, büyük ölçekli işletmelerin, küçük ve orta ölçekli işletmelere göre daha katı hedef borçlanma oranına sahip olduklarını belirtmiştir.

Konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile hedef borçlanma arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan alt hipotezler çalışmanın ekler kısmında (Ek-22) verilmiştir.Tablo 4.46'da ise otel işletmelerinin yıldız sayısıyla hedef borçlanma arasındaki ilişkinin saptanması amacıyla gerçekleştirilen ki kare analizinin sonuçları özetlenmektedir.

Tablo 4.66. Büyüklük İle Borçlanma Oranı Hedeflemesi Arasındaki İlişkinin Ki Kare Analiziyle Test Edilmesi

	Pearson Ki Kare (χ^2)	**s.d.**	**p değeri**
Hedef Borçlanma Oranı	8,833	2	0,012*

*0,05 Anlamlılık Düzeyinde

Tablo 4.66.'daki p değeri incelendiğinde konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile hedef borçlanma oranına sahip olup olmama arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Bu bağlamda H_0 hipotezi reddedilmektedir.

4.2.8. Anket Sonuçları İle Teorilerin Karşılaştırılması

Bu bölümde Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı ile ilgili davranışlarının sermaye yapısı kararlarına ilişkin birbirinden farklı varsayımlara sahip finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinde ifade edilen unsurlara uyum düzeyi belirlenmeye çalışılmıştır. Konaklama işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarından söz konusu varsayımlara uyumlu olanlar (+) işareti ile uyumlu olmayanlar ise (-) işareti ile belirtilmiştir. Dengeleme teorisine ilişkin sonuçlar Tablo 4.67.'de gösterilmiştir. Tablo 4.67. incelendiğinde Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarının üç unsur dışında dengeleme teorisiyle uyuşmadığını söylemek mümkündür.

Tablo 4.67. Dengeleme Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

Dengeleme Teorisi Varsayımları	Anket Sonuçları
Dengeleme teorisinde vergi oranları sermaye yapısı kararlarında önemli unsurlardan birisidir.	**(-)** Türk konaklama işletmelerinde borç faizinin vergi matrahından indirilmesi unsurunun sermaye yapısı kararlarında önemli olmadığı belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde ortakların tabii olduğu vergi oranları sermaye yapısı kararlarında önemli unsurlarından birisidir.	**(-)**Türk konaklama işletmelerinde ortakların tabii olduğu vergi oranlarının sermaye yapısı kararlarında önemli olmadığı belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma (işletme riski) sermaye yapısı kararlarında önemli unsurlardan birisidir.	**(-)**Türk konaklama işletmelerinde kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanmanın sermaye yapısı kararlarında çok da önemli olmadığı belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde finansal sıkıntı ve iflas riski ihtimali sermaye yapısı kararlarında önemli unsurlardan birisidir.	**(-)**Türk konaklama işletmelerinde finansal sıkıntı ve iflas riski ihtimalinin sermaye yapısı kararlarında önemli olmadığı belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde sektördeki diğer işletmelerin ortalama borç düzeyi sermaye yapısı kararlarında önemli unsurlardan birisidir.	**(-)**Türk konaklama işletmelerinde sektördeki diğer işletmelerin ortalama borç düzeyinin sermaye yapısı kararlarında önemli olmadığı belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde borçlanma sürecinde katlanılan işlem maliyetleri sermaye yapısı kararlarında önemli unsurlardan birisidir.	**(-)**Türk konaklama işletmelerinde borçlanma sürecinde katlanılan işlem maliyetlerinin sermaye yapısı kararlarında önemli olmadığı belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde faiz oranlarının düşük veya yüksek oluşu sermaye yapısı kararlarını etkileyen önemli unsurlardan birisidir.	**(+)**Türk konaklama işletmelerinde faiz oranlarının düşük veya yüksek oluşunun sermaye yapısı kararlarında 2. derecede önemli olduğu belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde, işletmelerin önceden belirledikleri hedef bir borçlanma oranları vardır ve işletmeler bu hedef doğrultusunda borçlanırlar.	**(-)**Türk konaklama işletmelerinin büyük bir kısmının (%82,8) hedef borçlanma oranlarının olmadığı belirlenmiştir.
Dengeleme teorisinde, hedef borçlanma oranları büyük ölçekli işletmelerde küçük ve orta ölçekli işletmelere göre daha katı olarak uygulanmaktadır.	**(+)**Türk konaklama işletmelerinden büyük olanların küçük olanlara göre daha katı hedef borçlanma oranlarına sahip olduğu belirlenmiştir. Ayrıca konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile hedef borçlanma oranına sahip olup olmama arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır.
Dengeleme teorisine göre yaşça daha küçük olan firmaların geleceği hakkında asimetrik bilgi düzeyi yüksektir. Yüksek asimetrik bilgi de daha düşük kaldıraca neden olmaktadır. Dolayısıyla dengeleme teorisine göre firmaların ilk kuruluş yatırımlarında yaşlarının küçük olması nedeniyle yabancı kaynak kullanımının az olması gerekmektedir.	**(+)**Türk konaklama işletmeleri ilk kuruluş yatırımlarında öncelikle iç kaynaklarından daha sonra yabancı kaynaklardan ve teşviklerden yararlandıklarını ifade etmişlerdir.

Tablo 4.68.'de ise finansal hiyerarşi teorisi varsayımları ile anket sonuçları karşılaştırılmıştır. Tablo 4.68. incelendiğinde Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarının sadece ilk kuruluş yatırımlarının finansman tercihleri dışında finansal hiyerarşi teorisiyle paralellik gösterdiği görülmektedir. Bu bağlamda Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarını açıklamada daha çok finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 4.68. Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Anket Sonuçlarının Karşılaştırılması

Finansal Hiyerarşi Teorisi Varsayımları	Anket Sonuçları
Finansal hiyerarşi teorisine göre bir firmanın yaşı ne kadar büyük ise birikimli fonlara sahip olma imkanı daha fazla olmakta böylelikle kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklara ihtiyacı da azalmaktadır. Dolayısıyla finansal hiyerarşi teorisine göre firmaların ilk kuruluş yatırımlarında yaşlarının küçük olması nedeniyle yabancı kaynak kullanımının fazla olması gerekmektedir.	**(-)**Türk konaklama işletmeleri ilk kuruluş yatırımlarında öncelikle iç kaynaklarından daha sonra yabancı kaynaklardan ve teşviklerden yararlandıklarını ifade etmişlerdir.
Finansal hiyerarşi teorisine göre firmaların kar payı ödemelerinde veya yatırım fırsatlarının finansmanında ilk tercih edilen finansal kaynak firma içinde yaratılan finansal kaynaklardır. Bunu düşük riskli kısa vadeli borçlar ve yüksek riskli uzun vadeli borçlar izlemektedir. Hiyerarşinin en sonunda ise bilgi maliyetlerinden en fazla etkilenen hisse senedi ihracı bulunmaktadır.	(+)Türk konaklama işletmeleri mevcut yatırımlarında öncelikle iç kaynaklarından daha sonra yabancı kaynaklardan yararlandıklarını ifade etmişlerdir. Yine konaklama işletmelerinin gelecekte planladıkları yatırımları öncelikle ve en fazla iç kaynaklarıyla, daha sonra yabancı kaynaklarla ve en son olarak da hisse senedi ihracıyla finanse etmeyi planladıkları belirlenmiştir. Ayrıca konaklama işletmeleri finansman tercihlerinin sıralamasını iç kaynaklar (ortalama değeri 1.11), yabancı kaynaklar (ortalama değeri 1,95) ve yeni hisse senedi ihracı (ortalama değeri 2,86) olarak belirtmişlerdir.
Finansal hiyerarşi teorisinde firma içinde yaratılan iç fonların düzeyi sermaye yapısı kararlarını etkileyen önemli unsurlardandır.	**(+)**Türk konaklama işletmelerinde firma içinde yaratılan iç fonların düzeyinin sermaye yapısı kararlarında 3. derecede önemli olduğu belirlenmiştir.
Finansal hiyerarşi teorisine göre sermaye yapısı kararlarında büyük işletmeler, küçük işletmelere göre yatırımlarının finansmanında daha fazla iç kaynaklarından yararlanırlar.	**(+)** Büyük Türk konaklama işletmeleri sermaye yapısı kararlarında iç fonların düzeyine küçük işletmelere göre daha fazla önem vermektedirler.
Finansal hiyerarşi teorisinde, işletmelerin önceden belirledikleri hedef bir borçlanma oranları yoktur.	**(+)**Türk konaklama işletmelerinin büyük bir kısmının (%82,8) hedef borçlanma oranlarının olmadığı belirlenmiştir.
Finansal hiyerarşi teorisinde faiz oranlarının düşük veya yüksek oluşu sermaye yapısı kararlarını etkileyen önemli unsurlardan birisidir.	**(+)**Türk konaklama işletmelerinde faiz oranlarının düşük veya yüksek oluşunun yabancı kaynağın vadesine ve miktarına karar verirken 2. derecede önemli olduğu belirlenmiştir.
Finansal hiyerarşi teorisinde sermaye yapısının şekillenmesinde gelecekteki beklentilerin (büyüme fırsatları) önemi büyüktür.	**(+)**Türk konaklama işletmelerinde yabancı kaynağın vadesini ve miktarını en fazla etkileyen faktörün geleceğe ait sektördeki beklentiler olduğu belirlenmiştir.
Finansal hiyerarşi teorisinde büyük işletmelerin iç fonları yetersiz ise, yöneticiler yönetim kontrolünü kaybetmeyecekleri finansal kaynağa yönelecektir. Bu nedenle yöneticiler, kısa vadeli borçları tercih ederler. Çünkü çoğu zaman bir teminat gerekmemektedir ve herhangi bir sözleşmeye de gerek duyulmamaktadır. Kısa vadeli borçlardan sonra uzun vadeli borçlar ve en son olarak da hisse senedi ihracı tercih edilmektedir.	**(+)**Büyük Türk konaklama işletmelerinin yabancı kaynak bileşimlerinde daha çok kısa vadeli yabancı kaynak kullandıkları daha sonra uzun vadeli yabancı kaynak kullandıkları belirlenmiştir.

4.2.9. Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi

Türk konaklama işletmelerinin fon gereksinimlerini karşılamada kullandıkları finansal kaynak seçimlerini, borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen değişkenlerin saptanması, buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliğinin belirlenmesi amacıyla gerçekleştirilen anket çalışmasının sonuçları aşağıda özetlenmiştir;

1) Türk konaklama işletmelerinin ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında en fazla sırasıyla özsermaye, banka kredisi ve teşviklerden yararlandıkları belirlenmiştir. Bu sonuç dengeleme teorisini destekler niteliktedir.

2) Türk konaklama işletmelerinin mevcut faaliyetlerinin finansmanında en fazla sırasıyla alıkonan karların, banka kredilerinin ve satıcı kredilerinden yararlandıkları belirlenmiştir. Dolayısıyla konaklama işletmelerinin çalışma sermayesi gereksinimlerini öncelikle iç fonlarla karşıladıklarını daha sonra yabancı kaynaklara yöneldiklerini söylemek mümkündür. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir.

3) Türk konaklama işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunların sırasıyla yüksek vergi ve harçlar, düşük kar marjı ve yüksek üretim maliyetleri olduğu belirlenmiştir.

4) Türk konaklama işletmelerinin finansal gereksinimlerini karşılarken öncelikle iç kaynaklardan, daha sonra yabancı kaynaklardan ve en son olarak da yeni hisse senedi ihracından yararlandıkları belirlenmiştir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir.

5) Türk konaklama işletmelerinin gelecek 3 yıl içinde planladıkları yatırım türlerinin sırasıyla yenileme yatırımı, genişleme yatırımı ve yeni bir konaklama tesisi yatırımı olduğu belirlenmiştir. Yine gelecekte planlanan yatırımların en fazla iç kaynaklarla finanse edilmesinin düşünüldüğü, ikincil olarak yabancı kaynaklarla en son olarak da yeni hisse senedi ihracı ile finanse edilmesinin düşünüldüğü belirlenmiştir. Bu sonuçta finansal hiyerarşi teorisiyle paralellik göstermektedir.

6) Türk konaklama işletmelerinin büyük çoğunluğunun finansman bileşiminde yabancı kaynak kullanmadığı belirlenmiştir. Yine yabancı kaynak kullanan konaklama işletmelerinin daha çok uzun vadeli yabancı kaynak kullandığı daha sonra kısa vadeli yabancı kaynak kullandıkları belirlenmiştir.

7) Türk konaklama işletmelerinde borçlanmanın vadesini en fazla etkileyen faktörlerin sırasıyla geleceğe yönelik sektördeki beklenti, kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı ve varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu olduğu belirlenmiştir.

8) Türk konaklama işletmelerinde borçlanmanın vadesini en fazla etkileyen faktörlerin sırasıyla geleceğe yönelik sektördeki beklenti, faiz oranlarının düzeyi ve yeterli iç fonların mevcut olup olmaması şeklinde belirlenmiştir. Türk konaklama işletmelerinde borçlanmanın vadesini ve miktarını en fazla etkileyen faktörün geleceğe yönelik olarak sektördeki beklenti olarak saptanması finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.

9) Türk konaklama işletmelerinin büyük çoğunluğunun hedef borçlanma oranı belirlemedikleri saptanmıştır. Yine büyük konaklama işletmelerinin küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerine göre daha katı hedef borç oranları belirledikleri saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.

10) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde ilk kuruluş yatırımlarında en fazla kullanılan finansal kaynakların sırasıyla özsermaye, banka kredisi ve teşvikler olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında kullanılan finansal kaynakların tercih sırasının yıldız sayısına göre değişmediği saptanmıştır.

11) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde mevcut faaliyetlerinin finansmanında en fazla alıkonan karların, daha sonra banka kredisinin, üçüncü olarak da satıcı kredisinin kullanıldığı saptanmıştır. Bu bağlamda mevcut faaliyetlerinin finansmanında kullanılan finansal kaynakların tercih sırasının yıldız sayısına göre değişmediği saptanmıştır. Yine yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında finansal kiralama kullanımı arasında ihtiyatlı da olsa (0,10 anlamlılık düzeyinde) bir ilişkinin varlığı, yıldız sayısıyla bireysel borç tercihi arasında istatistiksel olarak güçlü bir ilişkinin (0,05 anlamlılık düzeyinde) varlığı saptanmıştır.

12) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunun yüksek vergi ve harçlar (YVG) olduğu belirlenmiştir. Karşılan finansal sorunlardan ikinci ve üçüncü sırada olanların ise yıldız sayısına göre farklılık gösterdiği belirlenmiştir. 5 yıldızlı otel işletmelerinde ikinci sırada karşılaşılan finansal sorun yüksek üretim maliyetleriyken (YÜM), 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde ise ikinci sıradaki finansal sorunun düşük kar marjı (DKM) olduğu belirlenmiştir. Düşük kar marjı, 5 yıldızlı otel işletmeleri tarafından en önemli üçüncü finansal sorun olarak işaretlenirken, yüksek üretim maliyetleri 4 ve 3 yıldızlı otel işletmeleri tarafından

üçüncü olarak en fazla işaretlenen finansal sorun olarak saptanmıştır. Yine yıldız sayısıyla likidite ve nakit açığı sorunu arasında istatistiksel olarak ihtiyatlı (0,10 anlamlılık düzeyinde) kabul edilebilecek bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

13) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinde fon gereksinimlerinin karşılanmasında öncelikle iç kaynakların, daha sonra yabancı kaynakların ve en son olarak da yeni hisse senedi ihracının tercih edildiği ve bu bağlamda yıldız sayısına göre finansal kaynakların tercih sıralamasının değişmediği belirlenmiştir.

14) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin büyük çoğunluğunun gelecekte planladıkları yatırımları iç kaynaklarla, daha sonra yabancı kaynaklarla finanse etmek istediği görülmektedir. 5 yıldızlı ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin hiç birisinin yeni hisse senedi ihracını gelecekteki yatırımlarında kullanmayı planlamadıkları da belirlenmiş, 4 yıldızlı otel işletmelerinden sadece birinin yeni hisse senedi ihracını tercih ettiği saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Yine yıldız sayısı ile gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yabancı kaynak tercihi arasında 0,10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır.

15) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin büyük çoğunluğunun sermaye yapılarında yabancı kaynak kullanmadığı belirlenmiştir. Vade açısından ise 5 yıldızlı otel işletmelerinin daha çok uzun vadeli borç kullandıkları buna karşın 4 yıldızlı otellerin daha çok kısa vadeli borç kullandıkları belirlenmiştir. Yine otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı saptanmıştır.

16) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin yabancı kaynakların vadesine karar verirken en fazla geleceğe yönelik sektördeki beklentiye dikkat ettikleri belirlenmiştir. Yine otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlerden sadece varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde güçlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

17) 5, 4 ve 3 yıldızlı otel işletmelerinin yabancı kaynağın miktarına karar verirken en fazla gelecekte turizm sektöründen beklentileri dikkate aldıkları belirlenmiştir. Yine otel işletmelerinin yıldız sayısıyla yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlerden yeterli iç fonların bulunma düzeyi faktörüyle 0,005 anlamlılık düzeyinde, 0,05 anlamlılık düzeyinde de yatırımın risk düzeyi ile istatistiksel olarak güçlü ilişki saptanmıştır.

18) Otel işletmelerinin yıldız sayısı ile hedef borçlanma oranına sahip olup olmama arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı ve otel işletmelerinin

büyük çoğunluğunun hedef borç oranına sahip olmadığı belirlenmiştir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermektedir. Bununla birlikte hedef borç oranlarına sahip olan otel işletmelerinden yıldız sayısı büyük olanların küçük olanlara göre daha katı hedef borçlanma oranlarına sahip oldukları söylenebilir.

19) Küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinde ilk kuruluş yatırımlarında en fazla özsermayenin daha sonra banka kredisinin en son olarak da teşviklerin kullanıldığı belirlenmiştir. Bu bağlamda ilk kuruluş yatırımlarının finansmanında kullanılan finansal kaynakların tercih sırasının işletme büyüklüğüne göre değişmediği belirlenmiştir. Yine büyüklük ile teşvik kullanımı arasında istatistiksel olarak 0,01 anlamlılık düzeyinde çok güçlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

20) Büyük ve küçük konaklama işletmelerinde mevcut faaliyetlerin finansmanında öncelikle alıkonan karların (iç kaynaklar) daha sonra banka kredilerinin ve satıcı kredilerinin (yabancı kaynak) kullanıldığı belirlenmiştir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermektedir. Orta büyüklükteki konaklama işletmeleri açısından mevcut faaliyetlerin finansmanında öncelikle banka kredilerinin (yabancı kaynak) daha sonra ise alıkonan karların (iç kaynaklar) kullanılması finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermemektedir. Yine büyüklük ile yeni hisse senedi ihracı arasında 0,001 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak çok güçlü bir ilişki saptanmıştır. Ayrıca büyüklük ile bireysel borç arasında mevcut faaliyetlerin finansmanı açısından 0,10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak ihtiyatlı da olsa bir ilişki belirlenmiştir.

21) Küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin karşılaştıkları en önemli finansal sorunun yüksek vergi ve harçlar (YVG) olduğu görülmektedir. Karşılan finansal sorunlardan ikinci ve üçüncü sırada olanların ise büyüklüğe göre farklılık gösterdiği belirlenmiştir. Büyük konaklama işletmelerinde ikinci sırada karşılaşılan finansal sorun yüksek üretim maliyetleriyken (YÜM), orta büyüklükteki ve küçük konaklama işletmeleri açısından düşük kar marjı ikinci sırada karşılaşılan finansal sorun olarak belirlenmiştir. Büyük konaklama işletmelerinde en fazla karşılaşılan üçüncü finansal sorun yüksek borçlanma giderleri, orta ve küçük konaklama işletmelerinde ise yüksek üretim maliyetleri olduğu belirlenmiştir. Yine yüksek borçlanma giderleri (YBG) ile büyüklük arasında güçlü (0,05 anlamlılık düzeyinde) ve YÜM ile büyüklük arasında istatistiksel olarak ihtiyatla (0,10 anlamlılık düzeyinde) kabul edilebilecek bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

22) Küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinde fon gereksinimlerinin karşılanmasında öncelikle iç kaynakların, daha sonra yabancı kaynakların ve en son

olarak da yeni hisse senedi ihracının tercih edildiği belirlenmiştir. Dolayısıyla konaklama işletmelerinde büyüklüğün finansal kaynak tercihlerinin sıralamasını etkilemediği, bir başka ifadeyle konaklama işletmelerinin büyüklüklerine göre finansal kaynak tercihlerine verdikleri önem sırasının değişmediği saptanmıştır.

23) Küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin büyük çoğunluğunun gelecekte planladıkları yatırımları iç kaynaklarla finanse etmek istedikleri daha sonra yabancı kaynaklarla finanse etmek istedikleri belirlenmiştir. Konaklama işletmelerinin büyüklükleriyle gelecekte planladıkları yatırımların finansman tercihleri olan iç kaynaklar ile yeni hisse senedi ihracı arasında istatistiksel bir ilişkinin olmadığı buna karşın büyüklük ile gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yabancı kaynak tercihi arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır.

24) Küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin en fazla yabancı kaynak kullanmadığını ifade ettiği belirlenmiştir. Orta büyüklükteki konaklama işletmelerinde yabancı kaynakların daha çok uzun vadeli olduğu, büyük konaklama işletmelerin de ise daha çok kısa vadeli olduğu saptanmıştır. Yine konaklama işletmelerinde büyüklük ile yabancı kaynak bileşimi tercihleri arasında istatistiksel olarak 0,05 anlamlılık düzeyinde güçlü bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.

25) Küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin yabancı kaynakların vadesine karar verirken en fazla geleceğe yönelik sektördeki beklentiye dikkat ettikleri belirlenmiştir. Yine konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynağın vadesini etkileyen faktörlerden sadece kısa ve uzun vadeli borç faizi oranı arasında 0,05 anlamlılık düzeyinde güçlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

26) Konaklama işletmelerinde borçlanma miktarını etkileyen faktörlerin firma ölçeğine göre farklılık gösterdiği görülmektedir. Büyük ölçekli konaklama işletmeleri açısından borçlanma miktarını etkileyen en önemli faktör yeterli iç fonların miktarı iken, orta ölçekli konaklama işletmeleri açısından en önemli faktör geleceğe yönelik sektördeki beklentidir. Küçük konaklama işletmeleri açısından ise faiz oranının düşük veya yüksek olması en fazla seçilen faktör olmuştur. Yine konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile yabancı kaynağın miktarını etkileyen faktörlerden yeterli iç fonların bulunma düzeyi faktörüyle borçlanma sürecindeki işlem giderleri ile 0,005 anlamlılık düzeyinde ve 0,05 anlamlılık düzeyinde de bankaların kredi politikaları ile istatistiksel olarak güçlü ilişki saptanmıştır.

27) Küçük, orta ve büyük konaklama işletmelerinin büyük çoğunluğunun hedef borçlanma oranı belirlemedikleri saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisiyle uyum göstermektedir. Ancak istatistiksel olarak konaklama işletmelerinin büyüklüğü ile hedef borçlanma oranına sahip olup olmama arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Yine hedef borç oranlarına sahip olan konaklama işletmelerinden büyük olanların küçük olanlara göre daha katı hedef borçlanma oranlarına sahip olduğu saptanmıştır.

SONUÇ

Günümüzde firmalarda dikkatli bir şekilde oluşturulmak suretiyle yönetilen sermaye yapısının firma değerini arttırmaktan daha çok firma değerinin azalmasını önlediği düşünülmektedir. Her ne kadar yıllardır finans literatüründe hissedarlar açısından en fazla değer yaratacak optimal kaldıraç derecesi araştırılmışsa da genel olarak optimal kaldıraç derecesini açıklayan bir model oluşturulamamıştır. Bir başka ifadeyle yapılan bilimsel çalışmalar sonucunda sermaye yapısıyla ilgili birbirine alternatif teori ve yaklaşımlar geliştirilmiş ancak bu teori ve yaklaşımlardan hangisinin firmaların sermaye yapısını en iyi açıklayan teori/yaklaşım olduğu hala tam olarak belirlenememiştir.

Turizm sektörünün en önemli yapı taşlarından biri olan konaklama işletmeleri, büyük miktarda sabit varlığa sahip olan ve bu nedenle daha yatırım aşamasında önemli tutarlarda sermaye gereksinimi duyan işletmelerdir. Türkiye'de kurulması düşünülen bir otel işletmesi için satın alınacak arsa, yaptırılacak bina ve bu binanın donatımı, alınacak makine ve teçhizat vb unsurlarının maliyeti, bilançolarda aktif kıymetlerdeki duran varlıkların %85-90'nına ulaşabilmekte ve bu yatırım harcamaları daha başlangıçta ağır bir finansman yükü teşkil etmektedir. Yatırımın gerçekleşmesinden sonra ise enerji, bakım-onarım, personel, amortisman, faiz ve benzeri giderlerin kapasite kullanımından bağımsız olarak süreklilik göstermeleri sonucunda sabit giderler toplam işletme giderlerinin %60-70 oranına kadar yaklaşmaktadır (www.tcmb.gov.tr, Sektör Bilançoları). Sabit giderlerin yüksek oluşu, likidite ve rantabilite açısından sorunlar yaratabilmektedir. Bununla beraber konaklama işletmeleri, değişen tüketici davranışları, pazardaki rekabet, tercih ve zevklerin sürekli farklılaşması gibi nedenlerle işletme aşamasında da birçok yenileme, modernizasyon ve stratejik amaçlı birleşme ve satın alma yatırımı gerçekleştirme durumlarıyla karşı karşıya kalabilmektedirler. Bu nedenle konaklama işletmelerinde gerek yatırım öncesi, gerekse yatırım süreci ve sonrasında gerçekleştirilecek yatırımlar için uygun finansal kaynakların bulunması ve sermaye yapısının dizaynı önem kazanmaktadır.

Dolayısıyla bu çalışmanın temel amacı; Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin, borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen

faktörleri saptamak, buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliğini ortaya koymaktır. Bu bağlamda çalışmada bir inceleme ve iki farklı analiz gerçekleştirilmiştir.

İlk incelemede Türk turizm sektörünün finansman yapısı ve sermaye yapısı kararları Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yayınladığı 1990-2006 yıllarını kapsayan sektör bilançolarından yararlanılarak Türk turizm sektörünü en iyi temsil ettiği düşünülen oteller ve lokantalar sektörünün konsolide bilanço ve gelir tabloları yardımıyla incelenmiştir. İnceleme sonucunda otel ve lokantalar sektörünün sabit varlık ağırlıklı bir sektör özelliği gösterdiği belirlenmiştir. Yine otel ve lokantalar sektöründe yabancı kaynak ve özkaynak kullanımının dengeli olduğu saptanmıştır. Otel ve lokantalar sektörünün sabit varlık ağırlıklı bir sektör olması nedeniyle bu varlıkların finansmanında uzun vadeli fon kaynaklarının (özkaynak ve uzun vadeli yabancı kaynak) kullanıldığı belirlenmiştir. Yani kullanılan kaynakların vadeleri açısından bakıldığında duran varlık ağırlıklı olan otel ve lokanta sektöründe daha fazla devamlı sermaye (özkaynak + uzun vadeli yabancı kaynak) kullanıldığı saptanmıştır.

Diğer analizde; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören Türk konaklama işletmelerinin, borçlanma kararlarını ve sermaye yapılarını belirleyen değişkenler saptanmaya çalışılmış, buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliği belirlenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerine ait 1994-2006 yıllarını içeren tüm dönem analizi ve 2000-2006 yıllarını içeren alt dönem analizi olmak üzere 2 analiz gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Analiz sürecinde ilgili dönemlere ait panel finansal veriler üzerinde dinamik panel analizi ve sabit etki tahmini gerçekleştirilmiştir. Gerçekleştirilen analiz sonucunda 1994-2006 yılları arasında İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinde efektif vergi oranı (EFT), sabit varlıkların payı (TANG), karlılık (ROA) ve net ticari kredi pozisyonu (IED) değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Buna karşın serbest nakit akımları (FCF), vergi kalkanına tabii borç dışı giderler (DEP), büyüme fırsatları (GO) ve firma büyüklüğü (MFVL) değişkenleri ile konaklama işletmelerinin kaldıraç düzeyiyle bir ilişki saptanamamıştır. 2000-2006 yıllarını kapsayan analiz sonuçlarına göre ise İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinde sabit varlıkların payı (TANG), firma büyüklüğü (MVFL), karlılık (ROA)

ve vergi kalkanına tabii borç dışı giderler (DEP) değişkenleri ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. IED ile kaldıraç düzeyi arasında ise pozitif ilişki saptanmıştır. Buna karşın, serbest nakit akımları (FCF), efektif vergi oranı (EFT) ve büyüme fırsatları (GO) değişkenleri ile konaklama işletmelerinin kaldıraç düzeyi arasında bir ilişki saptanamamıştır. Genel olarak 1996-2006 ile 2000-2006 yıllarını kapsayan analiz sonuçları değerlendirildiğinde daha çok finansal hiyerarşi teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılsa da İMKB'de hisseleri işlem gören konaklama işletmelerinin sermaye yapılarını finansal hiyerarşi teorisinin ve dengeleme teorisinin tam olarak açıklayamadığı ancak değişken bazında açıklayabildiğini söylemek mümkündür.

Çalışmadaki son analizde ise temel amaç; özellikle borsada hisseleri işlem görmeyen Türk konaklama işletmelerinin finansal kaynak seçimlerini veya sermaye yapılarını belirleyen faktörlerin saptanması, buna ek olarak konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerinin geçerliliğinin araştırılması olarak belirlenmiştir. Bu amaçlar doğrultusunda Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarını belirlemeye yönelik olarak literatürden yararlanılarak bir anket oluşturulmuş ve Türk konaklama işletmelerine gönderilmiştir. Elde edilen anket sonuçlarına göre Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarının büyük ölçüde finansal hiyerarşi teorisiyle uyum gösterdiği belirlenmiştir. Mevcut ve gelecekte planladıkları yatırımlardaki fon gereksinimlerinin karşılanmasında öncelikli olarak iç kaynakların tercih edilmesi, iç kaynakların düzeyinin borçlanma kararlarında önemli olması, konaklama işletmelerinde hedef borçlanma oranlarının olmaması ve yabancı kaynağın vadesini ve miktarını en fazla etkileyen faktörün geleceğe ait sektördeki beklentiler olması, Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarını finansal hiyerarşi teorisine yaklaştırmaktadır.

Turizm sektörünün genel olarak risk düzeyi yüksek ve planlama yapmanın zorlaştığı bir sektör olması nedeniyle sektördeki konaklama işletmelerinin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilmeleri ve finansman yapılarını güçlü bir şekilde koruyabilmeleri için sermaye yapısı kararları önem arz etmektedir. Bu bağlamda Türk turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin tüm finansman seçeneklerini ülke ve sektör şartlarına göre avantaj ve dezavantajlarını göz önünde

bulundurarak kendileri için en uygun sermaye yapısına karar vermeleri gerekmektedir. Çalışmada elde edilen sonuçlar ışığında Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı davranışlarının finansal hiyerarşi teorisine yakın olduğu belirlenmiştir. Bunun nedeni Türk konaklama işletmelerinin finansman gereksinimlerini karşılarken daha çok iç kaynaklardan yararlanmaları, buna karşın yabancı kaynak ve hisse senedi ihracından daha az yararlanmaları olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda Türk konaklama işletmelerinin finansal kaynak gereksinimlerini karşılamak için para ve sermaye piyasalarına daha fazla entegre olmaları gerektiği düşünülmektedir. Bununla birlikte tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de konaklama işletmelerinin sermaye piyasalarında işlem görme düzeylerinin düşük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Türk konaklama işletmelerinin sermaye piyasalarına açılarak bu piyasalardan etkin bir şekilde yararlanabilmeleri için gerekli düzenlemelerin ve teşvik edici uygulamaların yürürlüğe girmesinin önemli olacağı düşünülmektedir.

Konaklama işletmeleri özelliği itibariyle sabit sermaye yatırımlarının yoğun olduğu işletmelerdir. Buna bağlı olarak da bu işletmelerin sermaye yapılarının büyük ölçüde özkaynak ve uzun vadeli yabancı kaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Gerçekleştirilen çalışma sonucunda; Türk konaklama işletmelerinin finansman gereksinimlerini karşılarken öncelikle özkaynak ve daha sonra uzun vadeli yabancı kaynak kullandıkları saptanmıştır. Ancak Türk konaklama işletmelerinin uzun vadeli yabancı kaynağa ulaşmada sıkıntılar yaşadıkları düşünülmektedir. Bunun nedeni olarak öncelikle Türk para ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması gösterilebilir. Diğer bir nedende, uzun vadeli yabancı kaynak gereksiniminin karşılanmasında bir finansal araç olarak kullanılan özel sektör tahvillerinin kamu iç borçlanma senetlerinin finans piyasası içersindeki ağırlığı nedeniyle kullanılamaması şeklinde ifade edilebilir. Buna özellikle bankaların uzun vadeli kredi sağlamadaki yetersizlikleri de eklenince Türk konaklama işletmelerinin uzun vadeli finansman gereksinimlerini karşılamada yaşadıkları güçlüklerin arttığı görülmektedir. Bu bağlamda Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapıları içerisinde uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını sadece banka kredileri aracılığıyla sağlamak yerine gerek Türk ve gerekse yabancı finans piyasalarından tahvil ve/veya benzeri borçlanma araçları ihraç ederek sağlamaları yönünde gerekli çalışmaları yapmaları önerilebilir.

Her ne kadar finans literatüründe sermaye yapısı teorisi yıllardır işlense de, turizm sektörüne yönelik olarak, çok az çalışma yapıldığı görülmektedir. Bu bağlamda çalışmada elde edilen bilgilerin konuyla ilgili olarak literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bundan sonra daha fazla veriyi ve farklı analiz tekniklerini içeren çalışmaların, Türk konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarının alınmasına daha fazla katkı sağlayacağı söylenebilir. Ayrıca çalışma sonucunda elde edilen bulgular ve yukarıda ifade edilen önerilere dikkat edilecek olursa, Türk konaklama işletmelerinde sermaye yapısının daha etkin yönetilmesi sağlanabilecektir. Bu şekilde konaklama işletmelerinin finansal yapılarını güçlendirebilecekleri, turizm sektörüne ve ülke ekonomisine daha fazla katkıda bulunabilecekleri düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu (2005), http://www.bddk.org.tr/turkce/Mevzuat/Bankacilik_Kanunu/15405411%20Sayılı%20Bankacılık%20Kanunu.pdf. Ziyaret Tarihi: 30.05.2008

Acaravcı, S. ve H. Doğukanlı. (2004), " Türkiye'de sermaye yapısını etkileyen faktörlerin imalat sanayinde sınanması", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi,* c.19.

Adizes, I. (1979), "Organizational passages – Diagnosing and treating lifecycle problems of organisations", *Organizational Dynamics*, c.8. S. 1. ss.3-25.

Adizes, I. (1996), "The 10 stages of corporate life cycles", *Inc., c.* 18. S.14. ss.95-97.

Akat, Ö. (1997), *Pazarlama Ağırlıklı Turizm İşletmeciliği*, İstanbul: Motif Matbaası.

Akgüç, Ö. (1998), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.

Akhtar, S. (2005), "The determinants of capital structure for Australian multinational and domestic corporations," *Australian Journal of Management*, c.30. S. 2. ss.321-341.

Akhtar, S. ve B. Oliver (2005), "The determinants of capital structure for Japanese multinational and domestic corporations", *http://ecocomm.anu.edu.au/research/ papers/ pdf/0601.pdf*. Ziyaret Tarihi:25.01.2007.

Akyüz, K. C., İ. Akyüz, H. Serin, H. Cindik (2006), "The financing preferences and capital structure of micro, small and medium sized firm owners in forest products industry in Turkey," *Forest Policy and Economics,* c.8. ss.301-311.

Allen, D.E. (1991), "The determinants of capital structure of listed Australian companies: the financial manager's perspective," *Australian Journal of Management,* c.16. S.2. ss.103-128.

Andrew, P. ve R. Schmidgall (1993), *Financial Management For The Hospitality Industry*, USA:AH&MA.

Ang, J. (1992), "On the theory of finance for privately held firms," *Journal of Small Business Finance,* c.1. S. 3. ss.185–203.

Ang, J. S., A. Fatemi, T.A. Rad (1997), "Capital structure and dividend policies of Indonesian firms," *Pacific-Basin Finance Journal,* c.5. S.1. ss.87-103.

Antoniou, A., Y. Güney ve K. Paudyal (2002), "*Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries,*" Working paper. University of Durham.

Arnold, Glen (1998), *Corporate Financial Management*, England: Financial Times Prentice Hall.

Aruoba, Ç. ve C. Alpar (1992), *Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelişmeler*, Ankara: Özyurt Matbaacılık.

Aydın, N., M. Çoşkun, H. Bakır, A. Ceylan, M. Başar (2004), *Finansal Yönetim*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını No. 1465.

Baltagi, B. H. (2001), *Econometric Analysis Of Panel Data* (2nd Edition), England: John Wiley & Sons.

Bancel, F. ve V. U. Mittoo (2004), "The determinants of capital structure choice: a survey of european firms," *Financial Management (2000)*, c.33. S.4. ss.103-132.

Banka sermayelerinin güçlendirilmesi, http://www.tbb.org.tr/turkce/duyurular/diger/bddk%20banka%20sermayelerinin%20guclendirilmesi.doc.ZiyaretTarihi:11.09.2007.

Barton, S. ve P. Gordon (1988), "Corporate strategy and capital stucture," *Strategic Management Journal*, c.9. S.6. ss.623-632.

Barutçugil, S. İ. (1986), *Turizm Ekonomisi ve Turizmin Türk Ekonomisindeki Yeri*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Baskin, J. B. (1989), "An empirical ınvestigation of the pecking order hypothesis", *Financial Management*, c.18, ss. 26-35.

Batman,O. (1999, *Otel İşletmelerinin Yönetimi,* Adapazarı: Değişim Yayınları.

Beattie, V., A. Goosacre ve S.J. Thomson (2006), "Corporate financing decisions:UK survey evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, c. 33. S.9&10. ss.1402-1434.

Bender, R. ve K. Ward (1993), *Corporate Financial Strategy,* Oxford: Butterworth-Heinemann.

Benito, A. (2003), " The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?", *Banco De Espana Working Paper Series*, ISBN: 1579-8666. http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0310e.pdf. Ziyaret Tarihi:25.05.2008.

Berger P., Ofek, E., and Yermack, D. (1997), "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *Journal of Finance*, c. 52. S. 4. ss. 1411-1438.

Berens, J.L. ve C.J. Cuny (1995), "The capital structure puzzle revisited", *Review of Financial Studies*, *c.8*. S.4. ss.1185-1208.

Bevan, A. ve J. Danbolt (2002), "Capital structure and its determinants in the UK- a decompositional analysis," *Applied Financial Economics*, c.12. ss. 159-170.

Bhaduri, S. N. (2002), "Determinants of corporate borrowing: Some evidence from the Indian corporate structure", *Journal of Economics and Finance*, c.26. S.2. ss. 200-216.

Bontempi, M.E. (2002), "The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance for Italy", *Empirical Economics,* c.27. S.1 ss.1–22.

Booth, L., V. Aivazian, A. Kunt, V. Maksimoviç (2001), "Capital structures in developing countries," *Journal of Finance*, c.56. S.1. ss. 87-130.

Brander, J.A. ve T.R. Lewis, (1986), "Oligopoly and financial structure: the limited liability effect", *American Economic Review*, c.76. S. 5. ss. 956–970.

Brierly P. ve P. Bunn (2005), "The determination of UK corporate capital gearing", *Bank of England Quarterly Bulletin*, c. 45. S. 3, ss.356-366.

Brigham, E. ve L. Gapenski (1991), *Financial Management Theory And Practice*, USA:The Dryden Pres.

Brigham, E.F. ve J.F. Houston (2004), *Fundamentals of Financial Management (Concise 4th Edition)*, Mason Ohio: South-Western Educational Publication.

Brigham, Eugene (1999), *Finansal Yönetimin Temelleri.* (Çev. Ö. Akmut, ve H. Sarıaslan), Ankara: Ankara Üniversitesi Yayınları No:213.

Brounen, D., A. Jong ve K. Koedijk (2005), "Capital structure policies in Europe: survey evidence," *Journal of Banking & Finance*, c.30. S.5. ss.1409-1442.

Buferna, F., Bangassa, K., Hodgkinson, L. (2005), "Determinants of capital structure evidence from Libya," University of Liverpool Research Paper Series (Seri No:2005/08), ss.1-32.

Burgman, T. A. (1996), "An empirical examination of multinational corporate capital structure", *Journal of International Business Studies*, c.27. S.3. ss. 553-570.

Cai, K., R. Fairchild, Y. Güney (2008), "Debt maturity structure of Chinese companies,"*Pasific-Basin Finance Journal,* c.16. ss.268-297.

Castanias, R. (1983), "Bankruptcy risk and optimal capital structure," *The Journal of Finance*, c.38. S.5. ss. 1617-1635.

Ceylan, Ali (1995), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Yayınevi.

Chathoth, P. ve M. Olsen (2006), "The effect of environment risk, corporate strategy and capital structure on fim performance: An empirical investigation of restaurant firms," *International Journal of Hospitality Management*,c.26. S.3. ss.502-516.

Chen, J. (2004), "Determinants of capital structure of chinese-listed companies," *Journal of Business Research*, c.57. S.12. ss.1341-1351.

Chen,Y. ve K. Hammes (1997), "Capital structure, theories and empirical results-a panel data analysis", *Conference on Financial Regulation at Groningen*, Netherlands.

Chittenden, F., G. Hall ve P. Hutchinson (1996), "Small firm growth, access to capital markets and financial structure : review of issues and an empirical investigation", *Small Business Economics*, c. 8. S.1. ss. 59-67.

Churchill, G.A. (1991), *Marketing Research Foundations*, Orlando: Dryenden Pres.

Colombo, E. (2001),"Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms," *Applied Economics,* c.33. S.13. ss.1689-1701.

Copeland, T., T. Koller, J. Murrin (2000), *Valuation Measuring and Managing The Value Of Companies*, New York: John Wiley&Sons Inc.

Çetiner, E. (2002), Konaklama İşletmelerinde Muhasebe Uygulamaları, Ankara :Gazi Kitapevi.

Çımat, A. ve O. Bahar (2003), "Turizm sektörünün Türkiye ekonomisi içindeki yeri ve önemi üzerine bir değerlendirme," *Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, c.6. ss. 1-18.

Dalbor, M. ve A. Upneja (2002), "Factors affecting the long-term debt decision of restaurant firms," *Journal of Hospitality & Tourism Research*, c.26. S.4. ss. 422-432.

Damodaran, A. (2000), *Investment Valuation*, New York: John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A. (2001), *Corporate Finance: Theory And Practice*, New York: John Wiley & Sons.

Daskalakis, N. ve M. Psillaki (2008), "Do country or firm factors explain capital structure? evidence from SMEs in France and Greece", *Applied Financial Economics*, c.18. S.2. ss. 87-97.

DeAngelo, H. ve R.W. Masulis (1980), "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of Financial Economics*, c.8. ss. 3-29.

Deesomsak, R., K. Paudyal, G. Pescetto (2004), "The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region," *Journal of Multinational Financial Management,* c.14. S.4-5. ss.387–405.

Delcoure, N. (2007), "The determinants of capital structure in trasitional economies," *Internatioanl Review of Economics and Finance*, c.16. S.3. ss. 400-415.

Desai, M. A., F. C. Foley, Jr. Hines, R. James (2004), "A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets", *Journal of Finance*, c. 59. S. 6. ss. 2451-2487.

DPT (Devlet Planlama Enstitüsü) (2006), *9.Beş Yıllık Kalkınma Planı,* http://ekutup.dpt.gov.tr/plan/ix/9kalkinmaplani20070302.pdf. Ziyaret Tarihi: 05.07.2008.

Drobetz, W. ve R. Fix (2005), "What are the determinants of the capital structure? evidence from Switzerland," *Swiss Journal of Economics and Statistics*, c.1. S.3. ss.71-113.

Ehrhardt, M. ve E. Brigham (2006), *Corporate Finance- A Focused Approach*, China: Thomson South-Western.

Emery, D.R., J.D. Finnerty (1997), *Corporate Financial Management*, New Jersey:Prentice-Hall, Inc.

Ercan, M.K. ve Ü. Ban (2005), *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Ankara:Gazi Kitabevi.

Erickson, M.,S. ve R. Trevino, (1994), "A pecking order approach to leasing: the airline industry case", *Journal of Financial and Strategic Decisions, c.*7. S.3. ss.71-81.

Erkan, M. ve O. Aydemir (2006), "İşletmelerin finansman kararları ve yabancı kaynak kullanımı: Türkiye'de bir uygulama," *Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi,* c.6. S.15. ss.131-139.

Fabozzi, J. F. ve P.P. Peterson (2003), *Financial Management and Analysis (Second Edition)*, New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.

Fama, E. ve R. K. French (1998), "Taxes, financing decisions, and firm value", *Journal of Finance*, c.53. S.3. ss. 819–843.

Fama, E. ve R. K. French (2002), "Testing trade off and pecking order predictions about dividents and debt," *The Review of Financial Studies,* c.15. S.1. ss.1-33.

Fan P.H. J., Titman, S. ve Twite, G. (2003), "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", http://home.ust.hk/~pjfan/wp/ InternationalCS-Fan-Titman-Twite.pdf. Ziyaret Tarihi:11.08.2006.

Fattouh B., P. Scaramozzino, L. Haris (2003), "Capital structure ın South Korea: a quantile regression approach", *CEIS Tor Tergata Research Paper Series Working Paper,* No. 40. http://ssrn.com/abstract=474941. Ziyaret Tarihi:10.09.2007.

Feikadis, A. ve A. Rovolis (2007), "Capital structure choice in European Union: evidence from the construction industry," *Applied Financial Economics*, c.17.S.12. ss. 989 –1002.

Fernandes, E. ve H. Capobianco (2001), "Airline capital structure and returns," *Journal of Air Transport Management*, c.7. S.3. ss.137-142.

Fıratoğlu, B. (2005), *Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler Ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler*, (BF/1), Sermaye Piyasası Kurulu.

Frank, M., Z. ve V. K. Goyal (2003), "Testing the pecking order theory of capital structure," *Journal of Financial Economics,* c.67. S.2. ss.217-248.

Frank, M., Z., V. K. Goyal (2004), "The effect of market conditions on capital structure adjustment," *Finance Research Letters*, c.1. S.1. ss. 47–55.

Frank, M., Z., V. K. Goyal (2005), "Tradeoff and pecking order theories of debt", *Working Paper,* University of British Columbia.

Frielinghaus, A., B. Mostert, C. Firer (2005), "Capital structure and the firm's life stage," *South Africa Journal of Business Management*, c.36. S.4. ss.9-18.

Frydenberg, S. (2004), "Determinants of corporate capital structure of Norwegian manufacturing firms", *Trondheim Business School Working Paper No. 1999:6*. Norwegian University of Science and Technology (NTNU) Department of Industrial Economics and Technology; Sor Trondelag University College - Trondheim Business School.

Garvey, G. T. ve G. Hanka (1999), "Capital structure and corporate control the effect of antitakeover statutes on firm leverage," *Journal of Finance*, c.54. S.2. ss. 519-546.

Gaud, P., E. Jani, M. Hoesli, A. Bender (2005), "The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic danel data," *European Financial Management*, c.11. S.1. ss.51-69.

Graham, J. R. (1996), " Debt and the marginal tax rate," Journal of Financial Economics, c.41. S.1. ss. 41-73

Graham, J. R. ve C. R. Harvey (2001), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field," *Journal of Financial Economics*, c.60. S.2. ss.187-243.

Graham, J. R. (2003), "Taxes and corporate finance: a review," *Review of Financial Studies*, c.16. S.4. ss.1075-1129.

Graham, J. R., M. H. Lang ve D. A. Shackelford (2004), "Employee stock options, corporate taxes and debt policy", *Journal of Finance*, c.59. S.4. ss.585-1618.

Greene, W. (1997), *Econometric Analysis*, New York: Macmillan.

Grundströmer, E. ve J. Gustafsson (2007), "The incentives behind capital structure decision -a survey of the Swedish market", *Yüksek Lisans Tezi*, The Department of Business Administration School Of Economics and Management Lund University, Sweden.

Güloğlu, B. ve S. Bekçioğlu (2001), "İmkb'deki gelişmelerin firmaların sermaye yapılarına etkileri:imalat sanayinde faaliyet gösteren firmalar üzerinde bir uygulama", *ODTÜ 2001 V. Uluslararası İktisat Kongresi*, Ankara. http:// www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bulent.pdf. Ziyaret Tarihi: 04.01.2006.

Hall, G. , P. Hutchinson ve N. Michaelas (2000), "Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure," *International Journal of the Economics of Business* , c.7. S.3. ss. 297 – 312.

Hall, G. , P. Hutchinson ve N. Michaelas (2004), "Determinants of the capital structures of European SMEs," *Journal of Business Finance & Accounting*, c. 31. S. 5 & 6. ss.711-728.

Hamilton, R.T. ve M.A. Fox (1998), "The financing preferences of small firm owners," *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, c.4. S. 3. ss. 239-248.

Harris, M. ve A. Raviv (1988), "Corporate-control contests and capital structure," *Journal of Financial Economics,* c. 20. ss.55 – 86.

Harris, M., ve A. Raviv (1991), "The theory of capital structure," *Journal of Finance*, c. 46.S.1. ss. 297-355.

Harrison, H. (2004), "Tourism zones," *FDI Magazine*, www.fdimagazine.com/news/ printpage.php/aid/672/Tourims_zones.html. Ziyaret Tarihi:26.08.2007.

Hatfield, G., L. Cheng, W. Davidson (1994), "The determination of optimal capital structure: the effect of firm and industry debt ratios on market value," *Journal of Financial And Strategic Management*, c.7. S.3. ss.1-14.

Heinkel, R. (1982), "A theory of capital structure relevance under imperfect information", *Journal of Finance*, c. 37. S. 5. ss.1141-1150.

Heyman, D., M. Deloof, H. Ooghe (2008), "The financial structure of private held Belgian firms," *Small Business Economics,* c.30. ss.301-313.

Hirota, S. (1999), "Are corporate financing decisions different in Japan? an empirical study on capital structure," *Journal of The Japanies and International Economies*, c.13. S.3. ss.201-229.

Hol, S. ve N. Wijst (2006), *The Financing Structure Of Non-Listed Firms*, (No. 468), Statistics Norway, Research Department, *Discussion Papers*, http://www.ssb.no/publikasjoner/DP/pdf/dp468.pdf. Ziyaret Tarihi: 25. 01. 2007.

Homaifer, G. Zietz, ve O. Benkato (1994), "An empirical model of capital structure: some new evidence," *Journal of Business Finance and Accounting*, c. 21. S.1. ss. 1-14.

Hovakimian A., T. Opler ve S. Titman (2001), "The debt-equity choice", *Journal of Financial. and Quantitative Analysis*, c.36. S.1. ss. 1-25.

Hsiao, C. (1986), *Analysis of Panel Data*, Cambridge: Cambridge University Press.

Huang, S, ve F. Song (2006), "The determinants of capital structure: evidence from China," *China Economic Review,* c.17. S.1. ss.14-36.

Ismail, M. ve T. Eldomiaty (2004), "Bayesian identification of the predictors for capital structure in Egypt," *Advances and Applications in Statistics*, c.4.S.2. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=712263.

Israel, R. (1992), "Capital and ownership structures, and the market for corporate control," *The Review of Financial Studies*, c.5. S. 2. ss.181-198.

Jaggi, B. ve F. A. Gul (1999), "An analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flows and size on corporate debt policy," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, c.12, S. 4. ss. 371-381.

Jang, S.C. ve K. Ryu (2006), "Cross-balance sheet interdependencies of restaurant firms: a canonical correlation analysis," *International Journal of Hospitality Management*, c. 25. S.1. ss. 159-166.

Jang, S.C., C.H. Tang, M.H. Chen (2008), "Financing behaviors of hotel companies," *International Journal of Hospitality Management*, c.27. S.3. ss.478-487.

Jensen, M.C. ve H.W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Management*, c.3.S.4. ss.305-360.

Jensen, M. C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, c.76. S. 2. ss. 323-329.

John T. A. ve K. John (1993), "Top-management compensation and capital structure," *Journal of Finance*, c. 48. S. 3. ss. 949–974.

Jonnard, M.C. (1998). *International Business and Trade: Theory, Practise and Policy*, Boca Rotan: CRC Press LLC.

Jung, K, Y. Kim ve R. Stulz (1996), "Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision," *Journal of Financial Economics*, c. 42. S. 2. ss. 159–185.

Kahraman, N. (1997), *Turizm Yatırım Projeleri Analizi*, Ankara: Siyasal Kitapevi.

Kandır, S., E. Karadeniz ve Y. B. Önal (2007), "Türkiye'de büyük sanayi işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi," *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi,* c.9. S.2. ss.145-165.

Kandır, S., Y. B. Önal ve E. Karadeniz, (2007), *Turizm Yatırım Projelerinin Yönetimi Değerlendirilmesi ve Finansmanı*, Ankara: Detay Yayıncılık.

Kar, M., E. Zorkirişçi, M.Yıldırım (2004), "Turizmin ekonomiye katkısı üzerine ampirik bir değerlendirme," *Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, c.8. ss. 87-112.

Karadeniz, E. (2003), "Otel işletmelerinde firma değerlemesi ve önemi", *Yüksek Lisans Tezi,* Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.

Karadeniz, E., S. Y. Kandır ve Y. B. Önal (2007), "Seçilmiş paydaşların swot yöntemiyle Türk turizm yatırımlarını değerlendirmesine yönelik bir pilot çalışma," *Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi*, c.18. S.2. ss.195-206.

Kayhan, A., ve S. Titman (2007), "Firms' histories and their capital structure," *Journal of Financial Economics*, c.83. ss.1-32.

Kıymalıoğlu, Ü., ve D. Ayoğlu (2006), " Türk imalat sanayinde yığılma ekonomileri," *Doğuş Üniversitesi Dergisi,* c.7. S.2. ss.198-209.

Koller, T., M. Goedhart, D. Wessels (2005), *Valuation, Measuring and Managing The Value of Companies* (Fourth Edition), New Jersey: John Wiley&Sons.

Korajczyk, R. A. ve A. Levy (2003), "Capital structure choice:macroeconomic conditions and financial constraints," *Journal of Financial Economics,* c.68. S.1. ss.75-109.

Kozak, N., M. A. Kozak ve M. Kozak (2001), *Genel Turizm: İlkeler-Kavramlar*, Ankara: Detay Yayıncılık.

Kula, V. (2001), "İşletmelerin sermaye yapısını açıklamada finansal hiyerarşi teorisi,".*Active Dergisi,* Mayıs- Haziran, ss.41-49.

Kurtuluş, K. (1998), *Pazarlama Araştırmaları,* İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.

Kwansa, F. ve M.H. Cho (1995), "Bankruptcy cost and capital structure: the significance of indirect cost," *International Journal of Hospitality Management*, c.14, S.3/4. ss.339-350.

La Porta, R., F. L. Silanes, A. Shleifer ve R. Vishny (1997), "Legal determinants of external finance," *Journal of Finance*, c.52. S.3. ss. 1131-1150.

La Porta, R., F. L. Silanes, A. Shleifer ve R. Vishny (1999), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, c.54. S.2. ss. 471-517.

Leary, M. T. ve M. R. Roberts (2004), "Financial slack and tests of the pecking order's financial hierarchy", *Working Paper*, Duke University. http://www.haas. berkeley.edu/groups/finance/CapStrucPOv28.pdf. Ziyaret Tarihi:26.12.2007.

Lundberg, E. D., M.H. Stavenga ve M. Krishnamoorthy (1995), *Tourism Economics*, Canada: John Wiley& Sons, Inc.

MacKay, P. (2003), "Real flexibility and financial structure: an empirical analysis", *Review of Financial Studies*, c.16. S. 4. ss.1131-1165.

Maksimovic V. (1988), "Capital structure in repeated oligopolies", *RAND Journal of Economics, The RAND Corporation*, c.19. S.3. ss. 389-407.

Mallikarjunappa, T., C. Goveas (2007), "Factors determining the capital structure of pharmaceutical companies in India," *The Icfai Journal of Applied Finance,* c.13, S.11. ss.56-72.

Masulis, R.W. (1983), "The impact of capital structure change on firm value: some estimates," *Journal of Finance*, c.38. S.1. ss. 107-126.

Mazur, K. (2007), "The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies," *International Advances in Economic Research,* c.13.ss.495-514.

Medeiros O.R. ve C.E. Daher (2005), "Testing the pecking order theory of capital structure in Brazilian firms," http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract _id=868466. Ziyaret Tarihi: 11.09.2007.

Medlik, S. (1972), *Profil of Hotel And Catering Industry,* London:William Heineman.

Megginson, W.L., ve S.B. Smart (2006), *Introduction To Corporate Finance*, USA: Thomson South-Western.

Miguel, A. ve J. Pindado (2001), "Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data," *Journal of Corporate Finance*, c.7. S.1. ss. 77-99.

Miller, M. (1977), " Debt and taxes", *Journal of Finance*, c.32.S.2. ss.261-275.

Mira, F. ve J. Gracia (2003), "Pecking order versus trade-off:an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure", www.ivie.es/downloads/docs/03/wpec-09.pdf. Ziyaret Tarihi: 08.09.2007.

Mitton, Todd (2007), "Why debt ratios increase for firms in emerging markets?" *European Financial Management,* c.14. S11. ss.127-151.

Modigliani F., M. H. Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment,*" The American Economic Review*, c.48. S.3. ss.261-297.

Modigliani, Franco, M. H. Miller (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction,*" The American Economic Review*, c.53. S.3 ss.433-443.

Morgan, I. W. ve P. Abetti (2004), "Private and public 'cradle to maturity' financing patterns of U.S. biotech ventures," *The Journal of Private Equity*, c.7. S. 2. ss.9-26.

Moyer, C., J. Mcguigan, W. Kretlow (2002), *Contemporary Financial Management* (6th Edition), USA: West Publishing Company.

Moyer, C., J. McGuigan, R. Rao (2007), *Fundamentals Of Contemporary Financial Management*, USA:Thomson South-Western.

Myers S.C. (2001), "Capital structure," *Journal of Economic Perspectives,* c.15. S.2. ss.81-102.

Myers, S. C.(1977), "Determinants of corporate barrowing," *Journal of Financial Economics*, c.5. S.2. ss. 147-175.

Myers, S.C. (1984), "The capital structure puzzle," *Journal of Finance*, c.39. S.3. ss.575-592.

Myers, S.C. ve N.S. Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, c.13. S.2. ss.187-221.

Nengjiu J., R. Parrino, A.M. Poteshman ve M.S. Weisbach (2005), "Horses and rabbits? trade-off theory and optimal capital structure", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, c. 40, S. 2. ss. 259-281.

Newberry, K. J. (1998), "Foreign tax credit limitations and capital structure decisions," *Journal of Accounting Research*, c.36. S. 1. ss. 157-166.

Noe T. H., M. J. Rebello ve J. Wang (2003), "Corporate financing: an artificial agent-based analysis", *Journal of Finance*, c. 58. S.3. ss. 943- 973.

Nuri, J. ve S. Archer (2001), "Target adjustment model against pecking order model of capital structure," *European Financial Management Association Annual Meeting*, Lugano, Switzerland. http://www2.dse.unibo.it/bontempi/didattica /tesi/tommasoP/finance-PO&TO-NuriArcher.doc.Ziyaret Tarihi: 08.10.2006.

Olalı, H. ve M. Korzay (1989), *Otel İşletmeciliği*, İstanbul:İ.Ü. İşletme İktisadı Enstitüsü Yayını.

Ooi, J.T.L. (1999), "The debt maturity structure of UK property companies", *Journal of Property Research*, c.16. S. 4. ss. 293-307.

Özdemir, M. (1992), "Turizmin Türkiye'nin sosyo-ekonomik yapısına etkileri", Yayınlanmış *Doktora Tezi*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Özen, T. ve Ş. Kuru (1998), *Turizm Yatırımları,* İstanbul:Özkan Ofset.

Özer, B. ve S. Yamak (2000), "Self – sustaining pattern of finance in small business:evidence from Turkey," *International Journal of Hospitality Management*, c.19. ss.261-273.

Pandey, I.M. (2001), "Capital structure and the firm characteristics:evidence from emerging market", http://ideas.repec.org/p/iim/iimawp/2001-10-04.html. Ziyaret Tarihi: 08.10.2006.

Pandey, I.M. (2004), "Capital structure and market power interaction: evidence from Malaysia. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=322700. Ziyaret Tarihi: 11.11.2006.

Pazarlıoğlu, V. ve Ö. Gürler (2007), " Telekominikasyon yatırımları ve ekonomik büyüme: panel veri yaklaşımı," *8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.

Pearce, D.G., (1992), *Tourist Development, Essex*, United Kingdom: Longman Scientific &Technical, Longman Group UK Ltd.

Phillips, P. ve M. Sipahioğlu (2004), "Perfomance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests," *The Service Industries Journal*, c.24. S.5. ss.31-51.

Pittman J. A. (2002), "The influence of firm maturation on tax-induced financing and investment decisions", *Journal of the American Taxation Association (JATA)*, c. 24. S. 2. ss.35-59.

Qian, Y., Y. Tian, T. S. Wirjanto (2007), "An empirical investigation into the capital-structure determinants of publicly listed Chinese companies: a static analysis," http://www.arts.uwaterloo.ca/~twirjant/sccs_0307.pdf. Ziyaret Tarihi: 11.09.2007.

Rao S. N. ve J. Lukose (2002), "An empirical study on the determinants of the capital structure of listed Indian firms". http://ssrn.com/abstract=433120orDOI:10. 2139 /ssrn. 433120. Ziyaret Tarihi: 11.09.2007.

Rajan, R. G. ve L. Zingales (1995), "What do we know about capital structure? some evidence from ınternational data", *Journal of Finance*, c. 50. S.5. ss.1421-1460.

Ross, S. A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach," *The Bell Journal of Economics*, c. 8. S.1. ss. 23-40.

Ross, S., W.R. Westerfield, B. Jordan (2002), *Fundamentals of Corporate Finance (6th Edition)*, New York: McGraw-Hill Irwin.

Sakarya, Ş (2008), "Turizm İşletmelerinin Finansman Sorunlarının Çözümünde İMKB'nin Rolü (İMKB Turizm Sektörü Üzerine Bir İnceleme)", *Akademik Bakış Uluslar arası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*, S.12. ss.53-61.

Sarig, O.H. (1988), "The effect of leverage on bargaining with a corporation", *The Financial Review* , c**.** 33. ss. 1–16.

Sayılgan, G., H. Karabacak, G. Küçükkocaoğlu (2006), "The firm-specific determinants of corporate capital structure: evidence from Turkish panel data," http://www. baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselcapstrpaper.pdf. Ziyaret Tarihi: 01.04.2007.

Schnabel, J. A. (1984), "Bankruptcy, ınterest tax shields and 'optimal' capital structure: a cash flow formulation," *Managerial and Decision Economics*, c. 5. S. 2. ss.116-119.

Schmidgall, S. R. (1997), *Manageral Accounting For The Hospitality İndustry,* USA:AH-MA.

Seifert, B. ve H. Gönenç (2008), " The international evidence on the pecking order hypothesis", *Journal of Multinational Financial Management,* S. 18. ss.244-260.

Sezgin, O. M. (1995), *Genel Turizm-Turistik Kavramlar-Ekonomi-Pazarlama-Turizm Mevzuatı,* Ankara:Tutibay Ltd. Şti.

Short H., K. Keasey ve D. Duxbury (2002), "Capital structure, management ownership and large external shareholders: a UK analysis", *International Journal of the Economics of Business*, c. 9. S.3. ss. 375–399.

Stulz, R. M. (1988), "Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control," *Journal of Finance Economics*, c.20. ss. 25-54.

Stulz, R. M. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics,* c.26. ss. 3–27.

Suto, M. (2003), "Capital structure and investment behavior of Malaysian firms in the 1990s: a study of corporate governance before the crisis", *Corporate Governance: An International Review*, c.11. S.1. ss. 25-39.

Swinnen, S., W. Voordeckers, S. Vandemaele (2005), "Capital structure in SMEs: pecking order versus static trade-off, bounded rationality and the behavioural principle", *European Financial Management Association. - Annual Meetings*, Milan: ss.1-40. http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/250-swinnen_paper.pdf. Ziyaret Tarihi: 01.04.2008.

Şener, B. (1997), *Modern Otel İşletmelerinde Yönetim Ve Organizasyon*, Ankara:Gazi Kitapevi.

Tang, C.H. ve S.S. Jang (2007), "Revisit to the determinants of capital structure: a comparison between lodging firms and software firms," *International Journal of Hospitality Management*, c.26. S.1. ss.175-187.

Tezcan, K., Y.B. Önal, E. Karadeniz ve S.Y. Kandır (2007), *Türk Turizm Sektörü ve Vergi Uygulamaları,* Adana: Nobel Kitabevi.

Thornhill S., G. Gellatly ve A. Riding (2004), "Growth history, knowledge intensity and capital structure in small firms," *Venture Capital*, c.6. S.1. ss. 73-89.

Titman, S. (1984), "The effect of capital structure on a firms liquidation decision", *Journal of Financial Economics,* c. 13. ss. 1–19.

Tong, G. ve C. J. Green (2005), "Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies," *Applied Economics,* c.37. S.19. ss.2179-2189.

Topal, Y. (2006), " İMKB'ye kayıtlı işletmelerin sermaye yapıları ve finansal kaldıraç oranlarının karlılıklarına etkisi," *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* S. 27, ss.45-70.

Tortop, M. (2007), " Çokuluslu işletmelerde sermaye yapısı ve İMKB'de bir uygulama", *Yüksek Lisans Tezi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Toskay, T. (1978), *Turizm:Turizm Olayına Genel Yaklaşım*. İstanbul: Güryay Matbaası.

Tunç, A. ve F. Saç (1998), *Genel Turizm Gelişimi - Geleceği*. Ankara: Detay Yayınevi.

Türkiye Vakıflar Bankası (2004), *Turizm Sektörü,* Sektör Araştırmaları Raporu. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Planlama ve İktisadi Araştırmalar Grup Yönetmenliği, Sektör Araştırmaları Serisi/No:30, Ankara. www.vakifbank.com.tr /earastirma/turizm.doc.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Sektör Bilançoları,* Ankara. www.tcmb.gov.tr. Ziyaret Tarihi:18.01.2008.

Türko, M. (1999), *Finansal Yönetim*. İstanbul:Alfa Yayınevi.

Um, T. (2001), "Determination of capital structure and prediction of bankruptcy in

Korea",*Doktora Tezi*. Cornell University.

Upneja, A. ve M. Dalbor (1999), "An examination of leasing policy, tax rates and financial stability in the restaurant industry," *Journal of Hospitality & Tourism Research*, c. 23. S.1. ss.85-99.

Upneja, A. ve M. Dalbor, (2001), "The choice of long-term debt in the US lodging industry", *UNVL Journal Of Hospitality, Tourism and Leisure Science*. http: //hotel.unlv.edu/res_journalPubsArticle.html. Ziyaret Tarihi: 01.04. 2007.

Üreten, A. ve M. K. Ercan (2000), *Firma Değerinin Tespiti Ve Yönetimi*, Ankara:Gazi Kitapevi.

Unur, K. (2000), "Turizmin Türkiye'nin ödemeler dengesine etkisinin analizi," *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, c.2. S. 3. ss. 13-15.

Usal, A. ve O. A. Kurgun (2001), *Turizm İşletmelerinde Maliyet Analizleri*, Ankara: Detay Yayıncılık.

Van Horne, J. (1971), *Financial Management and Policy,* New Jersey: Prentice-Hall.

Voulgaris, F., D. Asteriou, G. Agiomirgianakis (2004), "Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector," *International Review of Applied Economics*, c.18. S.2. ss.247–262.

Wen Y., K. Rwegasira, J. Bilderbeek (2002), "Corporate governance and capital structure decisios of the Chinese listed firms," *Corporate Governance An International Review*, c.10. S.2. ss.75-83.

Westphalen, M. (2002), "Optimal capital structure with agency costs of free cash flow". www.fmpm.ch/docs/6th/Papers_6/Papers_Netz/SGF602.pdf. Ziyaret Tarihi: 12.05.2007.

Williamson O. E. (1988), "Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance*, c. 43. S. 3. ss. 567-591.

Wiwattanakantang, Y. (1999), "An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms," *Pacific-Basin Finance Journal*, c.7. S.3-4. ss. 371-403.

Wooldrige, J. (2001), *Econometric Analysis Of Cross Section And Panel Data*, England: The MIT Press

Yılgör, A. ve E. Yücel, (2007), "Sermaye yapısı kararlarına ilişkin Mersin ve Adana illerinde bir uygulama", *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* S.35. ss.111-124.

Yılmaz, F. (2003), "Türkiye'de küçük ve orta boy işletmeler", http://www.isbank.com. tr/dosya/ekon-tr_kobiler2004.pdf. Ziyaret Tarihi:10.06.2008.

Zou, H. ve Z. J. Xiao (2006), " The financing behaviour of listed Chinese firms," *The British Accounting Review*, c.38. S.3. ss.239-258.

EKLER:

Ek.1. Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Yapısıyla İlgili Çalışmalar

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Castanias (1983)	Sermaye yapısının belirlenmesinde sermaye yapısı ilintisizliği teorisi ile iflas maliyetleri teorisini test etmek.	ABD'deki 1940, 1950, 1960, 1970 yılları ile 1972-1977 yılları arasındaki 36 endüstrideki iflas maliyetleri ile karşı karşıya olan firmalar	Kruskal Wallis analizi, Pearson ve Kendall korelasyon analizi	1)Analiz sonucunda 36 endüstride firma başarısızlıkları ile kaldıraç düzeyleri arasında anlamlı ilişki saptanmıştır. Dolayısıyla firmaların sermaye yapısı kararlarında sermaye yapısı ilintisizliği teorisini desteklemeyen buna karşın iflas maliyetleri teorisini destekleyen sonuçlara ulaşılmıştır.
Masulis (1983)	1963-1978 yılları arasında Amerika'da rekapitalizasyon ve sermaye yapılarındaki menkul kıymet değişiklik duyurularının (exchange offers) firmaların sermaye yapılarına etkilerini incelemek.	1963-1978 yılları arasındaki halka açık firmaların 126 menkul kıymet değişim duyurusu.	Regresyon Analizi	1)Hisse senedi fiyatları ve firma değeri ile borç düzeyi veya kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. 2)Bununla beraber bir firmanın kaldıraç düzeyini ait olduğu sektörün ortalamasına yakınlaştırdıkça değerini arttırdığını belirlenmiştir.
Barton ve Gordon (1988)	Firma stratejisi ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemek	1974 yılında Fortune 500 listesinde olup 1982 yılında da Fortune 500 listesinde olan 279 Amerikan firmasının 1970-1974 yıllarına ait verileri.	F testi ve çoklu regresyon (One way Anova)	1)Firma riskliliğiyle ilgili stratejilerin firmaların sermaye yapılarını etkilediği saptanmıştır. 2) Karlılık ile borçlanma arasında negatif bir ilişki saptanmıştır. 3) Firma büyüklüğü, sermaye yoğunluğu ve kazançların riski ile borçlanma düzeyi arasında önemli bir ilişki saptanmamıştır. 4) Büyüme hızı ile sermaye yapısı arasında ise kısmen ve durumsal bir ilişki içerisinde olduğu, strateji kategorilerinin bazılarında büyüme ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Harris ve Raviv (1991)	Temsilcilik maliyetleri, asimetrik bilgi, ürün/girdi piyasa etkileşimleri ve firma kontrol unsurlarını temel alan sermaye yapısı teorilerini incelemek	Teorik bir çalışma olduğu için örneklem yoktur. Çalışmada daha önce yapılan çalışmalarda bulunan sonuçlar incelenmiştir.	Derleme	1)Çalışmada, daha önce yapılan araştırmalar açısından sektörler arasında kaldıraç oranlarının farklılık göstermesine rağmen aynı sektördeki firmaların kaldıraç oranları arasında benzerlik olduğunu saptamışlardır.
Allen (1991)	Avustralya'daki firmaların finansman yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek	Borsaya kote olan 48 Avustralya firmasının finansman yöneticisi.	Anket, yüzyüze görüşme tekniği ve çapraz kesit.	1)Firmaların borç düzeyiyle, karlılık düzeyi arasında negatif bir ilişki saptanmış ve bu firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir.
Hatfield, Cheng ve Davidson (1994)	Piyasanın endüstri ortalaması altında borçlanan firmalara, endüstri ortalamasının üstünde borçlanan firmalara göre daha pozitif tepki verip vermediğini ve endüstri ortalaması altında borçlanan firmaların hisse senedi getirilerinin artıp artmadığının incelenmesi.	ABD'de borsaya kote 183 firma endüstri ortalamasının altında (77 firma) ve üstünde (106 firma) borçlananlar olmak üzere iki gruba ayrılmış ve bu firmaların 1982-1986 yıllarına ait borçlanma duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir.	Çapraz kesit, regresyon ve açıklayıcı istatistik yöntemi.	1) Firmaların endüstri ortalamasının üstünde veya altında borçlanmasının piyasa tarafından önemli olmadığı yani piyasanın firmaların ait oldukları endüstri ortalamasının üstünde veya altında kaldıraç düzeyine sahip olmasına herhangi bir olumlu veya olumsuz tepki vermediği saptanmıştır.
Chen ve Hammes (1997)	Bu çalışmanın amacı, yedi OECD ülkesindeki (Kanada, Danimarka, Almanya, İtalya, İsveç, İngiltere ve ABD) firmaların kaldıraç düzeylerini etkileyen faktörleri saptamayı amaçlamaktadır.	İlgili ülkelerde borsaya kote olan ve finansal olmayan firmaların 1990-1996 yılları arasındaki verileri örnekleme dahil edilmiştir (Kanada 77 firma, Danimarka 92 firma, İtalya 147 firma, ABD 421 firma, İngiltere 200 firma, Almanya 345 firma ve İsveç 115 firma)	Çalışmada çapraz kesit ve panel veri yöntemi uygulanmıştır.	1)Firma büyüklüğü, karlılık, sabit varlıkların payı ve piyasa değeri/defter değeri değişkenlerinin firmaların sermaye yapısı seçimlerini etkilediği saptanmıştır. 2) Sabit varlıkların payı ve firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki vardır. 3)Firma karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Ayrıca riskli firmaların daha az borç kullandıkları saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Hirota (1999)	Japonya'daki firmaların sermaye yapısı davranışlarını literatürde bulunan sermaye yapısı teorilerinin ileri sürdükleri bazı önemli değişkenlerle açıklamak.	1977, 1982, 1987 ve 1992 yıllarına ait 572 Japon firması.	Çalışmada çapraz kesit ve panel veri yöntemi uygulanmıştır.	1)Japon firmaların sermaye yapılarının literatürde yer alan sermaye yapısı değişkenleri ile açıklanabileceği saptanmıştır. Yine Japon sermaye piyasalarındaki kurumsal ve hukuksal düzenlemelerin, firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediği belirlenmiştir.
Graham ve Harvey (2001)	ABD'deki firmaların sermaye maliyetleri, sermaye bütçelemesi ve sermaye yapılarıyla ilgili kararları analiz etmektir.	ABD'deki 392 işletmenin yöneticisi	Anket yöntemi	1)Araştırma firmaların borçlanırken finansal esneklik, hisse senedi çıkarımında ise hisse başına kardaki sulanma ve hisse senedi fiyat artışını dikkate aldıklarını ortaya koymuştur. 2)Çalışma ayrıca hem finansal hiyerarşi teorisin hem de dengeleme teorisinin ilgili firmalarda geçerli olduğunu ortaya koymaktadır.
Miguel ve Pindado (2001)	İspanya'daki firmaların farklı açıklayıcı teorilere göre sermaye yapısını belirlemek ve firma özellikleri ile kurumsal özelliklerin sermaye yapısını nasıl etkilediğini analiz etmektir.	1990-1997 yılları arasındaki finansal olmayan ve borsaya kayıtlı 133 İspanyol firması.	2 aşamalı GMM modeli	1)İspanyol firmaların borçlanma seviyelerini ayarlamaya karar verdiklerinde, işlem maliyetleri ile karşı karşıya kaldıkları saptanmıştır. 2)Özel sektör firmalarından sağlanan borçların (private debt) daha yoğun olarak kullanılması nedeniyle, işlem maliyetleri Amerikan firmalarına göre daha düşük gerçekleşmiştir. 3)Borç ile borç dışı vergi kalkanları arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. 4)Finansal sıkıntı maliyetleri ile borçlanma arasında ters ilişki ve yatırım ile borçlanma arasında ise direkt ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır. 5) Nakit akışı ile borç arasında negatif ilişkinin bulunması, finansman kaynağı olarak nakit akışının borç kullanımına tercih edildiğini göstermektedir ve bu durum hiyerarşi teorisini destekler niteliktedir

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Fama ve French (2002)	ABD'deki hizmet ve finansal firmalar dışındaki firmaların defter ve piyasa kaldıraç düzeyleri ile kar payı ödeme politikalarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmişlerdir.	1965-1999 yılları arasında Compustad veri tabanında olan ve finansal ile hizmet firmaları dışındaki firmalar.	Panel regresyon analizi	1)Karlı firmaların daha fazla kar payı ödediği buna karşın daha fazla yatırımı bulunan firmaların daha az kar payı ödediği saptanmıştır. 2)Yine daha fazla yatırımı bulunan firmalarda daha düşük piyasa kaldıracı bulunduğu belirlenmiştir. 3)Firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi ve karpayı ödemesi arasında pozitif ilişki saptanmış ve bu sonuç hem dengeleme hem de finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Buna ek olarak firmaların vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ile kaldıraç düzeyleri arasında negatif ilişki saptanmıştır. 4) Firmalarda kaldıraç düzeyi ile hedeflenen kar payı ödeme oranı arasında negatif ilişki saptanmıştır. 5)Firmaların karlılık düzeyi ile kaldıraç düzeyleri arasında negatif ilişki saptanmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.
Westphalen (2002)	Yüksek serbest nakit akımına sahip firmaların performansının temsilci maliyetleri nedeniyle olumsuz etkilenip etkilenmediğini test etmek.	Hipotetik veriler kullanılmıştır	Dinamik sürekli zaman serisi yöntemi ve hassasiyet analizi.	1) Borcun, serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyetine karşı bir kalkan oluşturduğu ve vergi kalkanına benzer bir etki yarattığı saptanmıştır. 2) Yapılan hassasiyet analizi sonucunda da yüksek serbest nakit akımlarının temsilcilik maliyetine sahip firmalarda optimal kaldıracın yükseldiği belirlenmiştir.
Korajczyk ve Levy (2003)	Amerika'daki firmaların sermaye yapısı seçimlerinde makroekonomik şartların ve firmaya ait değişkenlerin etkilerini incelemek.	1984-1998 yılları arasında 565 finansal sıkıntı içerisindeki firma gözlemi, 5059 adette finansal sıkıntı içerisinde olmayan firma gözlemi gerçekleştirilmiştir.	En küçük kareler yöntemi ve probit regresyon analizi.	1) Finansal sıkıntı içerisindeki firmalarda finansal hiyerarşi teorisinin daha geçerli olduğu saptanmıştır. Yine makro ekonomik faktörlerin finansal sıkıntı içerisindeki firmaların sermaye yapılarının oluşumunda daha düşük etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Mira ve Gracia (2003)	İspanya'daki küçük ve orta ölçekli (KOBİ) firmaların finansal politikalarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin mi yoksa dengeleme teorisinin mi geçerli olduğunun tespiti.	İspanya'da 1994-1998 yılları arasındaki 6482 KOBİ.	Statik ve dinamik panel yöntemi ve GMM tahmin edicisi kullanılmıştır.	1) İspanya'daki KOBİ'lerin sermaye yapılarıyla ilgili politikalarında daha fazla dengeleme teorisine göre hareket ettikleri saptanmıştır.
Fan, Titman ve Twite (2003)	Gelişmiş ve gelişmekte olan 39 ülkedeki firmaların sermaye yapısı ve borç vadesi kararlarını etkileyen değişkenleri ve ülkelere ait kurumsal çevre faktörlerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısı kararlarını nasıl etkilediğini incelemek.	39 ülkedeki toplam 1524 ilaç firması	Çapraz kesit regresyon analizi	1)Hukuksal ve vergi sistemlerinin sermaye yapıları kararlarını açıkça etkilediği saptanmıştır. 2) Bilgi imkanlarının varlığı, firmaların daha düşük düzeylerde kaldıraca sahip olmasını yine daha az kısa vadeli yabancı kaynak kullanmasını ve daha fazla ticari kredi kullanmasına neden olduğu belirlenmiştir. 3)Bankacılık sektörünün ve hisse senedi ile tahvil piyasalarının gelişmişlik düzeyinin firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediği ortaya konmuştur
Frank ve Goyal (2003)	Amerika'daki halka açık şirketlerde finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olup olmadığının test edilmesi.	1971-1998 yılları arasında toplam 157 firma.	Panel basit regresyon analizi	1)Analiz sonucunda finansal hiyerarşi teorisinin aksine yatırım harcamalarının fonlanmasında iç fonların yeterli derecede kullanılmadığı buna karşın dış borçlanmanın daha fazla kullanıldığı belirlenmiştir. 2)Buna rağmen borçlanmanın, özsermaye ile fon sağlamayı tamamıyla domine etmediği ve özellikle finansal açıklar ile net özsermaye uygulamaları arasında yakın bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Frank ve Goyal (2004)	Amerikan firmalarının sermaye yapılarını belirlemede dengeleme teorisi, piyasa zamanlama teorisi ve hisse senedi fiyatlarındaki değişimin sermaye yapısı üzerindeki değişimini açıklayan Welch'in teorisini test etmek	1952-2000 yılları arasında finansal olmayan Amerikan firmaları.	VAR Yöntemi	1)Borç ile özsermaye arasında pozitif ilişki saptanmıştır. 2)Yüksek faiz oranları düşük özsermaye ile yüksek borç düzeyiyle ilişkilidir. Yine yüksek piyasa değeri / defter değeri oranı ile özsermaye ve borç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. 3)Piyasa şartlarının göstergesi olarak alınan piyasa değeri / defter değerinin kaldıraç düzeyi ayarlamalarında önemli olduğu belirlenmiştir. Eğer piyasa değeri / defter değeri verilen yılda yüksek gerçekleşmiş ise bir sonraki yılda borç düzeyinde bir azalma gerçekleşmiştir. 4) Yüksek bir piyasa değeri / defter değeri oranının, özsermayedeki değişimi açıklamada önemsiz kaldığı belirlenmiştir.
Bancel ve Mitto (2004)	16 Avrupa ülkesindeki firmaların sermaye yapısı seçimlerini ve sermaye yapısının belirleyicilerini saptamak.	16 Avrupa ülkesindeki toplam 710 firmadaki finansman yöneticisi.	Anket Yöntemi ve tanımlayıcı istatistik	1) Anket sonuçlarına göre finansal esneklik, kredi derecelendirmesi ve borcun vergi avantajı firmaların borç politikasını en fazla etkileyen değişkenler olarak belirlemiştir. 2) Özsermaye ile finansmanda ise hisse başına kazanç en önemli değişken olarak bulunmuştur. 3)Borç ve özsermayenin sağlanmasında zamanlamayı en fazla faiz oranlarının ve hisse senedi fiyatlarının etkilediği saptanmıştır.
Gaud, Jani, Hoesli ve Bender (2005)	İsviçre sermaye piyasasına kote olan firmaların sermaye yapısını belirleyen değişkenlerin saptanması.	1991-2000 yılları arasında İsviçre sermaye piyasasına kote olan 104 firma.	2 aşamalı GMM modeli	Firma büyüklüğü ile sabit varlıkların payının kaldıraç düzeyiyle pozitif ilişki içerisinde bulunduğu, büyüme ve karlılığın ise kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır. Bulunan bu sonuçların dengeleme teorisinin ve finansal hiyerarşi teorisini İsviçre firmalarında geçerli olduğunun bir göstergesi olduğu vurgulanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Akhtar (2005)	Avustralya'da kamuya açık olan çok uluslu ve yerel firmaların sermaye yapılarının karşılaştırılarak bu iki gruptaki firmaların sermaye yapılarını belirleyen değişkenlerin saptanması.	1992-2001 yılları arasında 1221 çok uluslu, 968 yerel olmak üzere toplam 2189 firma	Çalışmada çokuluslu firmalar ve yerel firmalar açısından iki ayrı model oluşturulmuş ayrıca hem çokuluslu hem de yerel firmalar açısından karşılıklı etkileşimi içeren bir model oluşturulmuş ve bu modeller üzerinde çok değişkenli çapraz kesit tobit regresyon analizi gerçekleştirilmiştir.	1) Çokuluslu ve yerel firmaların sermaye yapıları arasında önemli bir fark bulunmamıştır. 2) Her iki grup firma açısından büyümeyle ilgili temsilcilik maliyetlerinin, karlılık ve büyüklüğün kaldıraç düzeyinin belirlenmesinde etkili olduğu saptanmıştır. 3)Yerel firmalar açısından sabit varlıkların teminat değeri (sabit varlıkların payı) kaldıraç düzeyini belirleyen önemli bir değişken olarak bulunmuştur. 4)Çok uluslu firmalar açısından ise coğrafik çeşitlendirme düzeyinin ve iflas maliyetlerinin kaldıraç düzeyini belirleyen önemli değişkenler olduğu bulunmuştur. 5)İflas maliyetlerinin yerel firmaların sermaye yapısını önemli ölçüde etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Yerel kaldıraç düzeyiyle ilişkili olarak çok uluslu firmaların kaldıraç düzeyinin açıklanmasında iflas maliyetlerinin ve karlılığın önemli değişkenler olduğu belirlenmiştir.
Akhtar ve Oliver (2005)	Japonya'daki çok uluslu ve yerel firmaların sermaye yapılarını karşılaştırmak	Japonya'daki 1994-2003 yılları arasındaki çok uluslu ve yerel 360 firma.	Panel havuz çapraz kesit zaman serisi regresyon analizi	1)Çokuluslu Japon firmalarının, yerel firmalara göre daha düşük kaldıraç düzeyine sahip oldukları belirlenmiştir. 2)Temsilcilik maliyeti, iflas riskleri, sabit varlıkların payı, döviz kuru riski, karlılık ve büyüklük değişkenlerinin çokuluslu ve yerel firmaların sermaye yapılarındaki farklılıkları açıklamadıkları belirlenmiştir.
Drobetz ve Fix (2005)	İsviçre'deki firmaların kaldıraç düzeylerini incelemek ve bu firmaların sermaye yapısı davranışlarını açıklamada dengeleme ve finansal hiyerarşi teorilerinin açıklayıcı gücünü test etmek.	İsviçre performans endeksinde yer alan 124 İsviçre firmasının 1997-2001 yılları arasındaki verileri incelenmiştir.	1) Kesit regresyon analizi ve havuz regresyon yöntemi. 2) Dinamik panel analizi.	1) Firmaların karlılığı arttıkça daha az kaldıraç kullandıkları ortaya çıkmıştır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. 2) İsviçre'deki firmaların hedef kaldıraç rasyosu oluşturma eğilimi içerisinde oldukları belirlenmiştir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Brounen, Jong ve Koedijk (2005)	Hollanda, İngiltere, Fransa ve Almanya'daki firmalardaki finans yöneticilerinin sermaye yapısı seçimlerinin incelenmesi.	İngiltere, Almanya ve Fransa'daki 2000 firma, Hollanda'da ise 500 firmanın finans yöneticisi. Ankete 313 firma yanıt vermiştir.	Anket Yöntemi	1)Anket sonuçlarına göre firmaların hedef borç rasyosu belirledikleri ve bu doğrultuda statik dengeleme teorisinin desteklendiği, ayrıca vergilerin ve iflas maliyetlerinin etkili olduğu saptanmıştır. 2)Analize dahil ülkeler arasında önemli kurumsal farklılıklar olmasına rağmen sermaye yapısı kararlarında etkili olan faktörler açısından önemli farklılık bulunmamıştır. 3)Borsaya kote olan firmalar açısından yeni hisse senedi çıkarımının zamanlamasında hisse senedi fiyatının etkili olduğu saptanmıştır. Ayrıca temsilcilik maliyetlerinin sermaye yapısı seçimlerinde etkili olmadığı belirlenmiştir.
Beattie, Goosacre ve Thomson (2006)	1) İngiltere'de hisseleri borsada işlem gören firmalarda sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek. 2) Sermaye yapısı davranışlarını açıklamada finansal hiyerarşi ve dengeleme teorilerini test etmek.	2000 Mart tarihi itibariyle hisseleri borsada işlem gören 1108 firmanın dörtte üçü örneklem (831) olarak seçilerek bu firmaların finans yöneticilerine hazırlanan anketler gönderilmiştir.	Anket uygulaması yapılmış anket sonuçları frekans analizi ile ölçülmeye çalışılmıştır.	1) Hedef kaldıraç düzeyinin belirlenmesinden en fazla etkili olan üç faktörün sırasıyla firma üst yönetiminin, mevcut hissedarların ve ticari bankerlerin etkili olduğu belirlenmiş ve bu bağlamda firmalarda sermaye yapısının şekillenmesinde firma içi unsurlarının firma dışı unsurlarından daha etkili olduğu belirtilmiştir. 2) Firmalarda uygun borç miktarının belirlenmesinden en fazla etkili olan üç faktörün; firmanın uzun dönemli sürdürülebilir devamlılığını sağlamak, finanse edilen varlıklar üzerinden elde edilecek tahmini nakit akımı ve kazançların miktarı ve firmanın kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanmalar olduğu saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Hol ve Wijst (2006)	Norveç'te halka açık olmayan limited şirketlerin sermaye yapılarını açıklayan faktörleri tespit etmek.	Norveç'te 1995-2000 yılları arasında halka açık olmayan limited şirketlerden rastgele olarak 4500 şirket.	Sabit Etkiler (Fixed effect) panel veri analizi	1)Şirketlerin kaldıraç düzeylerinin ve borçların vadesinin vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ve firma varlıklarının vadesiyle doğru orantılı şekilde arttığı saptanmıştır. 2)Asimetrik enformasyon ve firma büyüklüğünün sermaye yapısını etkileyen ilave değişkenler olduğu belirlenmiştir. 3) Analize dahil şirketlere ait borçların vadesinin büyüklükle doğru orantılı olarak arttığı, kardeş şirketlere yapılan yatırım tutarlarıyla ters orantılı olarak azaldığı belirlenmiştir. 4) Analize dahil şirketlerin sermaye yapısının oluşumunda ne finansal hiyerarşi teorisinin ne de temsilcilik teorisinin geçerli olduğu saptanmış, karlılığın çok fazla etkili olmamakla birlikte daha çok kaldıraçla pozitif ilişkide bulunduğu, satışların büyümesiyle kısa vadeli borç vadesi arasında bir ilişki olmadığı ancak uzun vadeli borç düzeyiyle ilişkisi belirlenmiştir.
Grundströmer ve Gustafsson (2007)	İsveç'te borsaya kote olan firmalarda sermaye yapısını belirleyen değişkenleri saptamak ve yöneticilerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen teşvikleri tespit etmek.	Borsaya Kote 83 İsveç firmasının üst yöneticisi	Anket yöntemi	1)Firma yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarını; finansal esneklik, uzun vadeli kapasite ve arzu edilen kredi puanlamasının en çok etkilediği saptanmıştır. 2)Yöneticilerin geleceğin belirsizliğine hissedarlara gösterdikleri ilgiden daha fazla ilgi gösterdikleri saptanmıştır. 3)Yine yöneticilerin sermaye yapısı tercihlerini neoklasik teori, post keynesyen teori ve davranışsal finans teorisinin açıkladığı belirlenmiştir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Kayhan ve Titman (2007)	Amerikan firmalarının geçmişteki nakit akımlarının ve dolayısıyla finansal açıklarının, yatırım harcamalarının, hisse senedi fiyatlarının ve piyasa zamanlama davranışlarının firmaların sermaye yapılarına olan etkilerini incelemek.	ABD'de 1971-2002 yılları arasında Compustat Endüstriyel Yıllık Raporlarında bulunan finansal ile kamu hizmet firmaları hariç olan ve net varlıklarının defter değeri 10 milyon doların üzerinde olan firmalar.	Tobit ve panel regresyon analizi	1)Piyasa zamanlama davranışının (hisse senedi fiyatları göreceli olarak yüksek iken özsermaye sağlanması) firmaların borç rasyoları üzerinde zayıf etkisi bulunurken, hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin ve firmaların finansal açıklarının çoğu zaman borç rasyosu üzerinde güçlü etkileri olduğu belirlenmiştir.
Feidakis ve Rovolis (2007)	Avrupa Birliği ülkelerinde halka açık inşaat firmalarında sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenlerin incelenmesi.	Fransa, İsveç, Almanya, İspanya, Hollanda, İngiltere, Yunanistan, Avusturya, İtalya, Portekiz, Belçika, Danimarka ve Finlandiya'da 1996-2004 yılları arasında halka açık 66 inşaat firması.	En küçük kareler analizi ve sabit etki tahmin modeli kullanılmıştır	Ekonometrik analiz sonuçlarına göre firma büyüklüğü, büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanırken; karlılık, varlık devir hızı, risk düzeyi, hisse senedi performansı ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır. Likidite rasyosu, sabit varlıkların payı ve reel gayri safi yurtiçi hasıladaki büyüme ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif buna karşın kısa vadeli borçlanma arasında negatif ilişki saptanmıştır.
Heyman, Deloof ve Ooghe (2008)	Belçika'daki küçük şahıs şirketlerinde borçlanmanın miktarını ve vadesini etkileyen değişkenlerin incelenmesi	Belçika Merkez Bankası'nda kayıtları bulunan 1132 küçük şahıs şirketi.	Panel regresyon sabit etki tahmin edicisi ile çapraz kesit en küçük kareler tahmin edicisi yöntemleri kullanılmıştır.	Belçika'daki şahıs firmalarının sermaye yapılarının şekillenmesinde asimetrik bilgi ve borcun temsilcilik maliyetlerinin etkili olduğu belirlenmiştir. Çalışmada yine büyük firmaların daha yüksek miktarlarda borçlandıkları ve borçlanma vadesinin daha çok kısa vadeli olduğu belirlenmiştir.
Seifert ve Gönenç (2008)	ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya'daki firmaların sermaye yapısı kararlarında finansal hiyerarşi teorisi doğrultusunda hareket edip etmediklerini özellikle bu ülkelerdeki asimetrik bilgi düzeyi açısından test etmek.	1980-2004 yılları arasında ilgili dört ülkede faaliyet gösteren finansal olmayan ve kamu hizmeti vermeyen firmalar analize dahil edilmiştir. Dolayısıyla, 973 Alman firması, 2.616 İngiliz firması, 3.781 Japon firması ve 11.133 Amerikan firması çalışmanın örneklemini oluşturmaktadır.	Panel regresyon ve sabit etki analizi	Sabit etki regresyon analizi sonuçlarına göre Amerika, İngiltere ve Almanya'daki firmaların sermaye yapısı davranışlarında finansal hiyerarşi teorisinin varsayımları doğrultusunda hareket etmedikleri buna karşın Japonya'da ise analiz sürecinin ilk dönemlerinde firmaların sermaye yapısı kararlarında finansal hiyerarşi teorisini destekleyecek şekilde tercihler yaptıkları ve finansman ihtiyaçlarını öncelikle yabancı kaynaklarla finanse ettikleri belirlenmiştir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Daskalakis ve Psillaki (2008)	Fransa ve Yunanistan'daki küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ) sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin iki ülkeye ait özellikler ve firmaya özgü özellikler açısından farklılık gösterip göstermediğinin saptanması ayrıca iki ülkedeki finansal piyasaların yapısının ve büyüklüğünün sermaye yapısı kararlarına olan etkilerinin incelenmesi.	1997-2002 yılları arasında Fransa ve Yunanistan'daki finansal, yatırım ve sigorta şirketleri dışındaki küçük ve orta ölçekli işletmeler.	Dengeli panel modeli üzerinde Period SUR (Seemingly Unrelated Regression) ve Pooled EGLS (Estimated Generalized Least) tahmin yöntemleri kullanılmıştır.	1)Analiz sonuçlarına göre her iki ülkede de KOBİ'lerin sermaye yapısı tercihleri benzerlik göstermektedir. Varlık yapısı ve karlılık ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanırken, firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Sadece Fransa'da büyüme ile kaldıraç düzeyi arasında anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur. Yunanistan açısından anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Bu sonuçlar daha çok finansal hiyerarşi teorisiyle uyumludur. 2)Yine iki ülke açısından ülkesel faktörlerin sermaye yapılarını benzer düzeyde etkilediği belirlenmiştir. Bunun nedeni ise her iki ülkedeki sivil kanunların çok benzer olması ve her iki ülkede gerçekleştirilen benzer bankacılık düzenlemeleri olarak ifade edilmiştir. 3)Çalışmada son olarak her iki ülkedeki KOBİ'lerin sermaye yapılarındaki farklılıkların her iki ülkedeki finansal piyasalarının büyüklüğünden çok her iki ülkedeki firmaların farklılıklarından kaynaklandığı belirlenmiştir.

Ek.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısıyla İlgili Çalışmalar

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Ang, Fatemi ve Rad (1997)	Endonezya'daki halka açık firmaların sermaye yapısı ve kar dağıtım kararlarının incelenmesi.	Endonezya'da 1993 yılında borsaya kayıtlı 180 firmanın üst düzey yöneticileri.	Anket yöntemi uygulanmıştır. Ankete 38 yönetici cevap vermiştir.	1)Firmalar açısından en önemli fon kaynaklarının banka kredileri daha sonra alıkonan karlar ve ticari kredilerle ülke dışı kaynaklar olduğu belirlenmiştir. 2)Bankalardan sağlanan kredilerden özellikle 1-5 yıl arasında olan kısa ve orta vadeli kredilerin en çok tercih edildiği, bunlardan daha kısa ve daha uzun kredilerin tercih edilmediği belirlenmiştir.
Wiwattanakantang (1999)	Borsaya kayıtlı Tayland'lı firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri araştırmıştır.	1996 yılında borsaya kayıtlı 270 Tayland firması.	F testi, Düzetilmiş Ki Kare, Korelasyon Analizi	1)Vergilerin, iflas maliyetlerinin, temsilci maliyetlerinin ve bilgi maliyetlerinin Tayland firmalarının finansman kararlarında önemli faktörler olduğu saptanmıştır. 2) Karlılık, borç/sermaye oranı üzerinde negatif etkiye sahip olmuştur. 3) Kaldıraç oranı ile firmaların büyüklüğü ve maddi duran varlıklar arasında pozitif ilişki söz konudur.
Colombo (2001)	Macaristan'daki firmaların sermaye yapısı ve banka borçlanmalarıyla ilgili kararlarını etkileyen faktörlerin tespiti.	1992-1996 yılları arasında 1100 firma.	Çalışmada yöntem olarak çapraz kesit regresyon (tobit regresyon) yöntemi ile panel veri analizi yapılmıştır.	1)Net satışların logaritması ile ifade edilen büyüklük değişkeni ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. 2)İstihdam ile borçlanma arasındaki pozitif ilişki daha zayıf bulunmuştur. 3) Sahiplik ile borçlanma arasında pozitif ilişki bulunmuştur. 4) Maddi duran varlıkların miktarı ile borçlanma arasında 1995 yılı haricindeki yıllarda pozitif bir ilişki saptanmıştır. 5)Firmaların gelecekteki büyüme performanslarını gösteren yatırım / toplam varlıklar oranı ile borçlanma arasında negatif ilişki saptanmıştır. 6) Firmaların öncelikle iç fonları tercih ettiği görülmektedir. İç fonların göstergesi olan nakit akımları ile borçlanma arasında negatif bir ilişki saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Pandey (2001)	Borsada kayıtlı olan Malezya firmalarına ait sermaye yapısı bileşenlerinin saptanması ve bu bileşenlerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerinin belirlenmesi.	1984-1999 yılları arasında kamuya açık 106 Malezya firması.	Analiz süreci dört gruba ayrılmış (1984-87, 1988-91, 1992-95, 1996-99) ve en küçük kareler (OLS) regresyon yöntemi kullanılmıştır.	1) Karlılık, büyüme, büyüklük, risk ve sabit varlık payının bütün borç türlerini kuvvetli bir şekilde etkilediği belirlenmiştir. 2) Yatırım fırsatının ise borçlanma politikası üzerinde bir etkisi olmadığı saptanmıştır. 3)Modeldeki karlılık dışındaki bağımsız değişkenlerin zaman içinde farklılık gösterdiği saptanmıştır. Karlılık değişkeni ile bütün borç türleri arasında negatif bir ilişki olduğu belirlenmiş ve bu sonuçla finansal hiyerarşi teorisinin gelişmekte olan piyasalarda geçerli olduğu saptanmıştır.
Booth, Aivazian, Kunt ve Maksimoviç (2001)	Farklı kurumsal yapılara sahip gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların sermaye yapısı kararlarının analizi.	1980-1990 yılları arasında Hindistan, Pakistan, Tayland, Türkiye, Malezya, Zimbabwe, Meksika, Brezilya, Ürdün ve Kore'deki en büyük firmalar.	Çalışmada sabit etkiler panel analizi ve çapraz kesit regresyon kullanılmıştır.	1) ABD ve Avrupa ülkelerinde sermaye yapısını belirleyen faktörlerin gelişmekte olan ülkelerinkiyle ilişkili oldukları saptanmıştır. 2)Karlı firmalarda borç oranı düşük gerçekleşmiştir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini ve asimetrik enformasyon teorisini desteklemektedir. 3)Firmalarda sabit varlıkların payı (tangibility) ile borç oranı arasında doğru yönlü bir ilişki saptanmıştır. 4) Çalışmada gelişmekte olan ülkelerde sermaye yapısıyla ilgili kararları etkileyen ülkeye ait sistematik unsurların; GSMH' daki büyüme, enflasyon oranı, sermaye piyasalarının gelişimi gibi unsurlar oldukları belirlenmiştir.
Güloğlu ve Bekçioğlu (2001)	1992-2000 yılları arasında imalat sanayinde faaliyet gösteren ve İMKB de hisse senetleri işlem gören en büyük 42 firmanın sermaye yapılarının borsadaki gelişmelerden ne derece etkilendiklerinin incelenmesi.	1992-2000 yılları arasında imalat sanayinde faaliyet gösteren ve İMKB de hisse senetleri işlem gören en büyük 42 firma.	Yatay kesit analizi	1) Türkiye de borsa gelişiminin firmaların, özellikle de küçük firmaların kısa ve uzun dönemle, toplam borç/özsermaye oranlarını anlamlı biçimde etkilediği saptanmıştır. 2) Borsanın gelişimi büyük firmaların sermaye yapısını çok fazla etkilememektedir. 3)Çalışmada borsanın gelişmesinin bankacılık sektörüne zarar vermediği hatta bu sektörün gelişmesine olumlu etki yaptığı da saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Wen, Rwegasira ve Bilderbeek (2002)	Çin'de hisseleri işlem gören firmalarda belirlenen kurumsal yönetişim değişkenleri ile borç /toplam varlıklar oranı arasındaki ilişkinin incelenmesi.	1996 – 1998 yılları arasında borsaya kote 60 Çin firması	Çoklu regresyon analizi	1)Yönetim kurulunda dışarıdan olan yönetici sayısı arttıkça ve baş işletme mesulü (CEO) olarak geçirilen süre uzadıkça, kaldıraç düzeyinin azaldığı, yine güçlü bir firma yönetişimi ile karşı karşıya kalındığında yöneticilerin daha düşük kaldıraç düzeyini tercih ettiği saptanmıştır. 2)Yönetim kurulunun büyüklüğü ile CEO'lara uygulanan teşvik uygulamasıyla kaldıraç düzeyi arasında istatistiksel olarak önemli bir ilişki çıkmamıştır.
Rao ve Lukose (2002)	Hindistan'daki finansal olmayan firmaların sermaye yapılarını belirleyen değişkenlerin belirlenmesi	1990-1992 yılları arasında 498, 1997-1999 yılları arasında ise1411 firma analize dahil edilmiştir.	Analiz süreci 2'ye ayrılmıştır.İlki liberalizasyon öncesi 1990-1992 yılları arasındaki süre ile 1997-1999 yılları arasındaki liberalizasyon sonrası süreçtir.	1) Analiz sonuçlarına göre, vergi etkisi ve işaret etkisinin (signaling effect) finanslama kararlarında etkili olduğu bununla beraber yabancı firmaların ve büyük firmaların finansal kararlarında temsilci maliyetlerinin etkili olduğu saptanmıştır. 2)Firma büyüklüğü ve işletme riskinin liberalizasyon sonrası süreçte firmaların sermaye yapılarını etkileyen önemli değişkenler olduğu saptanmıştır.
Fattough,Scaramozzino ve Harris (2003)	Güney Kore'deki şirketlerin sermaye yapılarını belirleyen değişkenlerin saptanması ve bu değişkelerin gelişiminin 1997 finansal krizinden önce ve sonra olmak üzere incelenerek farklı borç-sermaye miktarlarına göre firmalar arasındaki farklılıkların saptanması.	1992-2001yılları arasında Güney Kore'de hisseleri işlem gören 4832 firma.	Çalışmada bir panel veri modeli olan Quantile Regresyon modeli kullanılmıştır.	1) Borç/sermaye oranı ile diğer değişkenler 1997 yılında yaşanan finansal kriz öncesi ve sonrası firmaların borç düzeylerine bağlı kalarak büyük farklılıklar göstermiştir. 2)Yine firma büyüklüğü ile büyüme hızının düşük borç oranı düzeyinde borcu pozitif etkilediği ancak yüksek borç düzeyinde negatif etkilediği saptanmıştır. Net sabit varlıkların payının borç oranının düşük düzeylerinde önemli bir etkisi bulunmazken orta ve yüksek borç düzeylerinde pozitif etkileri olduğu belirlenmiştir. Yine finansal krizin firmaların sermaye yapıları kararlarını değiştirdiği sonucuna da ulaşılmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Deesomsak, Paudyal ve Pescetto (2004)	1)Asya Pasifik Bölgesinde yer alan ve farklı finansal, hukuki ve kurumsal yapıya sahip dört ülke olan Tayland, Malezya, Singapur ve Avusturalya'daki firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörler ve yaşanan 1997 finansal krizinin firmaların sermaye yapısına olan etkilerinin incelenmesi.	1993-2001 yılları arasında bu ülkelerdeki finansal olmayan firmaların finansal verileri	Çapraz kesit, panel ve en küçük kareler analizi	1)Firma büyüklüğü ile firmaların sermaye yapıları arasında pozitif ilişki saptanırken, büyüme potansiyeli, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, likidite ve hisse senedi performansı ile sermaye yapıları arasında negatif ilişki saptanmıştır. Ancak bu değişkenlerin etkileri analize dahil ülkelerde farklılık göstermiştir. 2)Yine 1997 yılında yaşanan finansal krizinde firmaların sermaye yapıları ile firmalara özgü değişkenler olan firma büyüklüğü, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, likidite ve büyüme fırsatları arasındaki ilişkileri etkilediği saptanmıştır.
Voulgaris, Asteriou ve Agiomirgianakis (2004)	Yunanistan'daki küçük ve orta ölçekli (KOBİ) imalat firmaları ile büyük ölçekli imalat firmalarında sermaye yapılarını belirleyen değişkenlerin incelenmesi	1989-1996 yılları arasında istihdam açısından sınıflandırılan 143 KOBİ, 75'te büyük imalat firması.	Marquardt algoritması, doğrusal olmayan en küçük kareler regresyon yöntemi	1) Büyüklük ve büyüme ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki belirlenmiştir. Yine karlılığın borç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır. Büyük firmalar açısından varlık yapısı ile varlıkların büyümesi sermaye yapısının belirlenmesinde en etkili değişkenler olarak saptanmıştır. KOBİ'ler açısından ise dönen varlık düzeyi veya likidite (stok ve alacak düzeyi), yüksek kar marjı, büyüklük, satış büyümesi, istihdam verimliliği ve sabit varlık düzeyinin kredilendirme açısından önemli olduğu saptanmıştır.
Chen (2004)	Kamuya açık Çin firmalarının sermaye yapılarını açıklayan değişkenleri belirlemek	1995-2000 yılları arasında 88 adet kamuya açık Çin firması.	Havuz OLS, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler yöntemi	1) Çin firmalarında ne dengeleme teorisinin ne de finansal hiyerarşi teorisinin gelişmiş ülkelerde olduğu şekilde geçerli olmadığı saptanmıştır. Çin firmalarının finansal kaynak seçiminde yeni bir finansal hiyerarşi (ilk olarak alıkonan karlar, sonra özsermaye en son olarak da uzun vadeli borçtur) modeli uyguladıkları belirlenmiştir. 2)Karlılık ve firma büyüklüğü ile uzun vadeli borçlanma arasında negatif ilişki, büyüme fırsatı ve sabit varlıkların payı ile de uzun vadeli borçlanma arasında pozitif ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Acaravcı ve Doğukanlı (2004)	Türkiye'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda hisseleri işlem gören imalat firmaların sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin saptanması	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda, 1992-2002 dönemi boyunca işlem gören imalat sanayindeki 66 firma.	Panel veri analizi yöntemi	1)Firmaların toplam varlıklarının büyüme oranları, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı ve toplam kamu iç borç stoku/nominal gayri safi yurtiçi hasıla oranının sermaye yapısı (borç/özsermaye) üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır. 2)Karlılık değişkeni ve sabit varlıkların toplam varlıklar içindeki payı sermaye yapısını negatif etkilediği belirlenmiştir. 3)Çalışmada elde edilen sonuçlar imalat firmalarına ait sermaye yapısının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğunu göstermektedir.
Frielinghaus, Mostert ve Firer (2005)	Güney Afrika'daki firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin tespiti.	4600 Firma	Anket yöntemiyle veri toplanmıştır. Ankete 81 firma cevap vermiştir.	1) Sermaye yapısı kararlarıyla firmaların yaşam evreleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır. Firmaların yaşam evrelerinin ilk yıllarında daha çok borç kullandıkları, yaşam evreleri ilerledikçe firmaların daha çok iç kaynakları kullandıkları belirlenmiştir. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.
Buferna, Bangassa ve Hodgkinson (2005)	1)Libya'daki firmaların sermaye yapılarını etkileyen değişkenleri araştırmak. 2)ikincil sermaye piyasalarının eksikliğinin firmaların sermaye yapıları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir	1995-1999 yılları arasında 55 firma	Çapraz kesit en küçük kareler regresyon analizi	1)Statik dengeleme teorisi ve temsilcilik maliyeti teorisinin Libya'daki firmaların sermaye yapılarını açıkladığı ancak finansal hiyerarşi teorisinin daha az açıkladığı saptanmıştır. Ayrıca ikincil sermaye piyasasının eksikliğinin temsilcilik maliyetlerini etkilediği saptanmıştır.
Medeiros ve Daher (2005)	Brezilya'da kamuya açık finansal olmayan firmaların sermaye yapılarını açıklamada finansal hiyerarşi teorisinin geçerliliğinin test edilmesi.	Brezilya'da kamuya açık 132 finansal olmayan firmanın 2001 yılı verileri.	Çapraz kesit doğrusal regresyon yöntemi	1)Brezilya'daki ilgili firmaların sermaye yapılarının belirlenmesinde finansal hiyerarşi teorisinin zayıf formunun geçerli olduğu saptanmıştır

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Fıratoğlu (2005)	İMKB'de hisseleri işlem gören ve mali olmayan şirketlerin piyasa aksaklıklarının mevcut olduğu ortamda mali yapılarını etkileyen faktörlerin incelenmesi ve söz konusu faktörlerin etkilerinde belli kriz dönemleri itibariyle meydana gelen değişiklikler saptanma	1992-2000 yılları arasında İMKB'de işlem gören 196 mali olmayan şirket.	Panel veri analizi.	1)Analiz sonuçlarına göre şirketlerin finansmanda en belirgin şekilde iç kaynakları tercih ettiği saptanmıştır. Bununla beraber grup şirketlerinin genel olarak finansman tercihlerinde farklılık gösterdiği ve bu şirketlerin iç kaynaklarla finansmana daha az ağırlık verdiği belirlenmiştir. 2) Büyüme potansiyelinin borçlanmaya olan pozitif etkisi grup şirketleri için daha kuvvetli olduğu saptanmıştır. 3)Çalışmada ayrıca 1995 ve 1998 yıllarında yaşanan kriz dönemlerinde firmaların finansman yapılarını etkileyen faktörlerin toplu olarak değişiklik gösterdiği belirlenmiş ve kriz dönemlerinde firmaların iç kaynaklarla finansmana yöneldikleri sonucuna varılmıştır.
Topal (2006)	1997-2003 yılları arasında İMKB'de hisseleri işlem gören imalat işletmelerinin sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve karlılıklarının analizini yapmak ve söz konusu imalat işletmelerinin sermaye yapılarında meydana gelen değişikliklerin karlılıklarına olan etkilerini incelemek.	1997-2003 yılları arasında İMKB'de hisseleri işlem gören firmalar üzerinde 910 firma gözlemi gerçekleştirilmiştir.	One way ANOVA, levene ve scheffe testi	1) Analiz sonuçlarına göre örnek kütlede yer alan işletmelerin toplam kaynaklar içerisinde en büyük paya sahip finansmanın kaynağı özkaynak olarak saptanmıştır. Yine daha çok KOBİ'lerin özkaynakla finanse oldukları belirlenmiştir. Yine analize dahil firmalarda uzun vadeli ticari borçların ortalama %1 gibi çok önemsiz düzeyde olduğu belirlenmiştir. 2)Örnekleme dahil edilen isletmelerin öz kaynak bileşenleri içerisinde en yüksek payın yeniden değerleme olduğu, yeterli düzeyde kar yaratamadıkları çalışmanın sonuçları arasındadır. 3)Son olarak örnekleme dahil edilen isletmelerden elde edilen bulgulara göre isletmelerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe aktif karlılık oranı ve brüt kar marjı çok değişmemekte ancak öz kaynak karlılığı düşmektedir. Bu bulgular isletmelerin talep yönlerinde bir sorunun olmadığı ancak finansman maliyeti ve borç yapısından kaynaklanan sorunların olabileceğine işaret etmektedir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Erkan ve Aydemir (2006)	Türkiye'deki işletmelerin finansman tercihlerini ve yabancı kaynak kullanımında etkili olan faktörleri belirlemek.	Türkiye'deki 38 ilde faaliyet gösteren 438 işletme.	Anket Yöntemi, Likert Ölçeği	1)Araştırma sonucunda analiz edilen işletmelerde finansman gereksinimlerinin öncelikle işletme içi kaynaklarla daha sonra yabancı kaynaklarla ve en son olarak da hisse senedi ihracıyla karşıladığı saptanmıştır. Bu sonuç ilgili işletmelerin finansman politikalarında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu belirlenmiştir. 2)İşletmelerin yabancı kaynak kullanımını en çok etkileyen faktörün işletme kazançlarının ve nakit akışlarının değişkenliği olarak bulunmuştur. 3) Ayrıca işletmelerin finansman kararlarında en çok hissedarların etkili olduğu saptanmıştır.
Akyüz ve diğerleri (2006)	Türkiye'nin Karadeniz Bölgesi'nde ormancılık sektöründe faaliyet gösteren mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelerin sahiplik yapıları ile sermaye ve borçlanma kararlarının incelenmesi.	1999-2001 yılları arasında Karadeniz Bölgesi'ndeki 18 ilde çalışan sayısı 250'den az olan 851 firma.	Anket yöntemi	1)İşletmelerin genelde aile sahipli işletmeler oldukları belirlenmiştir. 2)Ayrıca bu işletmelerin ilk yatırım ve devam eden faaliyetlerin finansmanında daha çok iç fonları (öz sermaye, dağıtılmamış karlar gibi) tercih ettikleri saptanmıştır. 3)Mikro, küçük ve orta ölçekli orman işletmelerinin iç fonları tercih etmesinin en büyük nedenleri olarak, yabancı kaynakların yüksek maliyetli oluşu ve bankaların kredi verirken uyguladıkları yüksek harç ve komisyonlar olarak belirlenmiştir.
Sayılgan, Karabacak ve Küçükkocaoğlu (2006)	İMKB'de hisseleri işlem gören imalat firmalarının sermaye yapısını etkileyen firmaya ait faktörlerin incelenmesi.	1993-2002 yılları arasında İMKB'de işlem gören 123 imalat işletmesi	Dinamik panel veri yöntemi.	1) Firma büyüklüğü ve toplam varlıklardaki büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanırken, tesis, arazi ve ekipmandaki büyüme fırsatları, karlılık, sabit varlıkların payı ve vergi kalkanına tabii borç dışı giderlerin kaldıraç düzeyiyle negatif ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır.
Zou ve Xiao (2006)	Çin Halk Cumhuriyeti'ndeki borsada işlem gören firmaların finansman davranışlarının incelenmesi.	1993-2000 yılları arasında borsada işlem gören toplam 216 firma.	Zaman serisi analizi sabit etki, tesadüfi etki ve probit model analizi	1)Firma büyüklüğü ve sabit varlıkların payı ile finansal kaldıraç arasında pozitif ilişki saptanmıştır. 2)Çin'deki borsada hisseleri işlem gören firmaların sermaye yapısı seçimlerinde ne statik dengeleme teorisi ne de finansal hiyerarşi teorisini destekleyen sonuçlar bulunmuştur.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Huang ve Song (2006)	Borsada hisseleri işlem gören Çin firmalarının sermaye yapısını etkileyen faktörleri incelenmesi	1994-2003 yılları arasında borsada hisseleri işlem gören 1216 Çin firması	En küçük kareler ve Tobit analiz yöntemi	1)Çin firmalarında kaldıraç ile firma büyüklüğü ve maddi duran varlıkların payı arasında pozitif ilişki saptanırken, karlılık, vergiye tabii borç dışı giderler, büyüme fırsatları, yönetim sahipliği ile kaldıraç arasında negatif ilişki saptanmıştır. 2)Kurumsal sahiplik ile devlet sahipliğinin sermaye yapısı kararlarında herhangi bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. 3) Çin firmalarının uzun vadeli borçlanma kararlarında vergi etkisine dikkat ettikleri belirlenmiş dolayısıyla Çin'deki firmaların diğer ülkelerdeki firmalara göre daha düşük uzun vadeli borçlanma eğilimi içerisinde oldukları saptanmıştır.
Qian, Tian ve Wirjanto (2007)	Kamuya açık Çin firmalarının sermaye yapılarını etkileyen faktörlerin incelenmesi.	1999-2004 yılları arasında kamuya açık 650 Çin firması.	Statik panel veri analizi	1)Firma büyüklüğü, maddi duran varlıkların payı ve sahiplik yapısının firmanın kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki saptanmıştır. 2)Karlılık, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, büyüme ve kazançların volatilitesinin kaldıraç oranıyla negatif ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır.
Delcoure (2007)	Gelişmekte olan Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde (ODAÜ), sermaye yapısı belirleyicilerinin, gelişmiş batı ekonomilerinde geliştirilen geleneksel sermaye yapısı teorisini destekleyip desteklemediğinin ölçülmesi.	1996-2002 tarihleri arasında Çek Cumhuriyeti, Polonya, Rusya ve Slovakya'da finansal ve hizmet sektörleri dışındaki toplam 129 adet halka açık firma.	Havuz Regresyon (Pooled OLS), sabit etki (fixed effect), tesadüfi etki (random effect).	1)Analize dahil dört ülkedeki firmaların sermaye yapılarında, gelişmiş ülkelere göre daha çok kısa vadeli borçlara yer verildiği saptanmıştır. 2) Ayrıca batıdaki gelişmiş ülkelerde geliştirilen sermaye yapısı teorilerinin (dengeleme, finansal hiyerarşi, vekalet maliyetleri) ilgili dört ülkedeki firmaların sermaye yapılarını kısmen açıkladığı saptanmıştır. 3)Bu ülkelerdeki finansal pazarların yapısının, bankacılık sisteminin yapısının, hissedar ve borç verenleri koruyan yasaların, kurumsal yönetişim uygulamalarının ve özsermaye ve tahvil piyasalarının gelişmişliğinin sermaye yapısı kararlarında etkili olduğu belirlenmiştir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Yılgör ve Yücel (2007)	Mersin ve Adana illerindeki imalat firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin uygulamada nasıl şekillendiğini açıklamak ve firmaların bu konuda sergiledikleri davranışların uyumlu olduğu sermaye yapısı teorisini belirlemek.	Adana Sanayi Odası ile Mersin Sanayi ve Ticaret Odasına kayıtlı olan toplam 1870 firmadan 750 tanesine anket gönderilmiş ve bu anketlere 382 firma yanıt vermiştir.	Anket Yöntemi	1)Sermaye yapısı oluşturulurken öncelikli olarak iç kaynakların tercih edilmesi, hedef borçlanma oranlarının olmaması, finansal esnekliğin önemsenmesi ve borçla finansman konusunda ihtiyatlı davranılması, örneklemi oluşturan firmaların davranışlarını finansal hiyerarşi teorisine yaklaştırmaktadır.
Kandır, Karadeniz ve Önal (2007)	Türkiye'nin en büyük 1000 sanayi işletmesinde sermaye yapısını etkileyen faktörleri saptamak.	2000 - 2004 yılları arasındaki Türkiye'nin en büyük 1000 firması.	Portföy ve regresyon analizleri	1)Türkiye'nin en büyük sanayi işletmelerinin sermaye yapısını belirleyen en önemli faktörlerin şirketlerin satış hacimleri ve karlılık durumları olduğu saptanmıştır.
Tortop (2007)	Firma büyüklüğünün, işletme riskinin, karlılığın, borç dışı vergi kalkanının ve vergi oranının İMKB'ye kote olan çokuluslu ve ulusal işletmelerin sermaye yapılarına olan etkilerinin incelenmesi.	1992-2003 yılları arasında İMKB'de hisseleri işlem gören 237 reel sektör firması.	Panel veriler üzerinde tesadüfi etki (random effect) modeli analizi ve çoklu regresyon analizi.	1)Firma büyüklüğü değişkeni ile sermaye yapısı arasında pozitif, işletme riski ile negatif, karlılık değişkeni ile negatif, borç dışı vergi kalkanı ile pozitif, vergi düzeyi değişkeni ile pozitif ve büyüme oranı değişkeni ile pozitif bir ilişkide olduğu saptanmıştır.
Mazur (2007)	Polonya'da borsaya kote olan firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi ile dengeleme teorilerinin gücünün test edilmesi.	2000-2004 yılları arasında Varşova Menkul Kıymetler Borsası'nda hisseleri işlem gören olan 238 finansal olmayan firma.	Korelasyon ve çoklu regresyon analizi.	1)Korelasyon analizi sonuçlarına göre firmaların sermaye yapıları ile varlık yapıları, karlılık, büyüme fırsatları, likidite, firma büyüklüğü, ürün benzersizliği, kazançların dalgalanması, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, karpayı politikası ve efektif vergi oranları arasında ilişki saptanmıştır. 2)Çalışmada gerçekleştirilen bir diğer analiz olan çoklu regresyon analizi sonuçlarına göre karlılık, likidite oranı, varlık yapısı ve firma büyüklüğü ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Mallikarjunappa ve Goveas (2007)	Hindistan'daki ilaç şirketlerinin sermaye yapısı davranışlarını etkileyen değişkenlerin analiz edilmesi.	1993-2002 yılları arasında borsada işlem gören 71 ilaç şirketi.	Çoklu regresyon analizi.	1)Analiz sonuçlarına göre karlılık, varlıkların teminat değeri, büyüme, firma büyüklüğü, vergi oranları ve ürün benzersizliğinin ilaç şirketlerinin sermaye yapıları üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı buna karşın borç servis kapasitesi, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, likidite ve işletme riskinin ilaç şirketlerinin sermaye yapıları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. 2)Borç servis kapasitesi ile likidite ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler ve işletme riski ile kaldıraç oranı arasında ise pozitif bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.
Mitton (2007)	Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmaların sermaye yapılarını etkileyen firmayla ilgili ve genel ekonomiyle ilgili faktörlerin araştırılması.	1980-2004 yılları arasında 34 gelişmekte olan ülke ekonomisindeki 11.850 firma.	Panel regresyon yöntemi ve sabit etkiler tahmin edicisi.	1)Analiz sonuçlarına göre 1980-2004 yılları arasında borçların piyasa değerinin %15 düzeyinde yükseldiği saptanmış ve bu yükselmenin firma bünyesinden ve firma dışından kaynaklanan nedenleri araştırılmıştır. Firma bazında sermaye yapılarını etkileyen en önemli değişkenlerin büyüklük, büyüme fırsatları ve sabit varlıkların payı olduğu belirlenmiştir. 2)Ülke düzeyinde ise finansal gelişmeyle firmaların düşük kaldıraç düzeyine sahip oldukları, ancak ülkelerin yabancı piyasalara finansal açıdan açık olmasının artmasıyla birlikte firmaların kaldıraç oranlarının yükseldiği belirlenmiştir. 3)Yine analiz süreci içerisinde incelenen firmalarda kısa vadeli borç kullanma düzeyinin arttığı buna karşın uzun vadeli borç düzeyinin daha durağan devam ettiği gözlenmiştir.
Cai, Fairchild ve Güney (2008)	Çin'de halka açık olan firmalarda borcun vadesini etkileyen değişkenlerin saptanması.	1999-2004 yılları arasında halka açık olan ve 12 endüstride faaliyet gösteren 259 firma.	En küçük kareler yöntemi, panel regresyon yöntemi, çapraz kesit regresyon yöntemi ve genelleştirilmiş momentler tahmin yöntemi.	1)Firma büyüklüğü, varlıkların vadesi ve likiditesi, teminat amacıyla tutulan varlıkların miktarı ve büyüme fırsatları değişkenlerinin borcun vadesini etkilediği saptanmıştır. Yine borç ve özsermaye piyasa şartlarının borçlanmanın vadesiyle ilgili kararlar üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir.

Ek.3. Turizm Sektöründe Sermaye Yapısıyla İlgili Çalışmalar

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Erickson ve Trevino (1994)	ABD'deki havayolu firmalarında borçlanmayı ve kısa ve uzun vadeli leasing kararlarını etkileyen değişkenleri finansal hiyerarşi teorisine göre test etmek.	1985-1990 yılları arasında ABD'de Compustat Yıllık Endüstri Verilerinde yer alan havayolu firmaları.	Regresyon Analizi	1)Analiz sonuçlarına göre aktif karlılığı ile kaldıraç düzeyi arasında önemli bir ilişki saptanamamıştır. Satışların büyümesi ile kaldıraç düzeyi arasında negatif, varlıklardaki büyüme ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. 2)Analiz başlangıcındaki borç oranı ile leasing kullanımı arasında pozitif ilişki saptanırken, satışların büyümesi, vergi kalkanına tabii borç dışı giderler, firma büyüklüğü ve finansal sıkıntı ile leasing kullanımı arasında negatif ilişki saptanmıştır. 3)Yine finansal kiralamanın yüksek kredi riskine sahip havayolu firmaları tarafından ve borç yerine kullanıldığı belirlenmiştir. Diğer taraftan kısa vadeli faaliyet kiralamalarının borç yerine kullanılmadığı ve faaliyet kiralamalarının daha küçük firmalar ile vergi ödemeyen firmalar ve hızlı satış büyümesine sahip firmalar tarafından daha fazla kullanıldığı belirlenmiştir.
Kwansa ve Cho (1995)	ABD'deki restoran endüstrisinde endirekt iflas maliyetlerinin hacmini ve restoran işletmelerinin sermaye yapısı kararlarında finansal sıkıntı maliyetleri ile vergi kazançları arasındaki değişimin etkisinin incelenmesi.	1980-1992 yılları arasında iflas eden 10 restoran işletmesi.	Panel ve korelasyon analizi	1)Analiz sonucunda endirekt iflas maliyetlerinin restoran endüstrisi açısından önemli olduğu ve firma değeri üzerinde önemli bir paya sahip olduğu saptanmıştır. 2)Buna ek olarak restoran endüstrisinde endirekt iflas maliyetlerinin bugünkü değeri ile finansal kaldıraç kullanmanın sağlayacağı vergi kazancının birbirine yakın olduğu ve bu nedenle vergi tasarrufu ile finansal sıkıntının, endirekt maliyetlerinin dengelenmesi ve bu doğrultuda hedeflenen optimal sermaye yapısına ulaşmada önemli ve etkili oluğu belirlenmiştir.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Upneja ve Dalbor (1999)	Restoran işletmelerinde hem borçlanma öncesi (borçlanmadan önceki gelir vergisi (income taxes) / vergilendirilebilir gelir (taxable income)) hem de borçlanma sonrası vergi oranları (gelir vergisi (income taxes) / vergilendirilebilir gelir (taxable income)) ile kiralama davranışları ve borçlanma davranışları arasındaki ilişkiyi incelemek.	1981-1992 yılları arasındaki 92 restoran işletmesi.	Çalışmada yöntem olarak regresyon analizi ve korelasyon analizi yapılmıştır.	1)Borçlanma sonrası vergi oranıyla restoran firmalarının borçlanma politikası arasında sahte bir negatif ilişki çıkmıştır. 2) Borçlanma öncesi vergi oranlarıyla borç politikası ve finansal kiralama arasında pozitif ve önemli bir ilişki saptanmıştır. Borçlanma sonrası vergi oranlarıyla finansal kiralama arasında da pozitif ve önemli bir ilişki saptanmıştır. 3) Faaliyet kiralaması açısından da finanslama öncesi ve sonrası vergi oranlarıyla negatif ve önemli bir ilişki saptanmıştır. 4) Çalışmada ayrıca iflas riski altında bulunan restoran firmalarının faaliyet kiralamasına yöneldikleri belirlenmiştir.
Özer ve Yamak (2000)	1)İstanbul'daki küçük ve orta ölçekli konaklama işletmelerinin fon gereksinimlerini karşılamada kullandıkları finansal kaynak seçimlerini belirlemek. 2)Çalışmada ayrıca konaklama işletmeleri yeterli kazanç sağlayan ve yeteri kazanç sağlamayan işletmeler olmak üzere iki gruba ayrılmış ve bu iki grubun finansal kaynak seçiminde finansal hiyerarşi yaklaşımını uygulayıp uygulamadıkları test edilmiş ve konaklama işletmelerinin temel finansal sorunları saptanmaya çalışılmıştır.	1996 yılı Ağustos ayı itibariyle İstanbul'da faaliyet gösteren 101 küçük ve orta ölçekli (oda sayısı 100'den az olan) konaklama işletmesi	Analize dahil konaklama işletmelerinin sahip veya yöneticilerine yüzyüze görüşme tekniği kullanılarak anket uygulanmış ve toplanan veriler üzerinde ki kare ve F testi uygulanmıştır.	1) Anket sonuçlarına göre konaklama işletmelerinde ilk yatırım aşamasında, devam eden faaliyetlerde ve gelecekte gerçekleştirilmesi planlanan yatırımların finansmanında en fazla işletme içinde yaratılan fon kaynaklarının kullanıldığı buna karşın dışsal kaynakların çok az kullanıldığı saptanmıştır. 2) Çalışmada konaklama işletmelerinin en büyük finansal sorunları yetersiz kazançlar, yüksek girdi maliyetleri ve nakit açıkları olarak sıralanmıştır. 3) Yine incelenen konaklama işletmelerinin devam eden faaliyetlerinin finansmanının finansal hiyerarşi teorisiyle paralellik gösterdiği saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Upneja ve Dalbor (2001)	ABD'deki kamuya açık konaklama işletmelerinin uzun vadeli borç seçimini etkileyen faktörleri belirlemek.	ABD'de de 1974 – 1997 yıllarına ait 28 adet kamuya açık konaklama işletmesi	Çapraz kesit havuz regresyon analizi kullanılmıştır.	1) Büyüme fırsatları değişkeni ile borçlanma düzeyi arasında pozitif ve kuvvetli bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bunun nedenini konaklama işletmelerinin sabit varlıklarını borçla finanse etmeyi tercih etmesi olarak nitelendirilebilir. 2)Firma hacmi ile borçlanma arasında önemli bir ilişki saptanmamıştır. 3)Firma kalitesi ile borçlanma düzeyi arasında ise güçlü ve pozitif bir ilişki vardır. 4)Sabit varlıkların payı ile borç oranı arasında pozitif ve güçlü, vergi kalkana tabii borç dışı giderler ile borç oranı arasında negatif bir ilişki saptanmıştır.
Fernandes ve Capobianco (2001)	1)Sivil havayolu taşımacılığı sektöründe finansal strateji, etkinlik ve performansı inceleyerek performans ve etkinlik ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi test etmek. 2)Performansı optimum kılacak sermaye yapısını belirlemek.	1993-1996 yılları arasında dünya havayolu sektöründe faaliyet gösteren 35 havayolu şirketi.	Veri zarflama analizi	1)Havayolu şirketleri açısından optimum bir finansal kaldıraç düzeyinin olduğu saptanmıştır. 2)Ayrıca analize dahil edilen firmalarda hissedarlara ait sermayenin toplam sermaye içindeki payının %40 ile %77 arasında değiştiği saptanmıştır.
Nuri ve Archer (2001)	İngiltere'deki otel ve perakendecilik endüstrilerinde sermaye yapısının açıklanmasında hedef düzeltme (target adjustment) ve finansal hiyerarşi modellerinin gücünün test edilmesidir.	1985-1997 yılları arasında Londra Hisse Senedi Piyasası'nda hisseleri işlem gören 243 perakendecilik firması ve 65 otel işletmesi.	Panel veri, havuz çapraz kesit ve zaman serisi analiz yöntemleri	1)İngiltere'deki perakendecilik ve otel endüstrilerindeki firmaların kaldıraç oranlarının ABD'deki kadar yüksek olmadığı saptanmıştır 2)Yine otel endüstrisindeki uzun vadeli ve toplam kaldıraç oranlarının perakendecilik endüstrisine göre daha yüksek olduğu saptanmıştır. 3)İngiltere'deki otel ve perakendecilik endüstrilerindeki firmaların sermaye yapılarının açıklanmasında statik dengeleme teorisinin, finansal hiyerarşi teorisine göre zaman serisi ve çapraz kesit açısından daha güçlü olduğu saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Dalbor ve Upneja (2002)	ABD'deki kamuya açık restoran işletmelerinin borç oranını etkileyen faktörlerin incelenmesi.	1988 – 1997 yıllarına ait 40 restoran işletmesi	Çapraz kesit havuz regresyon analizi kullanılmıştır. Ayrıca zaman serisi analizi de uygulanmıştır.	1) Daha riskli olan restoran işletmeleri daha fazla uzun vadeli borç kullanmaktadırlar. 2) Firma kalitesi yüksek olan restoranlar uzun vadeli borç yerine kısa vadeli borcu tercih etmektedirler. Efektif vergi oranlarının, restoranların uzun vadeli borç kararlarında etkili olmadığı saptanmıştır. 3)Büyüme fırsatlarına sahip restoranlarda ise daha az uzun vadeli borç kullanıldığı saptanmıştır. Yine firma büyüklüğü ile uzun vadeli borçlanma arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.
Phillips ve Sipahioğlu (2004)	İngiltere'de konaklama işletmelerinde sermaye yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin saptanması	2000 yılında İngiltere'de konaklama işletmelerine sahip veya yöneten ve halka açık olan 43 firma	Analiz sürecinde Kruskal-Wallis Parametrik ve Nonparametrik Testleri yapılmıştır. Ayrıca bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki değişkenliği ölçen Levene Testi yapılmıştır.	1) Analiz sonuçlarına göre sermaye yapısındaki borç düzeyi ile finansal performans arasında önemli bir ilişki bulunmamıştır. Bu sonuçlar Modigliani ve Miller'ın teorisiyle uyumludur. 2)Çalışma sonunda ayrıca konaklama yatırımlarında sermaye getirisinin düşük düzeylerde gerçekleştiği dolayısıyla konaklama yatırımlarında oluşan fon gereksinimini karşılamak için sürekli dış kaynaklara yönelindiği belirlenmiştir.
Chathot ve Olsen (2006)	Restoran işletmelerinin performansı üzerinde çevre riskinin, firma stratejisinin ve sermaye yapısı unsurlarının birleşik etkisinin incelenmesi.	Çalışmada halka açık 48 restoran işletmesinin 1995-2000 yılları arasındaki verileri kullanılırken çevre riskiyle ilgili olarak 1992-2000 yılları arasındaki çeyrek dönem verileri kullanılmıştır.	Bu veriler üzerinde korelasyon testi ve regresyon testi uygulanmıştır	1) Analiz sonuçlarına göre bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında önemli bir korelasyona rastlanılmamıştır. Çalışmada oluşturulan teorik modelin firmanın ROE'sinde meydana gelen değişimlerin %59'unu açıkladığı ve bu sonuçla en iyi model olduğu saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Jang ve Ryu (2006)	Restoran işletmelerinde yatırım ve finansman kararlarının birbirleriyle bağımlı olup olmadığının incelenmesi.	2001-2003 yılları arasında Amerika'da hisseleri borsada işlem gören toplam 110 restoran işletmesi.	2001-2003 yılları arasında Amerika'da hisseleri borsada işlem gören toplam 110 restoran işletmesinin yıllık bilançoları üzerinde pearson korelasyon ve kanonik korelasyon analizi gerçekleştirilmiştir.	1) Nakit ile hissedarlara ait özsermaye arasında pozitif buna karşın uzun vadeli yabancı kaynaklarla negatif ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır. 2) Restoran işletmelerinde kısa vadeli varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklarının, uzun vadeli varlıklarla uzun vadeli yabancı kaynaklarının güçlü ilişki içerisinde bulunduğu saptanmıştır.
Tang ve Jang (2007)	1)Konaklama işletmelerine ait sermaye yapısını belirleyen faktörleri saptayarak daha önce bu konuyla ilgili olarak konaklama işletmelerine yönelik yapılan çalışma sonuçlarını karşılaştırmak. 2)Konaklama işletmeleri ve software işletmelerinin farklılaşan kaldıraç davranışlarını belirlemek.	Çalışmada halka açık 27 konaklama işletmesi ve yine 27 software işletmesinin 1997-2003 yıllarına ait çeyrek finansal verileri kullanılmıştır.	1) Uzun vadeli borç düzeyi ile borç düzeyinin belirleyicileri arasındaki ilişkiyi açıklamak için 2 model kullanılmıştır. İlk model, en küçük kareler (OLS) regresyon yönteminin konaklama işletmelerinin verileri üzerinde kullanılması ile oluşturulmuştur. 2)İkinci regresyon modeli ise konaklama işletmeleri ile software işletmeleri arasında karşılaştırma yapmak amacıyla endüstri kukla değişkeni kullanılarak oluşturulmuştur. İkinci modelde konaklama ve software firmalarına ait havuz verilerinde oluşabilecek heteroskedastic hatalarını gidermek amacıyla GLS (Generalized Least Squares) regresyonu uygulanmıştır.	1)Konaklama işletmelerinin software işletmelerine göre sabit varlık düzeyi ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında daha fazla pozitif ilişkiye sahip olduğu saptanmıştır. Yine büyüme fırsatları ile uzun vadeli borçlanma arasında hem konaklama işletmelerinde hem de software işletmelerinde pozitif bir ilişki saptanmıştır. Bu ilişki konaklama işletmelerinde daha güçlüdür. 2)Sabit varlıkların düzeyi ile büyüme fırsatlarının birleşik etkisi ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında konaklama işletmelerinde pozitif bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir. 3)Firma büyüklüğü ile kaldıraç davranışı arasında konaklama işletmeleri açısından önemli bir ilişki bulunmazken, software işletmeleri açısından bu ilişki istatistiksel açıdan pozitif olarak saptanmıştır. 4)Temsilcilik maliyeti değişkeni olan FCF ile kaldıraç düzeyi arasında bir ilişki bulunmazken software firmaları açısından bu ilişki negatif olarak saptanmıştır. Karlılık değişkeni ROA ile kaldıraç düzeyi arasında konaklama işletmeleri açısından önemli bir ilişi saptanmazken, software firmaları açısından güçlü ve negatif bir ilişki saptanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Jang, Tang ve Chen (2008)	1) Konaklama işletmelerinde yatırım ve finansman davranışlarının birbirlerine bağımlı olup olmadıklarını ve buna paralel konaklama işletmelerinin finansman davranışlarını tespit etmek.	Çalışmada 1990-2004 yılları arasında Amerika'da hisseleri işlem gören 61 konaklama işletmesine ait yıllık bilanço verileri üzerinde 477 gözlem gerçekleştirilmiştir.	1) Çalışmada 1990-2004 yılları arasında Amerika'da hisseleri işlem gören 61 konaklama işletmesine ait yıllık bilanço verileri üzerinde 477 gözlem yapılarak, tanımlayıcı istatistik analizi ile pearson ve kanonik korelasyon analizi gerçekleştirilmiştir. 2) Çalışmada analiz süreci S&P 100 endeksi dikkate alınarak 1990-1992 (durgunluk dönemi), 1996-1998 (gelişme) ve 2002-2004 (yeniden düzelme) olmak üzere 3 döneme ayrılmış ve bu dönemlerde konaklama işletmelerinin finansman davranışları incelenmiştir.	1) 3 analiz döneminde bina, tesis ve ekipman kaleminin toplam varlıklar içinde en büyük paya sahip kalem olduğu ve bunun konaklama işletmelerinin sabit varlık ağırlıklı yatırım yapan işletmeler olduğunu desteklediği belirtilmiştir. 2)Analiz dönemi içerisinde nakit varlıkların dönen varlıklar içerisinde en yüksek paya sahip olduğu saptanmış ve konaklama işletmelerinin nispeten düşük düzeyde alacaklar ve stoklara sahip olduğu zamanlarda yüksek nakit veya pazarlanabilir menkul kıymetlere sahip oldukları belirlenmiştir. 3)Gerçekleştirilen pearson korelasyon analizine göre inceleme dönemi boyunca nakit ve benzeri varlıklar ile uzun vadeli yükümlülükler arasında negatif, hissedarlara ait özsermaye ile pozitif bir ilişki saptanmıştır. Bina, tesis ve ekipmanlar ile ticari borçlar ve hissedarlara ait özsermaye arasında negatif ilişki, uzun vadeli yükümlülükler ile pozitif bir ilişki saptanmıştır. 5)Kanonik korelasyon analizi sonuçlarına göre konaklama işletmelerinde yatırım ve finansman kararlarının bir birine yüksek derecede bağımlı oldukları belirlenmiştir. Konaklama işletmelerinin vade riskinden korunma amaçlı olarak varlıklar ile kaynakların vadesini dengeledikleri belirlenmiştir. İkinci olarak bina, tesis ve ekipmanlar kalemi ile uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında güçlü bir ilişkinin varlığı saptanmış ve bu bulgu otel taşınmazlarının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesinin veya taşınmaz varlıkların ipoteğe dayalı kredilerde teminat olarak kullanılmasının bir sonucu olarak vurgulanmıştır.

ÇALIŞMA	ÇALIŞMANIN AMACI	ÖRNEKLEM	KULLANILAN YÖNTEM	SONUÇLAR
Sakarya (2008)	1) Türk turizm işletmelerinin sermaye piyasalarından yararlanma düzeylerini, halka açılma durumlarını ve İMKB'de hisseleri işlem gören turizm işletmelerinin halka açılma yoluyla İMKB'den fon sağlama durumlarını incelemek ve öneriler sunmak.	1986-2006 yılları arasında İMKB'de hisseleri işlem gören 8 turizm işletmesi.	1) Literatür ve teorik araştırma yapılarak Türk turizm işletmelerinin sermaye piyasalarından neden az yararlandıkları açıklanmaya çalışılmıştır. 2)Çalışmada ayrıca İMKB'de hisseleri işlem gören 8 turizm işletmesinin 1986-2006 yılları arasında gerçekleştirmiş oldukları sermaye artırımlarının ve bunların kaynaklarının türü, tutarı ve oranı belirlenmeye çalışılmış ve bu bağlamda durum belirleyici bir analiz gerçekleştirilmiştir.	1)Türk turizm sektöründeki işletmelerin finansman ihtiyaçlarını karşılanmada İMKB'den çok az yararlandıkları belirtilmiştir. 2)Çalışmada sektördeki işletmelerin sermaye piyasasından yararlanma düzeyinin düşük olmasının en büyük nedenleri ise bu turizm işletmelerinin bilanço kayıtlarının tutulmasında ve mülkiyet hususlarında yaşadıkları sorunlar gösterilmiştir. Turizm sektöründe yapılan pek çok yatırımın 1990'lı yılların başlarında tamamlanmış olması, o yıllarda yeniden değerleme yapılamaması, yüksek enflasyon ve yüksek oranlı devalüasyon nedeniyle yapılan yatırımların bilançoda cari değerlerinden çok daha düşük seviyelerde görünmesine ve dolayısıyla bu işletmelerin borsadaki performanslarını olumsuz etkilediği belirtilmiştir. Yine hisse senetlerinin değerlemesinde bilanço verilerinden türetilen bilgilerin kullanılmasının turizm şirketlerinin hisse senetlerinin değerlemesinde sorun çıkmasına neden olduğu ve bu durumun halka açılmak isteyen turizm şirketleri için caydırıcı bir nitelik taşıdığı ifade edilmiştir. 3)Yapılan analiz sonucunda borsada hisseleri işlem gören turizm işletmelerinin sermaye ihtiyaçlarını büyük oranda iç kaynaklardan sağladığı belirlenmiştir.

Ek.4. Araştırmanın Amaçları Doğrultusunda Türk Konaklama İşletmelerine Uygulanan Anket

Sayın Konaklama İşletmesi Finans/Muhasebe Yöneticisi,

Kültür ve Turizm Bakanlığı ile TTYD tarafından desteklenen bu anket, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde yürütülen "TÜRKİYE'DEKİ KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ" başlıklı Doktora Tez Çalışması kapsamında yapılmaktadır. Yardımlarınız için çok teşekkür ederiz.
Not: Çalışma sonuçlarında işletme isimleri kesinlikle gizli tutulacaktır. İstenildiği takdirde çalışma sonuçları sizlere de gönderilecektir

Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL, ybeyazit@cu.edu.tr
Arş.Gör. Erdinç KARADENİZ, ekaradeniz@cu.edu.tr
Çukurova Üniversitesi İ.İB.F. İşletme Bölümü Balcalı Kampüsü ADANA
Telefon:03223387254/189, Faks:03223387286

1) Konaklama İşletmenizin türü aşağıdaki seçeneklerden hangisine girmektedir?
□ Otel: (..... Yıldız)
□ Motel
□ Butik Otel
□ Tatil Köyü: (..... Sınıf)
□ Pansiyon
□ Diğer:.....

2) İşletmenizin bulunduğu bölge neresidir? Bu bölgede kaç yıldır faaliyette bulunmaktadır?
□ Akdeniz Bölgesi: ..... yıldır
□ Doğu Anadolu Bölgesi:.....yıldır
□ Ege Bölgesi: .....yıldır
□ İç Anadolu Bölgesi:.....yıldır
□ Marmara Bölgesi:.....yıldır
□ Güneydoğu Bölgesi:.....yıldır
□ Karadeniz Bölgesi:.....yıldır

3) İşletmenizin sahip olduğu **oda ve yatak sayısı** nedir?
Oda Sayısı:.....
Yatak Sayısı:.....

4) İşletmenizde çalışan **ortalama personel sayısı** nedir?.....

5) İşletmenizin **hukuki yapısı** nedir?
□ Şahıs Şirketi
□ Kolektif Şirket
□ Limited Şirket
□ Anonim Şirket
□ Diğer.....

6) İşletmenizde **ilk kuruluş yatırımı** hangi kaynaklardan finanse edilmiştir? Önem derecesine göre en fazla kullandığınız 3 tanesini işaretleyiniz.
□ Banka Kredisi
□ Teşvikler
□ Özsermaye
□ Satıcı Kredileri
□ Kalkınma ve Turizm Bankası Kredisi
□ Yeni Hisse Senedi İhracı
□Diğer:.....

7) İşletmenizde **mevcut faaliyetler** hangi kaynaklardan finanse edilmektedir? Önem derecesine göre en fazla kullandığınız 3 tanesini işaretleyiniz.
□ Alıkonan Karlar
□ Banka Kredisi
□ Faktoring
□ Teşvikler
□ Satıcı Kredisi
□ Yeni Hisse senedi ihracı
□ Finansal Kiralama
□ Bireysel Borç Veren Kişilerden
□ Forfaiting
□ Diğer:.....

8) İşletmenizin karşılaştığı en önemli **finansal sorunlar** nelerdir? (birden fazla şıkkı işaretleyebilirsiniz)
□ Bankalardan uygun vadede kredi sağlanamaması
□ Likidite ve nakit açığı sorunu
□ Yüksek Borçlanma Giderleri (yüksek faiz oranları)
□ Yüksek üretim maliyetleri
□ Düşük kar marjı
□ Yüksek vergi ve harçlar
□ Diğer:.....

9) İşletmenizin **finansal gereksinimlerini** karşılarken en çok başvurduğunuz kaynaklar nelerdir? (Önem sırasına göre numaralandırınız, en önemli 1, en önemsiz 3)
□ İç kaynaklar
□ Yabancı kaynaklar
□ Yeni Hisse senedi ihracı

10) İşletmenizde **gelecek 3 yıl için bir yatırım planı** var mı? (Cevabınız hayır ise 14. soruya geçiniz)
□ Evet □Hayır
(yanıtız Evet ise ne tür?)
□ Yenileme yatırımı
□ Genişleme yatırımı
□ Başka bir sektöre yatırım
□ Yeni bir konaklama tesisi yatırımı
□ Diğer:.....

11) Planladığınız yatırımı **hangi kaynaklardan finanse** etmeyi düşünmektesiniz?
□ İç kaynaklar
□ Yabancı kaynaklar
□ Yeni Hisse senedi ihracı

12) İşletmenizde kullanılan **yabancı kaynağın kompozisyonu (bileşimi)** nasıldır?
 Uzun ve kısa vadeli borçlar eşit düzeyde kullanılmaktadır
 Yabancı kaynak kullanılmamaktadır.
 Daha çok kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır (vade 1 yıldan kısa)
 Daha çok uzun vadeli borçlardan oluşmaktadır (vade 1 yıldan uzun)

13) İşletmenizin **kısa ve uzun vadeli borçlanma kararlarını** etkileyen faktörler nelerdir? En önemli 3 tanesini işaretleyiniz.
 Kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı
 Ortak veya hissedarların getiri beklentileri
 Varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu
 İşletmenin kredi notu
 Finansal kaynağın kullanılacağı yatırımın riskli olup olmaması
 Geleceğe yönelik sektördeki beklenti
 Diğer:.....

14) İşletmenizde kullanılan **yabancı kaynağın miktarını** etkileyen faktörler nelerdir? En önemli 3 tanesini işaretleyiniz.
 Borç faizinin vergiden indirilmesi
 Kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma
 İşletme ortaklarının veya hissedarların getiri beklentileri
 Finansal sıkıntı veya iflas riski ihtimali
 Sektördeki diğer firmaların ortalama borç miktarı
 Bankaların kredi politikaları
 Faiz oranlarının düşük veya yüksek olması
 Yeterli iç fonların bulunup bulunması
 Kredi notu
 Geleceğe yönelik olarak sektördeki beklenti
 Borçlanma sürecindeki işlem giderleri ve ücretler
 Yatırımın riskli olup olmaması
 Ortakların tabii olduğu gelir vergisi oranı
 Diğer:.....

15) Gelecek 3 sene için ortalama **yabancı (borç) kaynak / varlık (aktif) toplamı** hedefiniz var mıdır?
 Evet (lütfen yazınız % .....) Hayır

16) İşletmenizin son 3 yılına ait ortalama **net satış tutarları** toplamı (YTL olarak) nedir?

2003:.....
2004:.....
2005:.....

17) İşletmenizin son 3 yılına ait **özsermaye tutarları** (YTL olarak) nelerdir?

2003:.....
2004:.....
2005:.....

18) Son üç yılda işletmenizin sermaye yapısına ait aşağıda verilen finansal oranların ortalamaları yüzde kaç gerçekleşmiştir?

Oranlar	**2003 (%)**	**2004 (%)**	**2005 (%)**
Yabancı Kaynak / Toplam Pasifler			
Net Maddi Duran Varlıklar / Toplam Aktifler			
Net Kar / Varlık Toplamı			
(Vergi Öncesi Kar + Faiz + Amortisman) / Toplam Varlıklar			
(Alacaklar – Stoklar) / Toplam Varlıklar			
Gelir Vergisi / Vergiye Tabii Gelir			
Amortisman / Toplam Varlıklar			
Satılan Malın Maliyeti / Net Satışlar			
Vergi ve Faiz Öncesi Kar / Net Satışlar			
Banka Kredileri / Yabancı Kaynaklar			
Amortisman / Toplam Varlıklar			
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Yabancı Kaynaklar			

Ek.5. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında banka kredisi kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında banka kredisi kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında teşvik kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında teşvik kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında özsermaye kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında özsermaye kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında satıcı kredilerinin kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla ilk kuruluş yatırımında satıcı kredilerinin kullanımı bağımlıdır.

Ek.6. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Mevcut Yatırımlarının Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında alıkonan karların kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında alıkonan karların kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında yeni hisse senedi ihracı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında yeni hisse senedi ihracı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında banka kredisi kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında banka kredisi kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında finansal kiralama kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında finansal kiralama kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında faktoring kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında faktoring kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında bireysel borç veren kişilerden borç kullanımı bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında bireysel borç veren kişilerden borç kullanımı bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında teşviklerden yararlanma bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında teşviklerden yararlanma bağımlıdır.
H_0: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında forfaitingden yararlanma bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında forfaitingden yararlanma bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında satıcı kredisinden yararlanma bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla mevcut faaliyetlerin finansmanında satıcı kredisinden yararlanma bağımlıdır.

Ek-7. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Karşılaştıkları Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan bankalardan uygun vadede kredi sağlanamaması sorunu bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan bankalardan uygun vadede kredi sağlanamaması sorunu bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan likidite ve nakit açığı sorunu bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan likidite ve nakit açığı sorunu bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek borçlanma giderleri sorunu bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek borçlanma giderleri sorunu bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek üretim maliyetleri sorunu bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek üretim maliyetleri sorunu bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan düşük kar marjı sorunu bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan düşük kar marjı sorunu bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek vergi ve harçlar sorunu bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek vergi ve harçlar sorunu bağımlıdır.

Ek.8. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısının Finansal Kaynakların Tercih Sıralamasını Etkileyip Etkilemediğini Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0:Yıldız sayısı, iç kaynak seçimini etkilememektedir.
H_1:Yıldız sayısı, iç kaynak seçimini etkilemektedir.
H_0:Yıldız sayısı, yabancı kaynak seçimini etkilememektedir.
H_1:Yıldız sayısı, yabancı kaynak seçimini etkilemektedir.
H_0:Yıldız sayısı, hisse senedi ihracı seçimini etkilememektedir.
H_1:Yıldız sayısı, hisse senedi ihracı seçimini etkilemektedir.

Ek.9. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansmanında Kullanılacak Finansal Kaynakların Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Kurulan Alt Hipotezler.

H_0:Yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında iç kaynakların kullanımı bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında iç kaynakların kullanımı bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yabancı kaynakların kullanımı bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yabancı kaynakların kullanımı bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yeni hisse senedi ihracı bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla gelecekte planlanan yatırımların finansmanında yeni hisse senedi ihracı bağımlıdır.

Ek-10. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Yıldız sayısıyla yabancı kaynak bileşimi tercihleri bağımsızdır.
H_1: Yıldız sayısıyla yabancı kaynak bileşimi tercihleri bağımlıdır.

Ek-11. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler

H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "ortak veya hissedarların getiri beklentileri" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "ortak veya hissedarların getiri beklentileri" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "işletmenin kredi notu" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "işletmenin kredi notu" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "finansal kaynağın kullanılacağı yatırımın riskli olup olmaması" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "finansal kaynağın kullanılacağı yatırımın riskli olup olmaması" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımlıdır.

Ek-12. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borç faizinin vergiden indirilmesi" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borç faizinin vergiden indirilmesi" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların veya hissedarların getiri beklentileri" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların veya hissedarların getiri beklentileri" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "sektördeki diğer firmaların ortalama borç miktarı" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "sektördeki diğer firmaların ortalama borç miktarı" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "faiz oranlarının düşük veya yüksek olması" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "faiz oranlarının düşük veya yüksek olması" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kredi notu" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kredi notu" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borçlanma sürecindeki işlem giderleri ve ücretler" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borçlanma sürecindeki işlem giderleri ve ücretler" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların tabii olduğu gelir vergisi oranı" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların tabii olduğu gelir vergisi oranı" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "finansal sıkıntı veya iflas riski ihtimali" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "finansal sıkıntı veya iflas riski ihtimali" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "bankaların kredi politikaları" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "bankaların kredi politikaları" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yeterli iç fonların bulunup bulunmaması" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yeterli iç fonların bulunup bulunmaması" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımsızdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımlıdır.
H_0:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yatırımın riskli olup olmaması" bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yatırımın riskli olup olmaması" bağımlıdır.

Ek-13. Otel İşletmelerinin Yıldız Sayısıyla Hedef Borçlanma Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0:Yıldız sayısıyla gelecek 3 sene için ortalama yabancı kaynak / aktif toplamı oranı hedeflemesi bağımsızdır.
H_1:Yıldız sayısıyla gelecek 3 sene için ortalama yabancı kaynak / aktif toplamı oranı hedeflemesi bağımlıdır.

Ek-14. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle İlk Kuruluş Yatırımlarının Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında banka kredisi kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında banka kredisi kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında teşvik kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında teşvik kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında özsermaye kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında özsermaye kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında satıcı kredilerinin kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında satıcı kredilerinin kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında Kalkınma ve Turizm Bankası Kredisi kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında Kalkınma ve Turizm Bankası Kredisi kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında yeni hisse senedi ihracı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile ilk kuruluş yatırımında yeni hisse senedi ihracı bağımlıdır.

Ek-15. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Mevcut Faaliyetlerinin Finansman Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında alıkonan karların kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında alıkonan karların kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında yeni hisse senedi ihracı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında yeni hisse senedi ihracı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında banka kredisi kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında banka kredisi kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında finansal kiralama kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında finansal kiralama kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında faktoring kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında faktoring kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında bireysel borç veren kişilerden borç kullanımı bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında bireysel borç veren kişilerden borç kullanımı bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında teşviklerden yararlanma bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında teşviklerden yararlanma bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında forfaitingden yararlanma bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında forfaitingden yararlanma bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında satıcı kredisinden yararlanma bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile mevcut faaliyetlerin finansmanında satıcı kredisinden yararlanma bağımlıdır.

Ek-16. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Karşılaştıkları Finansal Sorunlar Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan bankalardan uygun vadede kredi sağlanamaması sorunu bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan bankalardan uygun vadede kredi sağlanamaması sorunu bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan likidite ve nakit açığı sorunu bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan likidite ve nakit açığı sorunu bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek borçlanma giderleri sorunu bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek borçlanma giderleri sorunu bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek üretim maliyetleri sorunu bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek üretim maliyetleri sorunu bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan düşük kar marjı sorunu bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan düşük kar marjı sorunu bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek vergi ve harçlar sorunu bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile karşılaşılan finansal sorunlardan yüksek vergi ve harçlar sorunu bağımlıdır.

Ek-17. Konaklama İşletmelerin Büyüklüğünün Finansal Tercihlerin Sıralamasını Etkileyip Etkilemediğini Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler

H_0:Büyüklük, iç kaynak seçimini etkilememektedir.
H_1:Büyüklük, iç kaynak seçimini etkilemektedir.
H_0:Büyüklük, yabancı kaynak seçimini etkilememektedir.
H_1:Büyüklük, yabancı kaynak seçimini etkilemektedir.
H_0:Büyüklük, hisse senedi ihracı seçimini etkilememektedir.
H_1:Büyüklük, hisse senedi ihracı seçimini etkilemektedir.

Ek-18. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Gelecekte Planlanan Yatırımların Finansal Kaynak Tercihleri Arasındaki Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Büyüklük ile gelecekte planlanan yatırımların finansal kaynak seçimi bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile gelecekte planlanan yatırımların finansal kaynak seçimi bağımlıdır.

Ek-19. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Yabancı Kaynak Bileşimi Tercihleri Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler

H_0: Büyüklük ile yabancı kaynak bileşimi bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile yabancı kaynak bileşimi bağımlıdır.

Ek-20. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Yabancı Kaynağın Vadesini Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "kısa ve uzun vadeli borç arasındaki faiz oranı farkı" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "ortak veya hissedarların getiri beklentileri" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "ortak veya hissedarların getiri beklentileri" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "varlıkların ekonomik ömrü ile borcun vadesinin uyumu" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "işletmenin kredi notu" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "işletmenin kredi notu" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "finansal kaynağın kullanılacağı yatırımın riskli olup olmaması" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "finansal kaynağın kullanılacağı yatırımın riskli olup olmaması" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın vadesini etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımlıdır.

Ek-21. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Yabancı Kaynağın Miktarını Etkileyen Faktörler Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borç faizinin vergiden indirilmesi" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borç faizinin vergiden indirilmesi" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların veya hissedarların getiri beklentileri" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların veya hissedarların getiri beklentileri" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "sektördeki diğer firmaların ortalama borç miktarı" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "sektördeki diğer firmaların ortalama borç miktarı" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "faiz oranlarının düşük veya yüksek olması" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "faiz oranlarının düşük veya yüksek olması" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kredi notu" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kredi notu" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borçlanma sürecindeki işlem giderleri ve ücretler" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "borçlanma sürecindeki işlem giderleri ve ücretler" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların tabii olduğu gelir vergisi oranı" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "ortakların tabii olduğu gelir vergisi oranı" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "kazanç ve nakit akımlarındaki dalgalanma" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "finansal sıkıntı veya iflas riski ihtimali" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "finansal sıkıntı veya iflas riski ihtimali" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "bankaların kredi politikaları" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "bankaların kredi politikaları" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yeterli iç fonların bulunup bulunmaması" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yeterli iç fonların bulunup bulunmaması" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımsızdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "geleceğe yönelik sektördeki beklenti" bağımlıdır.
H_0: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yatırımın riskli olup olmaması" bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile borçlanmanın miktarını etkileyen faktörlerden "yatırımın riskli olup olmaması" bağımlıdır.

Ek-22. Konaklama İşletmelerinin Büyüklüğü İle Hedef Borçlanma Arasındaki İlişkiyi Test Etmek İçin Oluşturulan Alt Hipotezler.

H_0: Büyüklük ile gelecek 3 sene için ortalama yabancı kaynak / aktif toplamı oranı hedeflemesi bağımsızdır.
H_1: Büyüklük ile gelecek 3 sene için ortalama yabancı kaynak / aktif toplamı oranı hedeflemesi bağımlıdır.

ÖZGEÇMİŞ

1. Adı Soyadı : Erdinç KARADENİZ

2. Doğum Tarihi : 4 Ocak 1978

3. Unvanı : Araştırma Görevlisi Dr.

4. Adres : Çukurova Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü
Balcalı Kampusü 01330 ADANA

5. Öğrenim Durumu:

Derece	Okul	Yıl
Doktora	Çukurova Üniversitesi, Adana	2008
Y.Lisans	Mersin Üniversitesi,Mersin	2003
Lisans	Mersin Üniversitesi,Mersin	1999

6. Akademik Ünvanlar:

Görev Unvanı	Görev Yeri	Yıl
Ar.Gör.	Mersin Üniversitesi Turizm İşl. Ve Otelcilik Y.O.	2000-2003
Ar.Gör.	Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İ.İ.B.F. İşletme Bölümü	2004-2008

7. Yayınlar

A. Bilimsel Makaleler

1) Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer (EVA™) Yöntemiyle Tespit Edilmesi: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerine Uygulama. Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi, Yıl 15 Sayı 2. (Yıldırım Beyazıt ÖNAL - Erdinç KARADENİZ),
2) Otel İşletmelerinde Esnek Bütçeleme. Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt 2, No 2, Aralık 2005. s.1-17. (Yıldırım Beyazıt ÖNAL ve Serkan Yılmaz KANDIR'la ortak çalışma)
3) Türk Turizm Sektörü Açısından Değer Temelli Yönetim Yaklaşımının Önemi. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi Yıl 2, Sayı 4. Ekim-Kasım-Aralık 2005.s.37-46. (Yıldırım Beyazıt ÖNAL ve Nuray ALTUN KARADENİZ ile ortak çalışma).
4) Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi.

Cilt 14, Sayı 2, 2005.s.369-390.(Yıldırım Beyazıt ÖNAL ve Serkan Yılmaz KANDIR'la ortak çalışma)

5) Finansal Analiz Tekniklerinin Otel İşletmelerinde Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Kullanımına İlişkin Teorik Bir Değerlendirme. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi Yıl 3, Sayı 2. 2006. s.16-26. (Yıldırım Beyazıt ÖNAL ve Levent KOŞAN'la ortak çalışma.

6) Piyasa Katma Değeri (Mva) İle Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişkinin Ölçülmesi: İmkb'ye Kote 5 Turizm İşletmesi Üzerine Bir Uygulama. Muhasebe-Denetime Bakış. Yıl 6, Sayı 20, 2006.(Yıldırım Beyazıt ÖNAL ve Serkan Yılmaz KANDIR'la ortak çalışma)

7) Seçilmiş Paydaşların Swot Yöntemiyle Türk Turizm Yatırımlarını Değerlendirmesine Yönelik Bir Pilot Çalışma. Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi, Cilt 18, Sayı. 2, s.195-206 (Yıldırım Beyazıt ÖNAL ve Serkan Yılmaz KANDIR'la ortak çalışma)

8) Türkiye'de Büyük Sanayi İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi. Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Cilt 9, Sayı. 2, 2007 s.146-165. (Yıldırım Beyazıt ÖNAL ve Serkan Yılmaz KANDIR'la ortak çalışma)

9) Otel İşletmelerinde Finansal Değerin Yönetilmesinde Ekonomik Katma Değer Yönteminin (EVA) Önemi. Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi. Cilt 5, Sayı 3, 2008. (Dr. Ömer İskenderoğlu ile ortak çalışma).

B. Kitaplar

1) Türk Turizm Sektörü ve Vergi Uygulamaları, Nobel Kitapevi:Adana, 2007 (Yıldırım Beyazıt ÖNAL, Keramettin TEZCAN ve Serkan Yılmaz KANDIR'la ortak çalışma).

2) Turizm Yatırım Projelerinin Yönetimi Değerlendirilmesi ve Finansmanı, Detay Yayıncılık:Ankara, 2007 (Serkan Yılmaz KANDIR ve Yıldırım Beyazıt ÖNAL'la ortak çalışma).

C. Kitap İçinde Bölüm

1) Turizm İşletmelerinde Çağdaş Yönetim Teknikleri, Detay Yayınevi:Ankara, 2008.(Editörler: Fevzi Okumuş, Umut Avcı. Bölümün İsmi: Turizm İşletmelerinde Değer Temelli Yönetim Yaklaşımın Uygulanması. Serkan Yılmaz KANDIR ve Yıldırım Beyazıt ÖNAL'la ortak çalışma)

D. Ulusal Bildiriler

1) Yatırım Fonu Getirilerini Etkileyen Bazı Faktörlerin Analizi. 11. Ulusal Finans Sempozyumu. 17-20 Ekim 2007. (Veli AKEL, Serkan Yılmaz KANDIR'la ortak çalışma).

2) Türk Turizm Sektörünün Gelişimi Açısından Uygulanan Vergi Politikalarının Değerlendirilmesi. IV. Lisansüstü Turizm Öğrencileri Araştırma Kongresi. 23-27 Nisan 2008. (Keramettin Tezcan, Yıldırım Beyazıt Önal ve Serkan Yılmaz Kandır'la ortak çalışma).

8. Uluslar arası Dergilerde Hakemlik

1) SSCI Index "Cornell Hospitality Quarterly" Dergisinde 2008 ve 2009 Yıllarında Hakemlik.

2) SSCI Index " Annals of Tourism Research" Dergisinde 2008 Yılında Hakemlik.

9. Ödüller

1) Doktora Tezi Mansiyon Ödülü. IV. Lisansüstü Turizm Öğrencileri Araştırma Kongresi. 23-27 Nisan 2008.