

İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI İLE KÂRLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ: 1992-2011 YILLARI ARASI FİNANSAL KRİZLER ODAKLI BIST'TE BİR UYGULAMA*

M. Mustafa KISAKÜREK** ve Yüksel AYDIN***

Özet

Sermaye yapısı işletmelerin üzerinde durdukları en önemli konulardan birisidir. Finansal serbestleşme eğilimiyle birlikte ülkeler krizlere açık hale gelmiştir. Yaşanan krizlerin işletmelerin sermaye yapılarını etkilediği görülmüştür. Bu çalışmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişki kriz yılları da dikkate alınarak incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da 1992-2011 yılları arasında kesintisiz faaliyet gösteren 104 firmanın bilanço ve gelir tabloları incelenmiştir. Çalışmada Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi-GEKK (Generalized Least Square-GLS) kullanılmıştır. Sonuç olarak uygulama kapsamındaki firmaların incelenen dönemde kriz yılları da dâhil sermaye yapılarında öz kaynakları tercih ettiği görülmüştür. Sermaye yapısı ile satış karlılığı, aktif karlılığı doğru orantılı ve öz kaynak karlılığı arasında da ters orantılı ilişki tespit edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarında finansal hiyerarşi teorisine uygun bulgular elde edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Sermaye Yapısı, Özkaynak Karlılığı, Aktif Karlılığı, Satış Karlılığı ve Finansal Kriz.

The Analysis of the Relationship Between Capital Structure of Businesses and the Profitability: A Case Study That Focuses More On Crisis for BIST Between the Years of 1992 And 2011

Abstract

Capital structure is one of the most important subjects which the businesses dwell upon. By the effect of the tendency towards financial liberalisation, businesses are more prone to crisis than before. It is noticed that the crisis occurred affects the capital structure. In this study the relationship between the capital structure of the companies listed in BIST and their profitability has been analysed considering the crisis years. For this purpose, balance sheets and the income statements of 104 companies listed continuously in BIST between the years of 1992 and 2011 have been examined. In the study, Generalized Least Square method has been used. As a conclusion, it was found that in the period of the

* Bu çalışma Cumhuriyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde "Kriz Dönemlerinde Sermaye Yapısı İle Kârlılık İlişkisinin Analizi: Bist'te Bir Uygulama" isimli doktora tezinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

** Doç.Dr., Cumhuriyet Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, Sivas, mkisakurek@cumhuriyet.edu.tr.

*** Öğr.Gör.Dr., Cumhuriyet Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, Sivas, yaydin@cumhuriyet.edu.tr.

analysis including the years of the crisis, the companies in the study preferred the equities in their capital structure. It was observed in the study that capital structure is directly proportional to the return on sales and return on assets, while it is inversely proportional to return on equity. It is revealed that the findings of the analysis in the study are consistent with the financial hierarchy theory.

Keywords: Capital Structure, Return on Equity, Return on Assets, Return on Sales and Financial Crisis.

GİRİŞ

Firmaların kuruluş fikriyle başlayan ve hayatı boyunca devam eden, toplam sermaye gereksinimi ve sermaye yapısının oluşturulmasında borç ve öz kaynak bileşenlerinin nasıl olacağı her zaman önemli ve tartışılan bir konu olmuştur. Optimal sermaye yapısının nasıl olması gerektiği konularında, 1958 yılında Modigliani-Miller'le başlayan net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve bunlar temel alınarak finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi gibi güncel yaklaşımlar oluşturulmuştur

Firmaların içinde bulunduğu ülke ve bu ülkenin ekonomik ve politik şartları, finansal serbestleşme kısa vadeli sermaye akımları sonucunda yaşanan krizler, sermaye yapısı bileşenlerinin nasıl olması gerektiğine bir standart çözüm bulunmasını engellemiştir.

Çalışmada, finansal krizler hakkında bilgi verilmiş. Sermaye yapısı ve sermaye yapısını etkileyen faktörler belirtildikten sonra sermaye yapısı teorileri anlatılmış ve bu konu ile ilgili literatür taraması yapılmıştır. Bunlara ilaveten 1992-2011 dönemini kapsayan süreçte Borsa İstanbul'da kote edilmiş 104 firmanın gelir tabloları ve bilançoları incelenerek analize tabi tutulmuştur.

I. FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1990'lı yıllarda finans piyasalarının küreselleşmesi ve bu piyasalarda oluşturulan yeniden yapılanma hareketleri uluslararası sermaye hareketlerinin hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Küreselleşme ile hızlı bir şekilde yer değiştiren uluslararası sermaye, gittiği ülkelere hem fırsatları hem de riskleri aynı anda sunmaktadır. sermaye önündeki engellerin kaldırılması, kalkınmada sermaye yetersizliği çeken ve gelişmekte olan ülkeler için bir fırsat doğururken; aynı zamanda hızlı bir şekilde ulusal sınırları aşan spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonomik krizlerin hızlı bir şekilde dünyaya yayılmasına da yol açmıştır (Aydoğuş, 2000:29).

Krizin ekonomik anlamda bir tanımı yapılacak olursa, aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların, işletmeleri ve ekonomiyi ciddi anlamda sarsacak

olumsuz gelişmeleri sonuç olarak meydana getirmesidir (Aktan ve Şen, 2002/1:2; Oktar ve Dalyancı, 2010:2).

1990'lardaki sermaye hareketleri sonucu yaşanan krizler artık finans kavramını ön plana çıkarmıştır. Yaşanan finansal krizler sonucu ortaya çıkan likidite sorunu, faiz stokları ve devalüasyonlar mali kurumların ve şirketlerin bilançolarını bozarak, istikrarda ve üretimde büyük kayıplara yol açmıştır. Ayrıca güven sorunu ortaya çıkmıştır (Celasun, 2001 – 02:169).

Genel olarak bir ülkedeki finansal istikrarsızlığa sebep olan faktörler; finansal liberalizasyon, sabit döviz kuru sistemi ve makroekonomik nedenler olarak sınıflandırılabilir. Bunlara finansal yapıdaki zayıflıklar, sermaye hareketlerindeki aşırı değişkenlik, sürdürülemez istikrarsız politikalar, teknolojik değişiklikler ve gelişmeler, uluslararası finansal yapı ek olarak söylenebilir (Turgut, 2006:40).

II.KRİZ TÜRLERİ

Dünyada ortaya çıkan krizlerin nedenlerine bakıldığında bunların genel olarak dört başlık altında toplandığı görülmektedir. Bunlar; para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizi (IMF 1998: 74-75).

Literatürde döviz krizi olarak da ifade edilen para krizi, döviz kurundaki beklenmeyen ani bir değişimler ile sermaye hareketlerindeki ani değişimler sonucu ortaya çıkmaktadır (Yay ve diğerleri, 2001:20). Para krizi, bir ülke parasına olan güvenin kaybolması sonucunda spekülative fonların ülkeyi terk etmesi ve Merkez Bankasının tüm çabalarına rağmen mevcut kurun sabit tutulamayıp ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümünden dalgalanmaya bırakılması şeklinde de tanımlanabilmektedir (Seyidoğlu, 1999:583).

Bankacılık sektöründe yaşanan krizler, bankaların iflası, bankaların sorumluluklarını yerine getiremeyecek duruma düşmeleri sonucu devlet müdahalesinin ortaya çıkması sonucunda gerçekleşmektedir. Bankacılık krizi, bir veya daha fazla bankaya olan güvenin sarsılması sonucu, mudilerin mevduatlarını çekmek için bankaya hücum etmesi olarak tanımlanabilir (Parasız,1999:53). Bankacılık krizlerinin temel nedenleri arasında banka bilançolarının bozulması gösterilebilir. Geri dönmeyen kredi miktarlarındaki artışlar, menkul kıymetler piyasasındaki dalgalanmalar, reel sektörde meydana gelen küçülmeler sonucu banka bilançolarının aktif yapılarının bozulması krizin nedenleri arasında gösterilebilir (Eren ve Süslü, 2001:664).

Finansal sistemde ortaya çıkan, varlık değerlemesini, kredi tahsisini ve ödemeler gibi önemli fonksiyonların işleyişinde kesintiler ortaya çıkaran durumlar sistematik finansal krizler olarak tanımlanmaktadır (Marshall, 1998:13). Potansiyel olarak finansal piyasaların çok ciddi bir şekilde bozulmasını ifade etmektedir. Bu tür bir kriz tüm finansal (para ve sermaye) piyasaları ve bu

piyasalarda işlem gören finansal varlıkların tümünü etkiler. Sistemik finansal krizler ekonomik, sosyal ve politik yaşamın yapısından ve oynaklığından kaynaklanmaktadır (Delice, 2003:62).

Dış borç krizi ülkenin kamu ve özel sektörüne ait dış borçlarını ödeyememesi şeklinde tanımlanabilir. Ayrıca dış borçlarını düzenli olarak ödeyen bir ülkenin borçlarının anapara ve faizlerini ödeyemeyeceğini ilan etmesi de dış borç krizi olarak tanımlanabilir (Sachs, 1998:244).

III.DÜNYADA YAŞANAN KRİZLER VE TÜRKİYE'YE ETKİLERİ

1990 sonrası dünyada yaşanan krizler ve Türkiye'ye etkileri ortaya çıkış tarihlerine göre şunlardır:

Meksika Krizi: 1994 Meksika krizi özellikle ABD'nin sağlamış olduğu çok büyük finansal destek sayesinde tüm dünyayı etkileyen bir kriz haline dönüşmemiştir. Türkiye ile Meksika arasındaki ekonomik ve ticari ilişkilerin zayıf olması nedeni ile Meksika'da yaşanan krizin Türkiye ekonomisini fazla etkilememiştir (Ersun ve Palacıoğlu 1999:28).

Güney Doğu Asya Krizi: 1997 yılına kadar olan dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının yaklaşık yarısı Asya ülkelerine yönelmiştir. Asya krizi başta bölge ülkelerini ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkilemiştir. Tayland, Endonezya, Güney Kore, Filipinler ve Malezya borsalarda büyük düşüşler yaşanmıştır. Kendilerine has özelliklerin dışında bu ülkelerin, aşırı değerlenmiş ulusal parası, zayıf bankacılık sistemleri ve döviz rezervleri düşük merkez bankası ortak özellikleridir (Sachs ve diğerleri: 1996).

Krizin yükselen piyasalarda yarattığı tedirginlik Türkiye'nin uluslararası piyasalardan borçlanma maliyetini arttırmış ve vadelerin kısalmasına sebep olmuştur. Uluslararası piyasalardan borç bulma imkanı zorlaşmıştır(Stiglitz, 1998:15).

Rusya Krizi: Rusya krizi Güneydoğu Asya krizinden bir yıl sonra (1998) meydana gelmiştir. Rusya krizinin Türkiye ekonomisi üzerinde hem reel, hem de finansal anlamda önemli etkileri olmuştur. Rusya krizi döneminde Türkiye'den 4.5 milyar dolara yaklaşan sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Buna paralel olarak Merkez Bankasının döviz rezervlerinde belirgin bir erime görülmüştür.

Arjantin Krizi: Arjantin ekonomisi, 1998 Rusya krizinde de büyümeye devam etmiş ancak yabancı sermaye çıkışının etkisinden kurtulamamıştır (Perry ve Serven, 2003). Bu sermaye çıkışları Arjantin krizi için bir başlangıç kabul edilir. Yabancı yatırımcıların Arjantin'de yaşanan krizin Türkiye'de de yaşanabileceği beklentisi yatırım yapılmasını engellemiştir. Arjantin krizi yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesine engel olmuştur (Uygur,2001:12).

ABD Krizi: ABD’de yaşanan küresel 2008 krizini temelinde mortgage piyasasında yaşanan olumsuzluklar yatmaktadır. ABD’de konut piyasasına verilen kredilerin büyük çoğunluğunun değişken faizli kredi olması mali piyasaları zor duruma düşürmüştür. Dış finansmana ve yabancı sermayeye bağımlı Türkiye ekonomisinin 2008 finansal krizinden olumsuz etkilendiği görülmektedir. Ancak 2001 yılında başlatılmış olan reformlar Türk bankalarını sağlam bir finansal yapı oluşturduğundan küresel krizden fazla etkilenmemiştir (Hiç, 2009:65-66).

IV. TÜRKİYE’DE YAŞANAN KRİZLER

1994 Krizi: 1993 yılında KİT açıkları, altyapı yatırımları, ücret ve maaşlardaki hızlı artışlar, Körfez Savaşı ve terörle mücadele bütçede açık verilmesine sebep olmuştur. Ayrıca Moodys ve Standart and Poors adlı iki uluslararası derecelendirme kuruluşunun Ocak 1994 tarihinde Türkiye’nin kredi notunu düşürdüğünü açıklaması ve üç küçük bankanın kapatılması kararı Türkiye ekonomisini krize sürüklemiştir.

1994 krizinden hemen sonra 5 Nisan kararları alınmıştır. İlk defa finans ve döviz sektöründe baş gösteren dalgalanmalar, üretim sektörünü de etkileyerek kamu finansmanın zor bir döneme girmesine neden olmuştur. Makro düzeyde beliren olumsuzluklar ekonominin tamamını etkilemiştir. O güne kadar uygulanan bütün politikalar terk edilerek, uzun ve kısa vadeli dengeleri yeniden sağlayacak bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur (Erez, 1994: 4).

2000 Kasım Krizi: Kasım 2000 krizi bir likidite krizi olmasına karşın, bu krize aynı zamanda bankacılık krizi de denebilir. Bunun en temel nedeni 1999 ve 2000 yıllarındaki bankacılık sektöründe yaşanan olumsuzluklardır. Finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar bankacılık sektörünün ateşlemesi ile krize dönüşmüştür. Bankalar açık pozisyonlarını kapatmak için borçlanma telaşına düşmüşler ancak Türkiye’nin dış piyasalardan borçlanma faizi üzerindeki risk priminin artması, bankaların dışarıdan borç bulmalarını zorlaştırmıştır (Uygun, 2001:11). Kasım 2000 krizi, Şubat 2001 krizine zemin hazırlayan ve etkisinin giderilemediği bir ara krizdir (EFD, 2001:22).

2001 Şubat Krizi: Türkiye tarihinin yaşanan en büyük kriz 19 Şubat krizidir. Bu finansal kriz ile Ziraat Bankası ve Halkbank ilk defa takas açıklarını kapatamamış ve 3 milyar dolar açık vermiş ayrıca sistemde bulunan diğer bankalara karşı yükümlüklerini yerine getiremeyecek konuma gelmişlerdir. Türk bankaları yurtdışı yükümlülüklerini yerine getiremediklerinden dolayı Türkiye’nin kredi notu düşürülmüş ve risk primi artırılmıştır. Merkez Bankası piyasaya süreceği Türk Lirasının kendisine dolar talebi olarak geri döneceğini bildiğinden, piyasalara Türk Lirası sürme yerine 22 Şubat günü döviz kurunu dalgalanmaya bırakmıştır (Parasız, 2001:461).

Şubat 2001 krizi, 1999 yılı Aralık ayında uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programının sonunun geldiğini göstermektedir. Hükümet 5 Nisan kararlarında olduğu gibi Şubat 2001 Krizinin etkilerini gidermek amacıyla Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adıyla yeni bir program hazırlamış ve uygulamaya koymuştur.

V. SERMAYE YAPISI, SERMAYE YAPISI TEORİLERİ VE SERMAYE YAPISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

A.Sermaye Yapısı

Bir işletmenin bilançosunun pasif tarafında yer alan ve işletme faaliyetlerinin finansmanında kullanılan, uzun vadeli borç ve öz sermaye bileşimi, sermaye yapısı olarak ifade edilmektedir(Shapiro,1998:407). İşletmeler en uygun sermaye yapısına ulaşmak ve işletmenin performansını artırmak için sermaye yapısına etki eden faktörleri ayrıntıları ile incelemektedirler.

B.Sermaye Yapısı Unsurları

Sermaye yapısı unsurları, öz sermaye ve borçlar olarak ifade edilmektedir. Burada ifade edilen borçlar uzun vadeli borçlardır. Ancak sermaye yapısının işletmenin karlılığı üzerine etkileri analiz edilirken sadece uzun vadeli değil kısa vadeli borçlarında incelenmesi gerekmektedir.

İşletmelerin faaliyetlerinin finansmanında öz sermaye yoluyla mı yoksa borçlanma yoluyla mı finansman sağlamaya karar vermesi, bunlar arasında seçimler yapması işletmelerin kuruluş aşamasından başlayıp her aşamasında ortaya çıkan sorunlardan biri olarak kabul edilir. Bu konuda verilen kararlar işletmenin karını uzun yıllar etkileyeceğinden dolayı, işletmelerin bu sorunun üzerinde önemle durmaları gerekir (Hatipoğlu, 1993; 112).

VI. SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI

Sermaye yapısı teorileri işletmelerde borç/öz kaynak oranının nasıl gerçekleşmesi gerektiğini ve bu oranı nelerin etkilediğini belirlemeye çalışan teorilerdir. Sermaye yapısı oluşturulurken amaç uzun süreli finansman kaynaklarının en uygun bileşenlerini oluşturarak, sermaye maliyetini minimum, firma değerini maksimum kılmaktır (Berk, 2003: 298).

Sermaye yapısı yaklaşımları; Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Net Gelir Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımlarıdır. Bu yaklaşımlara ilave olarak; miller modeli, finansal sıkıntı maliyetleri yaklaşımı, temsilcilik maliyetleri yaklaşımı, bilgi farklılığı yaklaşımı, dengeleme teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, ürün-pazar etkileşimleri yaklaşımı.

VII. LİTERATÜR TARAMASI

Modigliani ve Miller (1958), makalelerinde firmanın değerini etkileyen ve yatırım projelerinde karar unsuru olarak kullanılan iskonto oranı ile firmanın finansman kaynakları olan borç veya öz sermaye arasında bir ilişki olmadığını belirlemişlerdir(Modigliani ve Miller, 1958; 261-297). Yazarların 1963 yılında yaptıkları çalışmada değişken olarak modellerine vergiyi de katmışlardır. Firmaların borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerlerini arttırabilecekleri sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ne kadar fazla olursa olsun, sermaye yapısında borçlanmaya sınırsız olarak yer verilemeyeceğini ifade etmişlerdir(Modigliani ve Miller,1963; 433-443).

Barton ve Gordon (1988) çalışmalarında, firma riskliliğiyle ilgili stratejilerin firmaların sermaye yapılarını etkilediğini belirlemişlerdir. Ayrıca borçlanma ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğu tespit etmişlerdir (Barton ve Gordon,1988;623-632; Allen,1991;103-128).

Chen (2004), çalışmasında firmaların finansal kaynak seçiminde finansal hiyerarşi modeli kullandıklarını tespit etmiştir. Ayrıca karlılık ve firma büyüklüğü ile uzun vadeli borçlanma arasında negatif ilişki, büyüme fırsatı ve sabit varlıkların payı ile de uzun vadeli borçlanma arasında pozitif ilişki bulmuştur (Chen, 2004;1341-1351).

Kula (2000), Bahçeli (2003) yaptıkları farklı çalışmalarda işletmelerin sermaye yapısı tercihlerinde finansal hiyerarşi modeline uygun hareket ettiklerini tespit etmiştir (Kula, 2000;Bahçeli ,2003). Kriz dönemlerinde sermaye yapılarını inceleyen çalışmasında Fıratoğlu (2005) Kula ve Bahçeli'nin tespitlerini doğrular yönde bulgular elde etmiştir.

Durukan (1997), Acaravcı ve Doğukanlı (2004) sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişkiyi tespit amaçlı yaptıkları çalışmalarda değişkenler arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir(Durukan, 1997; Acaravcı ve Doğukanlı, 2004; 43-57; Büyüktortop,2007). Kandır ve diğerlerinin yaptıkları çalışmada ise karlılığın işletmelerin sermaye yapılarını belirlemede önemli bir faktör olduğunu belirlemişlerdir(Karadeniz ve diğerleri 2007;195-206; Korkmaz ve diğerleri, 2009; 29-60).

Kaya (2004), yaptığı çalışmada işletmenin faaliyet karları ve net karları arttıkça borçlanma oranlarının düştüğü belirlemiştir(Kaya, 2004).

Yapılan çalışmaların bir kısmında borç dışı vergi kalkanının sermaye yapısı kararlarını etkileyen önemli bir faktör olduğu tespit edilmiştir(Yener,2002; Korkmaz ve diğerleri, 2009; 29-60). Durukan yaptığı çalışmada sermaye yapısı ile borç dışı vergi kalkanı arasında negatif ilişki bulunurken, Kula ise sermaye yapısı ile

borç dışı vergi kalkanlarının bir ilişkisinin olmadığı bulmuştur(Durukan, 1997; Kula, 2000).

VIII. SERMAYE YAPISI İLE KÂRLILIK ARASINDAKİ İLİŞKİLERİ ANALİZİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

A. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın temel amacı Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişkinin incelenmesidir. Bu amaç doğrultusunda Borsa İstanbul'da 1992-2011 yılları arasında kesintisiz faaliyet gösteren 104 firmanın bilanço ve gelir tabloları incelenmiştir. Çalışmada finans sektöründeki şirketler uygulama kapsamı dışında tutulmuştur.

Model tahmininde Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi-GEKK (Generalized Least Square-GLS) kullanılmıştır. Araştırmada havuzlanmış veri seti kullanıldığından yatay kesit verilerinde kaynaklanabilecek değişen varyans sorunu değişkenlerin kendi standart sapmalarına bölünerek ağırlıklandırılması yoluyla giderilmeye çalışılmıştır.

B. Araştırmanın Modeli Ve Temel Hipotezleri

Araştırma için üç temel hipotez şu şekilde oluşturulmuştur.

H1: Firmaların sermaye yapısı özsermaye kârlılığını etkilemektedir.

H2: Firmaların sermaye yapısı satış kârlılığını etkilemektedir.

H3: Firmaların sermaye yapısı aktif kârlılığını etkilemektedir.

Ayrıca temel hipotezleri destekleyecek yan hipotezler belirlenmiştir.

Araştırmada kullanılmak üzere oluşturulan modeller bu konuyla ilgili yapılan çalışmalarda kullanılan modeller göz önünde bulundurularak oluşturulmuştur. Modeller aşağıdaki gibidir:

$$\text{Model 1: } \begin{aligned} NK/\ddot{O}K_{it} = & \beta_0 + \beta_1 KVTB/TK_{it} + \beta_2 UVTB/TK_{it} + \beta_3 \ddot{O}K/TK_{it} + \beta_4 \\ & FING/TYK_{it} + \beta_5 \ddot{O}S/\ddot{O}K_{it} + \beta_6 YND/\ddot{O}K_{it} + \beta_7 TYK/TV_{it} + \beta_8 \\ & FYK/TV_{it} + \beta_9 FYK/TYK_{it} + \beta_{10} FIRBUY_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

$$\text{Model 2: } \begin{aligned} NK/SK_{it} = & \beta_0 + \beta_1 KVTB/TK_{it} + \beta_2 UVTB/TK_{it} + \beta_3 \ddot{O}K/TK_{it} + \beta_4 \\ & FING/TYK_{it} + \beta_5 \ddot{O}S/\ddot{O}K_{it} + \beta_6 YND_{it} + \beta_7 TYK/TV_{it} + \beta_8 FYK/ \\ & TV_{it} + \beta_9 FYK/TYK_{it} + \beta_{10} FIRBUY_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

$$\text{Model 3: } \begin{aligned} NK/AK_{it} = & \beta_0 + \beta_1 KVTB/TK_{it} + \beta_2 UVTB/TK_{it} + \beta_3 \ddot{O}K/TK_{it} + \beta_4 \\ & FING/TYK_{it} + \beta_5 \ddot{O}S/\ddot{O}K_{it} + \beta_6 YND_{it} + \beta_7 TYK/TV_{it} + \beta_8 FYK/ \\ & TV_{it} + \beta_9 FYK/TYK_{it} + \beta_{10} FIRBUY_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

Modellerde kısaltılmış olarak gösterilen bağımlı ve bağımsız değişkenlerin açılımları Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Çalışmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Bağımsız Değişkenler	KVTB/TK	Kısa Vadeli Toplam Borç/Toplam Kaynak
	UVTB/TK	Uzun Vadeli Toplam Borç/Toplam Kaynak
	ÖK/TK	Özkaynak/Toplam Kaynak
	FING/TYK	Finansman Gideri/Toplam Yabancı Kaynak
	ÖS/ÖK	Ödenmiş Sermaye/Özkaynak
	YND/ÖK	Yeniden Değerleme/Özkaynak
	TYK/TV	Toplam Yabancı Kaynak/Toplam Varlık
	FYK/TV	Finansal Yabancı Kaynak/Toplam Varlık
	FYK/TYK	Finansal Yabancı Kaynak/Toplam Yabancı Kaynak
Bağımlı Değişkenler	FIRBUY	Firma Büyüklüğü
	NK/ÖK	Net Kar/Özkaynak (Özsermaye Kârlılığı)
	NK/SK	Net Kar/Satışlar (Satış Kârlılığı)
	NK/AK	Net Kar/Aktif Toplamı (Aktif Kârlılığı)

C. Bulgular**Tanımlayıcı İstatistikler**

İncelenen 1992-2011 dönemine ait değişkenlerin genel tanımlayıcı istatistikleri Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri Bilgileri

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
KVTB/TK	0.003867	0.290484	0.130318	0.061330
UVTB/TK	0.000925	0.480931	0.027709	0.106702
ÖK/TK	-0.301664	0.546311	0.448998	0.182016
FING/TYK	-0.158581	0.491137	0.081562	0.164149
ÖS/ÖK	-0.084587	1.062102	0.407428	0.240591
YND/ÖK	0.003251	0.987135	0.304318	0.256286
TYK/TV	0.236893	0.617458	0.476526	0.073631
FYK/TV	0.130297	0.513695	0.226318	0.107746
FYK/TYK	0.222392	7.982286	0.692309	1.716555
FIRBUY	-0.063486	8.093272	5.586621	2.012138
NK/ÖK	-0.094024	0.657653	0.141762	0.171548
NK/SK	-0.088497	0.359728	0.108024	0.131406
NK/AK	-0.024784	0.157904	0.055145	0.056439

Tablo 3: 1992-2011 Yılları Arası Model 1'in Regresyon Analiz Sonuçları

	Sabit	KVTB/TK	UVTB/TK	ÖK/TK	FING/TYK	ÖS/ÖK	YND/ÖK	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	R ²
1992	.064	-.034**	-.209**	-.033	-.360**	-.084*	-.103*	.139	.204	-.231*	.057**	,757
1993	.504**	-.280**	-.610	-.320**	-.071	-.185**	-.270**	.192	-.011	-.169	.039**	,745
1994	.858**	-.416**	-.396*	-.332**	-.025	-.447**	-.470**	.148	-.419	-.008	.007	,840
1995	.430**	-.213*	-.340**	-.350	.043	-.596**	-.503**	.190*	.132	-.145	.028**	,857
1996	.574**	-.095	.649	-.233	.022	-.616**	-.602**	.037	.235	-.223**	.015*	,849
1997	.743**	-.207	.352	-.169	-.003	-.497**	-.591**	.092	.056	-.202*	.005	,847
1998	.430**	-.313**	1.004**	-.227	.091	-.428**	-.461**	.179	-.132	-.078	.008	,796
1999	.346**	-.263*	-.256	-.302**	-.115	-.010	-.072**	.072	-.081	-.232**	.028**	,758
2000	.010	-.119	-.175	-.292	-.190	.004**	-.007**	.071	.083	-.167**	.028**	,690
2001	.149**	-.282**	-.437**	-.118	.005	.005**	-.021**	-.137	-.100	-.070	.028**	,744
2002	-.052	-.246*	-.250**	.001	-.104	.005	-.006**	.223**	-.202*	.019	.032**	,698
2003	-.485	-.250**	.559	.072	-.035	-.108**	.718	.044	.131	.009	.054	,827
2004	-.072	-.177**	5.508	.146	-.324	-.385**	.540	.311	-.321	.076	-.001**	,701
2005	.705	-.033**	2.627**	-.057	-.013	-.573**	-.050**	.102	-.322	.030	-.050	,989
2006	1.918	.816*	3.786**	.173	-1.829	-1.327**	.105**	-.574	.730	-.131	-.190**	,989
2007	.032	-.275*	-1.099	.550	-.298	-.328**	.002	.485**	-.992**	.288**	.004	,864
2008	-.881**	.698	.937	1.307**	.116	-.197**	-.481**	.476	1.560**	-.480**	.007	,756
2009	-.547**	-.105**	-.584	.356**	.002	-.049	-.036**	.276	.417**	-.202*	.048*	,790
2010	-.077	-.023**	2.897*	.322	.005	-.093**	-.026	.172	-.304**	.332**	.044**	,767
2011	.292*	.257**	2.497*	.272	.002	-.322**	-.180**	.180	-.229**	.220*	-.023**	,734

**,* sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Özkaynak Kârlılığına İlişkin Bulgular

Öz sermaye kârlılığı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için kurulan modele ilişkin 1992-2011 yılları arasındaki sonuçlar Tablo 3'te sunulmuştur. Modelin genel anlamda açıklayıcılık düzeyini veren R^2 değerlerine bakıldığında en düşük değerin 2000 yılına ait modelde %69 olarak gerçekleştiği, en yüksek değerin 2005 ve 2006 yıllarına ait modellerde %98,9 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgular yıllar itibariyle özsermaye karlılığını test eden modelin genel anlamda açıklama düzeyinin yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 4 : 1992-2011 Yılları Arası Model 2'nin Regresyon Analiz Sonuçları

	Sabit	KVTB/TK	UVTB/TK	ÖK/TK	FING/TYK	ÖS/ÖK	YND/ÖK	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	R ²
1992	2.166**	.472	.733	2.421	.170	.365	-1.030**	-3.143**	5.402**	-3.179**	-.052	,479
1993	-1.329	.239	-.903	3.753**	-.329	.439	-1.030	-2.887*	7.387**	-4.185**	-.014	,417
1994	-3.398	2.694	2.471	6.657**	-.443	.011	-1.118	-3.771	12.947**	-6.136**	.016	,356
1995	2.291**	.750	-1.807	2.637	.350	.277	-.171	-4.551**	9.502**	-5.132**	.009	,409
1996	1.711**	.763	-.721	3.796	.183	.259	-.358	-3.814**	6.281**	-3.298**	.049	,472
1997	-1.222	.010	-1.123	2.381**	.084	.056	-.286	-1.007	3.852**	-2.160**	.055	,456
1998	1.533**	-.534	-.835	2.521	.086	-.677**	-.852**	-1.356**	2.231**	-1.242**	-.024	,486
1999	-.455	-2.137	-6.305	2.845*	-.194	.279	-.466	-2.211	5.743	-4.245**	.044	,433
2000	1.728**	.045	-2.045	3.745**	.778	.344	-.134	-3.368**	3.622**	-2.468**	.047	,379
2001	-1.307	.318	-.719	3.384**	.184*	.033	-.132	-2.645	2.420	-1.599	-.003	,454
2002	1.476**	.188	-.649	-2.897**	.409	.053	-.082	-3.079**	3.375**	-1.741**	.029	,358
2003	5.434**	.370	1.726	-6.344**	-.389	.073	3.043	-6.630**	.600	-.332	.096	,586
2004	-.448	.749	5.043	-.697*	-.717	-.089	2.342	-1.051**	.418**	-.311**	.136**	,318
2005	1.300	-.691	1.158	-.052	.569**	-.007	-.048	.402	-.724**	.161	-.144**	,498
2006	-.591	.033	-.238	.425**	.627**	.007*	.199	.146**	.151	-.050*	.047**	,594
2007	.199	.818**	-.168	1.032	.188**	-.041	-.111	-1.588**	2.135**	-.554**	.039	,622
2008	-.954**	.982*	1.200	1.041**	.342**	-.012	-.124	1.242**	.976*	-.101	.021	,359
2009	-5.905**	.288	-3.639	1.142*	-.198*	.462	-.713*	.852	1.632	-2.095*	.670**	,498
2010	-.529	-.695**	.175	1.913**	.037**	-.261**	.214	.521**	.193**	-.390	.153**	,409
2011	-.920**	.277	-6.929	1.008	.058**	-.274**	.190	.352**	-.084**	-.261**	.186**	,529

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Satış Karlılığına İlişkin Bulgular

Satış karlılığı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için kurulan modele ilişkin 1992-2011 yılları arasındaki sonuçlar Tablo.4'te sunulmuştur. Modelin genel anlamda açıklayıcılık düzeyini veren R^2 değerlerine bakıldığında en düşük değerin 2004 yılına ait modelde %31,8 olarak gerçekleştiği, en yüksek değerin 2007 yılına ait modelde %62,2 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgular yıllar itibariyle satış karlılığını test eden modelin genel anlamda açıklama düzeyinin yeterli olduğunu göstermektedir.

Tablo 5: 1992-2011 Yılları Arası Model 3'ün Regresyon Analiz Sonuçları

	Sabit	KVTB/TK	UVTB/TK	ÖK/TK	FING/TYK	ÖS/ÖK	YND/ÖK	TYK/TV	FYK/TV	FYK/TYK	FIRBUY	R ²
1992	.101*	-.009	-.140	.109	-.209**	-.009	.031	-.277**	.570**	-.352**	.044**	,820
1993	.010	-.126	-.335	.143**	-.031	-.065**	-.111**	-.339	.226	-.212**	.034**	,776
1994	.277**	-.217**	-.139	.103	.009	-.271**	-.245**	-.237	-.012	-.125	.011*	,889
1995	.309**	-.180**	-.152	.142	.077*	-.308**	-.234**	-.143**	.200	-.190**	.021**	,861
1996	.337**	-.091	.101	.122	-.025	-.265**	-.273**	-.210**	.272**	-.232**	.018**	,900
1997	.185**	-.178**	.099	.144**	-.046	-.216**	-.267**	-.053	.198	-.203**	.015**	,884
1998	.245**	-.271**	.621	.053	-.048	-.188**	-.216**	-.065	.101	-.132**	.014**	,854
1999	.080	-.211**	-.063	-.014	-.193**	-.057**	-.075**	.022	.249*	-.229**	.025**	,891
2000	-.013	-.100	-.260	.133	.279**	.007**	-.008	.029	-.788**	.270**	.020**	,875
2001	-.225**	.202*	-.287	.299**	-.039	-.001	.006	.002	-.428**	.296**	.019**	,963
2002	.048	.023	.368	.392**	.072**	.017*	-.022*	-.205**	.032	-.061	.023**	,881
2003	-.312	-.093	.175	-.012	-.089**	.018**	.019	-.100	.106	-.018	.040*	,854
2004	-.137	-.085	.683	.030	-.058	-.038**	.492	.063	-.074	.016	.015**	,804
2005	-.112	-.005	.404	.074	.078	-.003	.078	-.120	.102*	-.082**	.021**	,836
2006	-.119	.130	-.221	.105	.349**	.004**	.093	-.198	.159*	-.071**	.026**	,777
2007	.157*	.838**	.193	.260	.285**	-.018*	-.041	-1.344**	1.859**	-.511**	.033**	,967
2008	-.228**	.136	.303	.276**	-.011**	-.015	-.043	-2.147	.032	.005*	.009**	,716
2009	-.215**	-.055	-.340	.122**	.005**	.010	-.034**	-1.188	.172**	-.135**	.024**	,746
2010	-.049	-.073**	1.465	.115	.005	-.045**	.000	-1.099	-.108**	.036	.030**	,825
2011	.011	.010	.375	.107	.006*	-.031**	-.023	-.097	-.181**	-.031	.024**	,901

** , * sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Aktif Karlılığına İlişkin Bulgular

Aktif karlılığı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi tespit etmek için kurulan modele ilişkin sonuçlar Tablo 5’te sunulmuştur. Modelin genel anlamda açıklayıcılık düzeyini veren R^2 değerlerine bakıldığında en düşük değer 2008 yılına ait modelde %71,6 olarak gerçekleştiği, en yüksek değer 2007 yılına ait modelde %96,7 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu bulgular yıllar itibariyle aktif karlılığını test eden modelin genel anlamda açıklama düzeyinin yüksek olduğunu ortaya koymaktadır.

Kriz Yıllarının Değerlendirilmesi

1994 Yılı: Döviz krizinin yaşandığı 1994 yılı için anlamlı olan değişkenler incelendiğinde; firmaların varlıklarını kısa vadeli borçlanma ve özkaynakları ile finansman yoluna gittikleri görülmektedir. Bu durum Aktif kârlılığında ve Özkaynak kârlılığında azalışa neden olmuştur. Bununla birlikte satışların kârlılığını da olumsuz yönde etkilemiştir.

2000 Yılı: Bankacılık krizinin yaşandığı 2000 yılı için anlamlı olan değişkenler incelendiğinde öz kaynakların toplam kaynaklara oranında, finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranında ve finansman giderlerin toplam yabancı kaynaklara oranında bir azalış görülmektedir. Bu dönemde öz kaynakların karlılığı, satışların kârlılığı ve aktiflerin kârlılıkları incelendiğinde her üç karlılık oranında da azalışlar yaşandığı görülmektedir.

2001 Yılı: Bankacılık ve döviz krizinin yaşandığı 2001 yılı için anlamlı olan değişkenler incelendiğinde öz kaynakların kârlılığı, satışların karlılığı ve aktiflerin kârlılıklarında büyük azalışlar yaşandığı söylenebilir.

2008 Yılı: Küresel finansal krizin yaşandığı 2008 yılı için anlamlı değişkenler incelendiğinde öz kaynakların kârlılığı, satışların kârlılığı ve aktiflerin kârlılıklarında büyük azalışlar yaşandığı görülmektedir.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Bu çalışmada sermaye yapısını oluşturan unsurlarla kârlılık arasındaki ilişkinin boyutu kriz yılları da göz önünde bulundurularak ölçülmeye çalışılmıştır. Kurulan hipotezlerin genel anlamda kabul edilebilir olduğuna dair bulgular elde edilmiştir. Analiz neticesinde sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişki olduğunu ileri süren teorilere paralel sonuçlar elde edilmiştir. Bağımlı ve bağımsız değişkenler olan rasyoların 1992-2011 yılları itibari ile seyri Ek-1’deki grafiklerde sunulmuştur. Yapılan değerlendirmelerde Ek-1’deki grafiklerden de yararlanılmıştır.

Kısa vadeli borçların toplam kaynaklar içerisindeki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en büyük düşüşlerin 1994, 1998, 2003 ve 2008 yıllarında yaşandığı görülmektedir. Bu yıllar 1994 yılı iç kaynaklı 1998 ve 2008 yılları ise dış kaynaklı kriz yıllarıdır. Kısa vadeli borçların oranında 1996, 1999, 2007 ve 2009 yıllarında artışlar görülmektedir. Kriz sonrası yıllarda firmaların kısa vadeli borçlanmaya gittikleri görülmektedir. Kriz sonrası yıllarda uzun vadeli finansman kaynakları sınırlı ve riski yüksek olduğu için kısa vadeli borçların oranı artmıştır.

Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranının anlamlı olduğu yıllarda 2006 ve 2011 yılları hariç incelenen dönemde öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Bu oranın oranı arttığında öz kaynakların kârlılığında azalış görülmektedir. Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2007 ve 2008 yılında satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Kısa vadeli borçların oranı arttığında satışların kârlılığında artış görülmektedir. Kısa vadeli borçların toplam kaynaklara oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2007 yılı hariç aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemiştir.

Uzun vadeli borçların toplam kaynaklar içerisinde ki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde 1994 yılında azda olsa bir artış ve 2008 yılında büyük bir artış görülmektedir. Diğer yıllarda uzun vadeli borçlarda fazla bir artış yaşanmamıştır. Uzun vadeli borçların oranı, anlamlı olduğu yıllarda 1992, 1994, 1995, 2001 ve 2002 yıllarında öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Uzun vadeli borçların oranı arttığında öz kaynakların kârlılığında azalış görülmektedir. Uzun vadeli borçların oranı, satışların kârlılığı ve aktiflerin kârlılığı ile ilgili anlamlı bir yıl görülmemiştir.

Öz kaynakların toplam kaynaklar içerisinde ki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde 1995 ve 2003 yıllarında artış görüldü, 2001 ve 2008 yıllarında azalış görüldüğü tespit edilmiştir. Toplam kaynaklar içerisinde öz kaynakların oranının artması iç kaynaklardan oluşan 1994 ve 2001 krizleri sonrasına denk gelmektedir. Kriz yıllarında yabancı kaynak bulmakta sıkıntı yaşayan firmaların öz kaynaklarına yöneldiği görülmektedir.

Öz kaynakların toplam kaynaklar oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2008 ve 2009 yılları hariç incelenen dönemde öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Öz kaynak oranı arttığında öz kaynakların kârlılığında azalış görülmektedir. Öz kaynakların oranı, anlamlı olduğu yıllarda 2002 ve 2003 yılları hariç incelenen dönemde satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Öz kaynak oranı arttığında satışların kârlılığında artış görülmektedir. Öz kaynakların oranı, anlamlı olduğu yıllarda aktiflerin kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Varlıkların öz kaynakla finanse edilmesi aktiflerin kârlılığını artırdığı tespit edilmiştir.

Finansman giderlerinin toplam kaynaklar içerisinde ki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde 1998, 2001 ve 2008 yıllarında artış, 1994, 2003 ve 2010 yıllarında

azalış görüldüğü tespit edilmiştir. Görüldüğü üzere iç kaynaklı 2001 krizi ve dış kaynaklı 1998 ve 2008 krizlerinde finansman giderleri artmıştır.

Finansman giderlerinin oranı anlamlı yıllarda öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Finansman giderleri arttığında az kaynakların kârlılığı azalmaktadır. Finansman giderleri anlamlı olduğu yıllarda 2009 yılı hariç satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Finansman giderleri anlamlı olduğu yıllarda 1992, 1999, 2003 ve 2008 yıllarında aktiflerin kârlılığını negatif, diğer yıllarda pozitif olarak etkilemiştir.

Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 1996, 2002, 2005, 2007 ve 2009 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 2003, 2006 ve 2008 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2000 ve 2001 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Ödenmiş sermayenin oranının artması öz kaynakların kârlılığını azaltmıştır. Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2006 yılı hariç satışların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Ödenmiş sermayenin öz kaynaklar içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2000 ve 2002, 2003 ve 2006 yılları hariç aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Ödenmiş sermayenin oranının artması aktiflerin kârlılığını azaltmıştır.

Yeniden değerlendirme tutarı öz kaynak içerisindeki oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 2002 ve 2008 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 2003, 2009 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Yeniden değerlendirme tutarı öz kaynak içerisindeki oranı anlamlı yıllarda 2006 yılı öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Yeniden değerlendirme tutarı artıkça artması öz kaynakların kârlılığını azaltmıştır. Yeniden değerlendirme tutarı anlamlı yıllarda satışların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Yeniden değerlendirme tutarı artıkça artması satışların kârlılığını azaltmıştır. Yeniden değerlendirme tutarı anlamlı yıllarda aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Yeniden değerlendirme tutarı artıkça artması aktiflerin kârlılığını azaltmıştır.

Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 2001, 2007 ve 2009 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 1995, 2003 ve 2008 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda öz kaynakların kârlılığını pozitif olarak etkilemektedir. Varlıkların finansmanında yabancı kaynak kullanılmasındaki artış öz kaynakların kârlılığını artırmıştır. Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2006, 2008, 2010 ve 2011 yılları hariç diğer yıllarda satışların kârlılığını negatif olarak etkilemektedir. Toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı

yıllarda aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemektedir. Varlıkların finansmanında yabancı kaynak kullanılmasındaki artış aktiflerin kârlılığını azaltmıştır.

Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 2001, 2008 ve 2010 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 1995 ve 2003 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2008 ve 2009 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2005 ve 2011 yılları hariç satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Varlıkların finansmanında finansal yabancı kaynak kullanımının artması işletmenin satışlarının kârlılığını artırmıştır. Finansal yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı anlamlı yıllarda 2000, 2001, 2010 ve 2011 yılları hariç aktiflerin kârlılığını pozitif etkilemiştir.

Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklar oranı yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 1998, 2001 ve 2008 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 1994, 2003 ve 2010 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir.

Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı anlamlı yıllarda 2007, 2010 ve 2011 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını negatif olarak etkilemiştir. Toplam borç içerisinde finansal borçların artması öz kaynakların kârlılığını azaltmaktadır. Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı anlamlı yıllarda satışların kârlılığını negatif olarak etkilemektedir. Toplam borç içerisinde finansal borçların artması satışların kârlılığını azaltmaktadır. Finansal yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı anlamlı yıllarda 2000 ve 2001 yılları hariç aktiflerin kârlılığını negatif olarak etkilemektedir.

Firma büyüklüğü ile ilgili yirmi yıllık süreç incelendiğinde en fazla artışın 1997, 2003, 2007 ve 2009 yıllarında görüldüğü, en fazla azalışın 2001, 2008 yıllarında görüldüğü tespit edilmiştir. 2001 ve 2008 finansal krizinde firma büyüklükleri büyüklüklerinde çok fazla azalışlar yaşandığı görülmektedir.

Firma büyüklüğü anlamlı yıllarda, 2004, 2006 ve 2011 yılları hariç öz kaynakların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Firma büyüklüğü anlamlı yıllarda, 2005 yılı hariç satışların kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Firma büyüklüğü anlamlı yıllarda, aktiflerin kârlılığını pozitif olarak etkilemiştir. Analiz sonucunda genel anlamda sermaye yapısı bileşenleri olan öz kaynaklar ve borçlar dikkate alındığında analize konu olan firmaların daha çok finansman ihtiyaçlarını özellikle kriz yıllarında öz kaynaklarla karşıladıkları görülmüştür. Analize konu olan firmaların optimal bir sermaye yapısı belirlemediği ve finansal kaldıraçtan yararlanmak amacından ziyade şartlar gereği borçlanmaya gittiği tespit edilmiştir. Bu durum Net faaliyet geliri ve İflas maliyetleri yaklaşımlarını desteklemektedir

Varlıkların öz kaynakla finansmanı işletmenin satış kârlılığını ve aktiflerin kârlılığını artırdığını, öz kaynakların kârlılığını azalttığı tespit edilmiştir. Analizde finansal hiyerarşi teorisine uygun sonuçlara ulaşılmıştır. Ayrıca Analize konu olan firmaların varlıklarının finansmanında yabancı kaynak kullanımının öz sermayenin kârlılığını artırması sonucuna ulaşılması Net gelir yaklaşımını da desteklemektedir. Bu çalışmanın firmaların kârlarını maksimum yapacak sermaye yapılarını belirlemede ve benzer akademik çalışmalara ışık tutması beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- ACARAVCI, S. Ve DOĞUKANLI H. (2004), Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayinde Sınanması, İktisat İşletme Ve Finans Dergisi,C.19.
- AKTAN, C. ve C.Ş.HÜSEYİN (2002/1), Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri, Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl 7, Sayı 4
- ALLEN, D. E. (1991), The Determinants of Capital Structure of Listed Australian Companies: The Financial Manager’s Perspective, Australian Journal of Management, Volume: 16, Issue: 2,
- AYDOĞUŞ İsmail, Global Büyüme ve Kriz, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt:2, Sayı:1, Temmuz 2000.
- BAHÇELİ, G. (2003), Türk Firmalarının Sermaye Yapılarını Belirleyen Unsurlar, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- BARTON, S. ve GORDON, P. (1988), Corporate strategy and capital stucture, Strategic Management Journal, c.9. S.6. ss.623-632.
- BERK, Niyazi(2003), Finansal Yönetim. 7. bs. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- BÜYÜKTORTOP, M. (2007), Çokuluslu İşletmelerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- CELESUN, Merih(2001), Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, Doğu-Batı, Yıl: 4, Sayı: 12, Kasım, Aralık, Ocak 2001-02, 161-181.
- CHEN, Jean;(2004), Determinants of Capital structure of Chinese –listed Companies, Journal of Business Reserch, Vol. 15.
- DELİCE ,Güven(2003), Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı no 20: 57-81, s.58.

- DURUKAN, M. B. (1997), İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- EKONOMİK FORUM DERGİSİ, 19 Şubat Kara Çarşamba, TOBB Yayını, Yıl.8, Sayı:3, 15 Mart, 2001.
- EREN, Aslan ve SÜSLÜ, Bora (2001), Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi, Yeni Türkiye, Sayı: 41, Yıl: 7, Eylül-Ekim.
- EREZ, Yalım(1994), 5 Nisan İstikrar Programı Hakkında Görüşler, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını.
- ERSUN, Cengiz, PALACIOGLU Tezer(1999),, Meksika Ülke Etüdü, İTO Yayınları, Yayın No: 1994-64, İstanbul.
- FIRATOĞLU, B. (2005), “Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler”, SPK Araştırma Raporu, 18.11.2005 BF/1.
- HATİBOĞLU, Zeyyat.,(1993); Temel İşletme Finansı, Yeni İktisat ve İşletme Yönetimi Dizisi No: 10, İstanbul.
- HİÇ, Mükerrerem, (2009) Küresel Ekonomik Kriz Ve Türkiye, 1. Baskı, Haziran Beykent Üniversitesi Yayınları, No.62
- IMF (1998), World Economic Outlook.
- KARADENİZ, KANDIR E. S. Y. ve ÖNAL B. Y. (2007), Seçilmiş Paydaşların Swot Yöntemiyle Türk Turizm Yatırımlarını Değerlendirmesine Yönelik Bir Pilot Çalışma,” Anatolia Turizm Araştırmaları Dergisi, Cilt: 18, Sayı: 2,
- KAYA, Ö. (2004), İMKB Firmalarının Sermaye Yapısı ve Buna Etki Eden Faktörler, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gebze İleri Teknoloji Enstitüsü Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze.
- KORKMAZ, T. Başaran, Ü. GÖKBULUT, R.İ. (2009), İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi, İktisat İşletme Ve Finans Dergisi, Cilt: 24, Sayı: 277,
- KULA, V. (2001), İşletmelerin Sermaye Yapısını Açıklamada Finansal Hiyerarşi Teorisi, Active Dergisi, Mayıs- Haziran, Ss.41-49.
- MARSHALL, David (1998), Understanding the Asian Crises: Systemic Risk as Coordination Failure, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago 3Rd Quarter, s. 13.

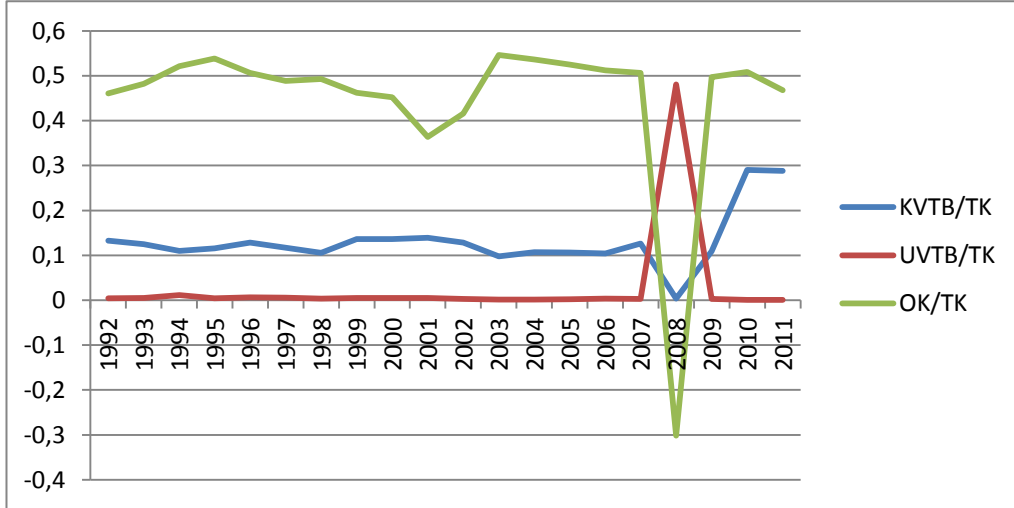
- MODİGLİANİ, Franco, MERTON H. Miller (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance, and The Theory of Investment," *American Economic Review*, c.48, ss.261-297.
- MODİGLİANİ, Franco, MERTON, Miller (1963); "The Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review*, 53-3, June, Çeviren: Cengiz Erol; *Finans Teorisinin Temel Makaleleri*, SPK Yayınları, Yayın No:124, 1. Baskı, Ankara.
- OKTAR Suat, DALYANCI Levent(2010), "Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Krizler", *Marmara Üniversitesi, İİBF dergisi*, ciltXXIX sayı II, s1-22
- PARASIZ M. İlker(2001), *Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- PARASIZ, M. İlker (1999), *Modern Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- PERRY, G. ve SERVEN, L. (Haziran 2003). "The Anatomy of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn from It?" *World Bank Policy Research Working Paper No. 3081*.
- SACHS J., TORNELL A., VELASCO A.(1996), "Financial Crises in Emerging Markets :The Lessons From 1995", *NBER Working Paper*, No:5576.
- SACHS, Jeffrey (1998), *Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets, Capital Flows and Financial Crises (Ed.)*, Miles Kahler, Cornell University Pres, Ithaca New York, ss. 243-262
- SEYİDOĞLU, Halil (1999), *Uluslararası İktisat*, Geliştirilmiş 13. Baskı, İstanbul
- SHAPIRO,C. Alan(1998), *Multinational Finansal Managemen*, University of Sourther California, , s.407.
- STIGLITZ, Joseph E. (1998), "Dünya Bankası ile Söyleşi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:152, Kasım,
- TURGUT, Ahmet(2006), "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi Cilt: 20, Sayı: 4 - 5 Kasım 2006 / Şubat*
- UYGUR E.(2001) "2000 Kasım ve 2001 Şubat Üzerine Değerlendirmeler", *Mülkiye*, 25(227), s. 37-71
- UYGUR, Ercan(2001/1), "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*, Ankara.

YAY, Turan, YAY, Gülsüm Gürkan ve YILMAZ, Ensar (2001), Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 47, İstanbul.

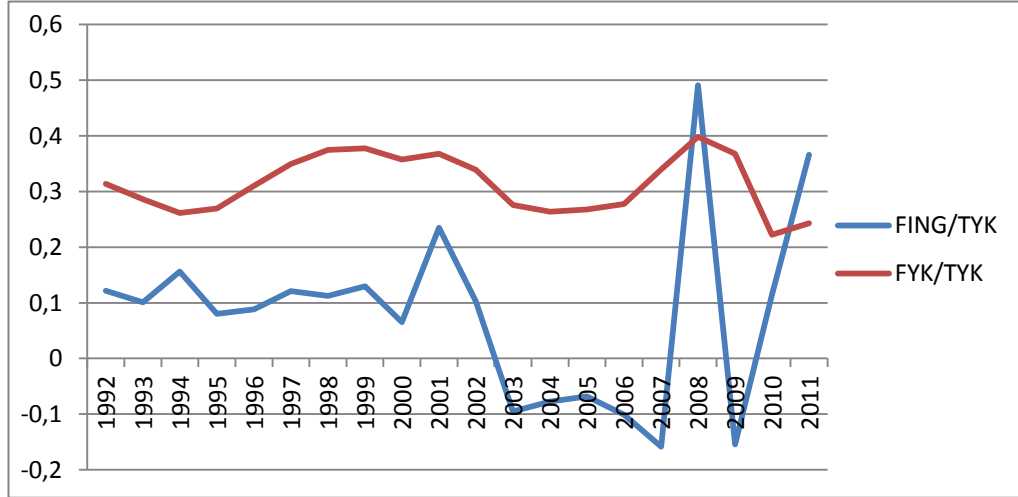
YENER, A. L. (2002), Türk Firmalarının Sermaye Yapısı Etkileyen Faktörler: Beşyüz Büyük Firmadan Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Görenler İçin Bir Analiz, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

EK-1:

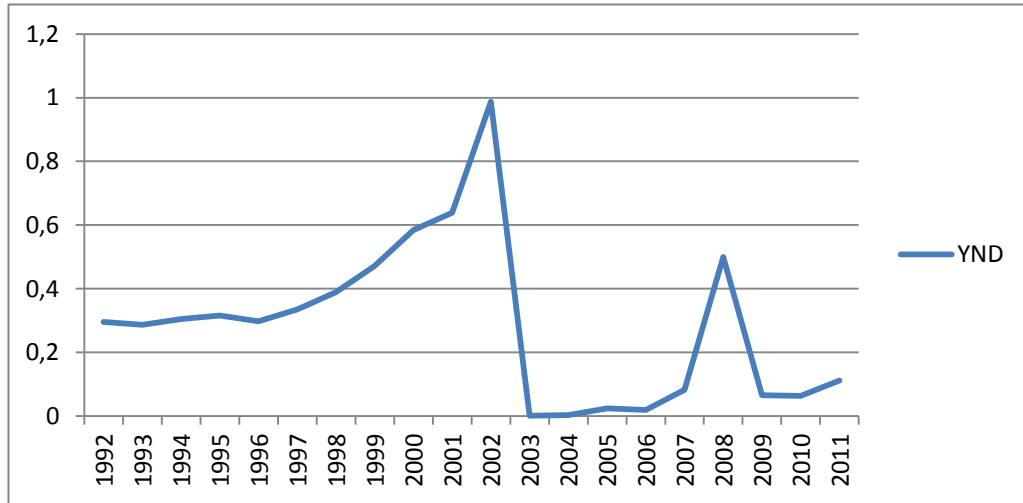
Grafik 1: 1992-2011 Yılları Arası Kısa Vadeli Toplam Borçların, Uzun Vadeli Toplam Borçların ve Özsermaye'nin Toplam Kaynaklara Oranı



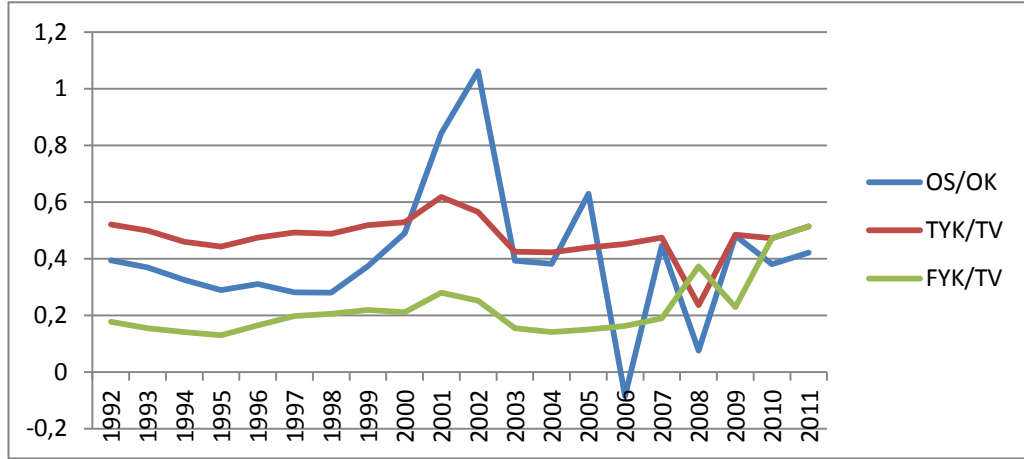
Grafik 2: 1992-2011 Yılları Arası Finansman Giderlerinin ve Finansal Yabancı Kaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı



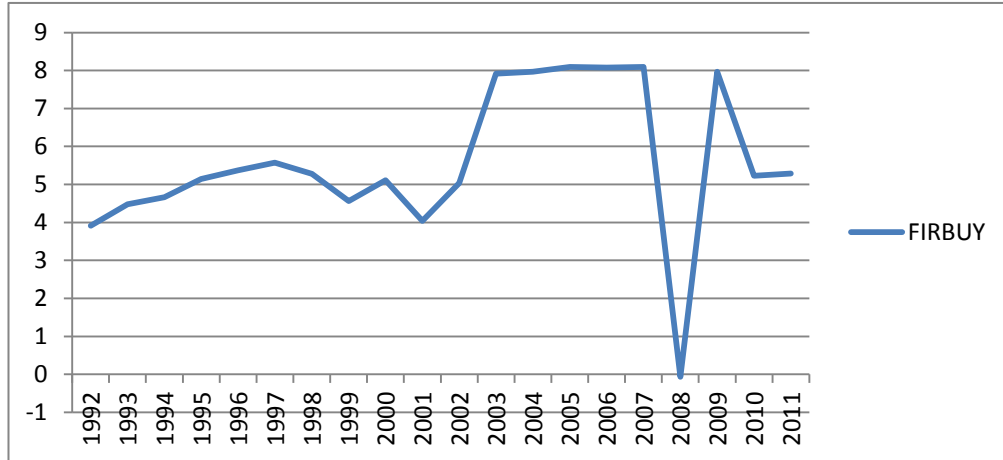
Grafik 3: 1992-2011 Yılları Arası Yeniden Değerlemenin Özkaynaklara Oranı



Grafik 4: 1992-2011 Yılları Arası Ödenmiş Sermayenin Özkaynaklara Oranı, Toplam Yabancı Kaynakların Ve Finansal Yabancı Kaynakların Toplam Varlıklara Oranı



Grafik 5: 1992-2011 Yılları Arası Firma Büyüklükleri



Grafik 6: 1992-2011 Yılları Arası Net Karın Özkaynaklara, Satışlara ve Aktiflere Oranı

