

**T.C.  
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
MUHASEBE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI**

**İŞLETMELERİN YATIRIM KARARLARI İLE FİNANSMAN  
KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ:  
TÜRKİYE İMALAT SEKTÖRÜ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR  
DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ**

**DOKTORA TEZİ**

**HAZIRLAYAN**

**HAKAN GÜLAÇ**

**TEZ DANIŐMANI**

**PROF. DR. HALİL SARIASLAN**

**ANKARA-2014**

**T.C.  
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
MUHASEBE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI**

**İŞLETMELERİN YATIRIM KARARLARI İLE FİNANSMAN  
KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ:  
TÜRKİYE İMALAT SEKTÖRÜ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR  
DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ**

**DOKTORA TEZİ**

**HAZIRLAYAN**

**HAKAN GÜLAÇ**

**TEZ DANIŐMANI**

**PROF. DR. HALİL SARIASLAN**

**ANKARA-2014**

Hakan GÜLAÇ tarafından hazırlanan “İşletmelerin Yatırım Kararları İle Finansman Kararları Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi: Türkiye İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Dinamik Panel Veri Analizi” adlı bu çalışma jürimizce Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Kabul (sınav) Tarihi: 27/01/2014

(Jüri Üyesinin Unvanı, Adı-Soyadı ve Kurumu):

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Orhan SEVİLENGÜL, Başkent Üniversitesi

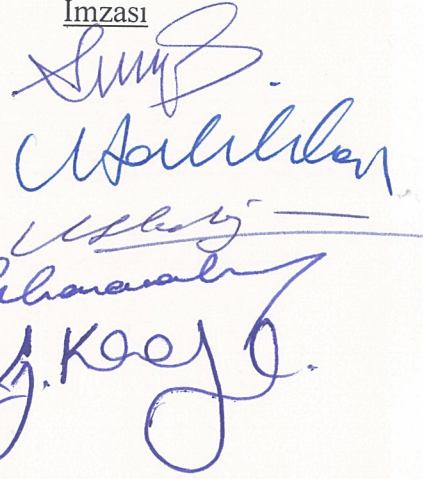
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Halil SARIASLAN, Başkent Üniversitesi (Danışman)

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Nalan AKDOĞAN, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ali Argun KARACABEY, Ankara Üniversitesi

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Güray KÜÇÜKKOÇAOĞLU, Başkent Üniversitesi

İmzası



Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../20....

Prof. Dr. Doğan TUNCER

Enstitü Müdürü

## ÖZET

İşletmeler yatırım, finansman ve kâr üzerine optimizasyonu amaçlayan kurumlardır. İşletme değerini maksimum yapma amacıyla yatırım yaparlar ve bu yatırımların finansmanını en az maliyetle gerçekleştirmek isterler. Bu bağlamda tam etkin olmayan piyasalar ve bilgi sürtünmeleri nedeniyle ortaya çıkan yatırımlar ve finansman arasındaki ilişkiyi ampirik olarak tespit etmek işletmelerin finansal yönetiminde önem arz etmektedir. Özellikle de yatırımların daha maliyetli ve uzun dönem odaklı olduğu imalat sektöründe yatırım finansman kaynaklarının daha etkili yönetilebilmesi zorunlu hale gelmeye başlamaktadır. Sonuçta da günümüzde yatırım için gerekli kıt finansman kaynaklarının daha dikkatli yönetilmesi ve yatırım finansman kararlarının daha dikkatli verilmesi gerekmektedir.

Bu çalışmada 2005 – 2012 yılları arasında Türk İmalat Sektöründe yatırım kararları ile finansman kararları arasındaki ilişki ve hangi yatırımın hangi kaynak bileşkesi ile finanse edildiği araştırılmış, temel makroekonomik değişken risksiz faiz oranının yatırım finansmanına etkisine bakılmıştır. Aynı zamanda temel olarak Türk imalat sektörünün finansman yönetiminin nasıl gerçekleştiği sorusuna cevap aranmaktadır.

Sonuçlar göstermektedir ki yatırım kararları, temettü ve kâr finansman kararlarında etkili olmaktadır. Geçmiş yıllardaki finansman kararları öz kaynak haricinde borçlarda ve nakit ve nakit benzerleri üzerinde etkilidir. Çalışma sermayesi; nakit, kısa vadeli borçlar ve öz kaynaklar ile finanse edilirken, yatırımlar; nakit, uzun vadeli borçlar ve öz kaynaklar ile finanse edilmektedir. Risksiz faiz oranı ise finansman kaynakları ile ters orantılı ilişkili gerçekleşmektedir ancak işletmeye özgü faktörler olan yatırımların, çalışma sermayesinin, kârın ve temettünün finansman kararları üzerindeki etkisinin yönünü ve anlamlığını değiştirecek etkisi bulunmamaktadır. Dolayısıyla istikrar ortamında işletmeye özgü faktörler yatırım finansman kararlarında en önemli faktörler olmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansman Kararları, Yatırım Kararları, Kâr, Temettü, Risksiz Faiz Oranı

## ABSTRACT

Business firms are institutions aiming to optimize investments, financing and profit. They make investment in order to maximize firm value and intent to minimize financing costs while realizing these investments. In this regard, the empirically detection of the relationship between investments and financing resulting from inefficient markets and information asymmetries is very important for the financial management of the enterprises. Especially, the more effective management of investment financing resources is becoming imperative in the manufacturing industry in which the investment is more costly and more long-term oriented. As a consequence; both the management of scarce financing resources that are needed for the investment and decision making about investment financing should be carried out more carefully nowadays.

In this study, the relationship among investments and financing decisions in Turkish Manufacturing Sector and which investment is financed by which resource is analyzed for the 2005 – 2012 time range. The study also covers the effect of basic macro economical variable risk free interest rate on investment financing decisions. Basically the question of how the Turkish Manufacturing Industry has carried out the financial management of investment projects is tried to be answered.

The results have showed that financing decisions are affected by investment decisions, profit and dividend. Except equity, sources of financing like debt and cash and cash equivalents are affected by past financing decisions. While net working capital is financed through cash, short term debt and equity; capital expenditures are financed by cash, long term debt and equity. Risk free interest rate is realized as negatively proportional to financing sources however it has no changing effects on the direction and significance of the effect of enterprise related factors investment, working capital, profit and dividend have on financing decisions. Thus, business specific factors becomes the most important factors for investment financing decisions in stability.

**Key Words:** Financing Decisions, Investment Decisions, Profit, Dividend, Risk Free Interest Rate

## İÇİNDEKİLER

<b>ÖZET</b> .....	<b>I</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>II</b>
<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>III</b>
<b>TABLOLAR LİSTESİ</b> .....	<b>V</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>V</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>VI</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>BÖLÜM I. YATIRIM FİNANSMANI</b> .....	<b>5</b>
1.1. Yatırım ve Finansmanın Önemi .....	5
1.2. Finansman Yaklaşımları.....	7
1.2.1. Öz kaynakla Finansman Yaklaşımının Kapsamı ve Boyutları .....	8
1.2.2. Borçlanma Finansmanı Yaklaşımının Kapsamı ve Boyutları .....	13
1.2.3. Karma Finansman Yaklaşımları .....	18
<b>BÖLÜM II. YATIRIMIN ve FİNANSMANIN BELİRLEYİCİLERİ</b> .....	<b>26</b>
2.1. Makro Faktörler .....	27
2.1.1. Ekonomik Büyüme .....	27
2.1.2. Finans ve Bankacılık .....	30
2.1.3. Küresel Pazar .....	33
2.1.4. İthalat-İhracat.....	35
2.2. Sektörel Faktörler .....	36
2.2.1. Sektör Yapısı .....	36
2.2.2. İthalat-İhracat.....	38
2.2.3. Rekabet .....	39
2.2.4. Pazar Büyüklüğü .....	40
2.2.5. Asimetrik Bilgi Sorunu.....	41
2.3. İşletmeye Özgü Faktörler .....	43
2.3.1. İşletme Büyüklüğü.....	43
2.3.2. İthalat-İhracat.....	45
2.4. Türkiye’ de Yatırım ve Finansman Kararları .....	46
2.4.1. Türkiye’de Yatırım Finansmanına İlişkin Makroekonomik Koşullar .....	47

2.4.1.1.	1980 Öncesi Makro Ekonomik Koşullar.....	48
2.4.1.2.	1980 Sonrası Makro Ekonomik Koşullar.....	50
2.4.2.	Türkiye’de Sektör Bazında Yatırım Finansman Kararları .....	66
2.4.2.1.	Sektör Büyüklüğü ve Özellikleri.....	67
2.4.2.2.	Dış Ticaret ve Küresel Pazarlara Entegrasyon.....	75
2.4.2.3.	Sektörün Rekabet Düzeyi ve Faaliyet Alanı .....	77
2.5.	Türkiye İmalat Sektörü İşletme, Yatırım ve Finansman Kararları.....	81
<b>BÖLÜM III. YATIRIM VE FİNANSMAN KARARLARININ ANALİZİ: TÜRKİYE İMALAT SEKTÖRÜ ÖRNEK OLAYI.....</b>		<b>95</b>
3.1.	Amaç ve Metodoloji .....	95
3.2.	Panel Veri Analizi .....	98
3.3.	Model.....	102
3.3.1	Bağımlı Değişkenler .....	105
3.3.2.	Bağımsız Değişkenler.....	106
3.3.3.	Hipotezler ve Varsayımlar.....	108
3.3.4.	Kısıtlar .....	109
3.3.5.	Veri .....	110
3.4.	Model Analizi ve Sonuçları.....	110
3.4.1.	Tanımlayıcı İstatistikler.....	110
3.4.2.	Panel Veri Analiz Yönteminin Tespit Edilmesi .....	111
3.4.3.	Panel Veri Analiz Sonuçları .....	118
<b>BÖLÜM IV. BULGULAR VE DEĞERLENDİRİLMESİ.....</b>		<b>134</b>
<b>BÖLÜM V. GENEL DEĞERLENDİRMELER VE SONUÇ .....</b>		<b>140</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>		<b>143</b>

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler .....	111
Tablo 2. Panel Veri Analizi Yöntem Seçimi .....	113
Tablo 3. Breusch-Pagan (BP) Testi .....	113
Tablo 4. F Testi.....	114
Tablo 5. Hausman Testi.....	114
Tablo 6. Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	116
Tablo 7. Wald Değişken Varyanslılık Test Sonuçları .....	116
Tablo 8. Arellano Bond (Abond) Otokorelasyon Testi .....	118
Tablo 9. Nakit ve Nakit Benzerleri Modeli Panel Analizi .....	119
Tablo 10. Kısa Vadeli Borçlar Modeli Panel Analizi.....	121
Tablo 11. Uzun Vadeli Borçlar Modeli Panel Analizi .....	123
Tablo 12. Öz Kaynaklar Modeli Panel Analizi .....	125
Tablo 13. RF'li Modeller Panel Analizi .....	128
Tablo 14. RF'siz Modeller Özet.....	130
Tablo 15. RF'li Modeller Özet .....	130
Tablo 16. Görünüşte İlişkisiz Regresyon Analiz Sonuçları .....	132
Tablo 17. Dinamik Panel Veri Analizi Özet.....	134
Tablo 18. Görünüşte İlişkisiz Regresyon Analizi Özet .....	134

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Panel Veri Analizi Yöntem Seçimi .....	112
Şekil 2. Risksiz Faiz Oranı, 2005 - 2012.....	129



## KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABBB	: Arellano-Bover/Blundell-Bond
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIST	: Borsa İstanbul
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CSY	: Çalışma Sermayesi
GMM	: Generalized Method of Moments
IMF	: International Monetary Fund
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KVB	: Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
MDV	: Yatırımlar
NNB	: Nakit ve Nakit Benzerleri
OZK	: Öz Kaynaklar
RF	: Risksiz Faiz Oranı
SUREG	: Seemingly Unrelated Regression
TEM	: Temettü
UVB	: Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

## GİRİŞ

İşletmelerin temel amacı firmanın piyasa değerini maksimize etmektir. Bir işletmenin piyasa değeri ise aldığı ve uyguladığı kararlar ile doğrudan ilişkilidir. Bu kararlar ne tür kısa ya da uzun vadeli yatırımları yaptığı, işletme faaliyetleri ve bunları nasıl finanse ettiği ile temettü politikasını içermektedir. İşletmenin değerini artırıcı bu yatırımlar ve finansmanı arasındaki ilişkileri ortaya koymak ve de anlamak değer artırıcı kararlar almak ve etkileyici finansal yeniden yapılanma açısından anahtar rol oynar.

İşletmeler yatırım, finansman ve kârlılık yönetimi üzerine optimizasyonu amaçlayan kurumlardır. Modigliani ve Miller etkin piyasalarda işletme yatırım kararlarının finansman kaynaklarından bağımsız olduğunu göstermiştir. Aynı şekilde temettü ilintisizliği teoremini de ortaya koymuşlardır. Ancak bilgi sürtünmeleri ve sermaye piyasası eksiklikleri dolayısıyla tam etkinlik sağlanamadığından yatırım ve finansman kararlarının ilişkili olması beklenmektedir.

Şirket yöneticileri finansal esneklik sağlamanın işletmelerde temel ve öncelikli amaç olduğunu iddia etmektedirler. Belirttikleri bu amaç, finansal sürtünmelerin işletmelerin kârlı fırsatları göz ardı etmek zorunda kaldıkları bir dünyada mevcut ve gelecekteki yatırım fırsatlarının fonlanmasını sağlama amacı ile uyumludur. Bu gözleme rağmen, sermaye yapısı üzerindeki ampirik çalışmalar, kurumsal yatırım ve finansman kararları arasındaki etkileşimi göz ardı etme eğilimindedir. Mevcut literatür ve son çalışmalar yatırım kararlarını finansal politika belirlenmesi sürecinde dışsal olarak görmekte, borç ve öz kaynak maliyetlerine, piyasa zamanlamasına, dengeleme teorisi değişkenlerine, vergi ve finansal sıkıntı maliyetlerine odaklanmaktadır. Bu odaklanılan noktalar kuşkusuz kurumsal finansal politikaların anlaşılmasında önem arz etmektedir ancak literatür işletme içi dış kaynak arz ve talebini etkileyen yönleri göz ardı etmektedir ki bunlar sermaye piyasasının eksiklikleri ve gerçek yatırım talepleridir. Bu sebeplerle yatırım ve finansman kararları arasındaki etkileşimin ilk etapta ortaya konması önem arz etmektedir.

Bu noktadan hareketle yatırım ve finansman kararları arasındaki ilişki, 2005 – 2012 yılları arasındaki istikrarlı ekonomik yapı ele alınarak ampirik olarak incelenecektir. Yatırım kararları fon ihtiyacı gerektiren finansal kısıt kalemleri temettü ve kâr ile birlikte kısa ve

uzun vadeli olmak üzere ele alınacaktır. Kısa vadeli yatırımları çalışma sermayesi ihtiyacı oluştururken, ana yatırımlar olarak nitelendirilen sabit sermaye harcamaları ise uzun vadeli yatırımlar olarak ele alınacaktır. Finansman kaynakları kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar, öz kaynaklar ve nakit ve nakit benzerleri olarak incelenmektedir. Yatırım finansman kararlarını etkileyen faktörlere, makro ekonomik değişken olan risksiz faiz oranının etkisi de bakılacaktır.

Finansman kararları ele alınırken sadece borç/öz kaynak oranı olarak tek bir değişken değil finansmanda kullanılan bütün kaynaklar farklı birer bağımlı değişken olarak ele alınmakta ve dolayısıyla yatırım faktörlerinin finansman kaynaklarına olan etkileri ayrı ayrı ortaya konabilmektedir.

Öncelikli olarak yatırım finansman kaynakları ele alınmaktadır. Yatırım finansmanı sadece borçla sadece öz kaynak ile ya da ikisinin bileşimi olan karma finansman yaklaşımı ile sağlanabilmektedir. Bu yaklaşımların bir birlerine olan üstünlükleri ve zayıf yönleri ortaya konmaktadır.

Çalışmanın devamında yatırım finansman kararlarında etkili olan faktörler ele alınmaktadır. Bu noktada makro faktörler, sektörel faktörler ve işletmeye özgü mikro faktörler tartışılmaktadır. İşletmelerin finansman kararlarında en önemli etken maliyetlerdir. Maliyetlerin belirlenmesinde risk primleri önemli olmaktadır. Bu noktada riskin bileşenleri olan sistematik ve sistematik olmayan risk devreye girmektedir. Maliyetlere etki eden risklerden sistematik olan riski makro faktörler temsil etmektedir. Ampirik analizde kullanılan modelde enflasyon oranını da içeren risksiz faiz oranı bu noktada temel makro etkenleri temsil eden bir faktör olarak ele alınmaktadır. Sektörel faktörlerde işletmelerin yatırım finansman kararlarında etkili olabilmektedir ancak çalışmada tek sektör ve o sektöre ait işletmeler ele alınacağından modelde sektörel temsilci kullanılmamaktadır. Ekonomik istikrar dönemlerinde sistematik risklerin daha düşük gerçekleşmesinin bekleniyor olması sebebiyle işletmeye özgü sistematik olmayan mikro faktörlerin finansman kararlarında daha etkin olması beklendiğinden, çalışmada özellikle işletme ve yatırım faaliyetlerinin etkisi ele alınmaktadır. Bu noktada işletmenin üç ana faaliyetinden biri olan yatırım kararları en önemli kalem olarak ele alınmaktadır. Ek olarak çalışma sermayesi ihtiyacının, temettü dağıtımının ve işletmelerin kâr durumlarının da finansman kaynak yapılarını ve dolayısıyla finansman kararlarını etkilemesi beklenmektedir.

Bu etkenler ışığında yatırım ve finansman kararları arasındaki ilişkinin ortaya konabilmesi, finansman kararlarını etkileyen faktörlerin tespiti ve hangi finansman ihtiyacının ne ile finanse edildiğini ortaya koyabilmek amacıyla finansman kaynakları ayrı ayrı ele alınarak ampirik analiz gerçekleştirilmektedir. Analizde Türkiye Muhasebe Standartları'nın finansal tablolarda uygulanmaya başlama tarihi olan 2005 ve sonrası yıllarda Türkiye İmalat Sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul' a kote olmuş 59 işletme yer almaktadır. Öncelikle yatırım, çalışma sermayesi, temettü dağıtımı ve kârlılık durumu ile finansman politikaları arasındaki ilişkiler incelenmekte daha sonra bu ilişkiye risksiz faiz oranının etkisine bakılmaktadır. Modelde içsel değişken etkileri olması sebebiyle benzer çalışmalarda kullanılan GMM Dinamik Panel Veri Analizi kullanılmaktadır. Bu sayede bağımlı değişkende mevcut olan ve kendisinin gecikmeli değeri sebebiyle ortaya çıkan etkiler arındırılarak, bağımsız değişkenlerin etkileri doğru bir şekilde ortaya konabilmektedir. Bir sonraki aşamada ise finansman ihtiyacı gerektiren unsurların hangi finansman kaynak bileşkesi ile finanse edildiği araştırılmaktadır. Finansman kaynaklarının birbirlerinden etkilenmemesi mümkün olmadığından modeller Görünüşte İlişkisiz Regresyon-SUREG yöntemi ile kurulmakta ve modellerin hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olabilmesine izin verilmektedir.

Çalışmada ampirik analiz kısmında modeller tek tek ele alınarak incelenmekte ve sonuçlar yorumlanmaktadır. Daha sonra sonuçlar ışığında oluşturulan hipotezler sınanmaktadır. Buna göre yatırım kararları finansman kararları üzerinde etkili olmaktadır. Bu durum piyasaların etkin olmaması sonucunda bilgi sürtünmeleri ve sermaye piyasası kısıtları nedeniyle yatırım ve finansman kararlarının birbirinden ayrı olmadığını ampirik olarak göstermektedir. Finansal kısıtların yatırım üzerindeki etkileri Fazzari ve diğerleri (1988) tarafından ortaya konmakta iken yatırım kararlarının finansman kararları üzerine etkisi Gatchev ve diğerleri (2009), Lewellen ve Lewellen (2011) tarafından ele alınmakta ancak literatürde bu kapsamda çok fazla çalışma yer almamaktadır. Türkiye açısından bakıldığında ise çalışmanın, yatırım kararlarının finansman kararları üzerine etkisini ortaya koyan ilk çalışma olması önem arz etmektedir.

Öte yandan risksiz faiz oranı, nakit ve nakit benzerleri ile finansman haricindeki diğer yatırım finansman kararları üzerinde etkili olmaktadır. Temel makroekonomik faktör risksiz faiz oranına borçla finansman açısından bakıldığında, risksiz faiz oranı düşük gerçekleştiğinde maliyeti de düşürdüğünden borçla finansmanı artırıcı etkisi bulunmaktadır.

Aynı şekilde öz kaynak maliyeti de risksiz faiz oranı ile ters orantılıdır. Dolayısıyla çalışmada yer alan 2005 – 2012 döneminde ekonomideki istikrarlı yapı sebebiyle makro faktörler finansman kararları üzerinde beklenildiği şekilde olumlu etkili olmaktadır ancak risksiz faiz oranını içermeyen modellerin sonuçlarında etkili olmadığı ve bu sebeple istikrarlı dönemlerde işletme yatırım finansman kararları üzerine işletmeye özgü mikro faktörlerin daha önemli oldukları söylenebilmektedir.

Çalışmanın ilk bölümünde finansman yaklaşımları olarak borçla finansman, öz kaynak finansmanı ve karma finansman ele alınmaktadır. 2. Bölümde yatırım finansman kararlarında etkili olan faktörlerin detaylı bir analizi ortaya konmaktadır. 3. Bölümde ise yatırım ve finansman kararları arasındaki ilişkiyi ortaya koyan ampirik analiz gerçekleştirilmektedir. 4. Bölümde bulgular tartışılmakta ve hipotezler test edilmektedir. 5. Bölümle genel değerlendirme yapılarak çalışma sonuçlandırılmaktadır.

## BÖLÜM I. YATIRIM FİNANSMANI

### 1.1. Yatırım ve Finansmanın Önemi

Günümüzde çoğu gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler genelde küçük ve orta ölçekli işletmelerden meydana gelmektedir. Büyük ölçekli işletmelerle kıyaslandığında küçük ve orta ölçekli işletmeler açısından büyümeleri için gereken yatırım ve bu yatırımlara dair kararlar büyük önem arz etmektedir. Çünkü küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansal kaynak problemleri nedeniyle yatırımlarının finansman giderleri, bu işletmelerin yatırım kararlarını fazlasıyla etkiler duruma gelmektedir.

Öte yandan sınırların kalkması ve küreselleşme ile birlikte ister yerel ister çok-uluslu işletme olsun, artık işletmelerin küreselleşmenin etkilerinden kaçınması mümkün olmamaktadır. Neredeyse dünyanın tüm ekonomileri, küresel pazarlara açık hale gelmiştir. Bu da küçük ölçekli işletmelerin bile uluslararası ticaretle ilgilenmese dahi küresel rekabetle karşı karşıya kalmasına neden olmuştur. Dolayısıyla küreselleşmenin ve liberalleşmenin yarattığı yoğun rekabet sonucunda, yerel bir işletmenin çok-uluslu büyük işletmelerle rekabet edebilmesi ancak doğru yatırım kararlarının alınıp stratejik yönetim uygulanarak, hem yerel hem de küresel pazarda büyümesiyle mümkün olabilecektir.

Tüm bunların yanı sıra, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler küresel finansal yapının daha çok gelişmesini hızlandırmış ve her bir işletmenin hem yerel hem de küresel finans piyasalarında ihtiyaç duyduklarında belirli düzeyde finansman kaynağı bulabilmesine imkân sağlamıştır. En önemlisi de yerel finansal piyasaların bilgi teknolojileri aracılığıyla birbiriyle bağlantılı hale gelmesi iktisadi gelişmelere de önayak olmuş, dolayısıyla sadece finansal sistemi değil küresel ekonomiyi de olumlu etkilemiş ve işletmeler büyümek için ihtiyaç duydukları yatırım olanaklarını ve bunların finansmanı için gereken kaynakları kolaylıkla bulabilir hale gelmişlerdir.

Ancak diğer taraftan, yatırım finansmanı olanaklarının bu kadar fazlaşması ile birlikte, yatırım finansmanını yürütebilmek ve optimum finansman kararlarını alabilmek daha fazla analiz yapılmasını gerekli hale getirmiştir. Özellikle küçük ve orta ölçekli

işletmeler için mevcut finansman olanaklarının doğru bir şekilde değerlendirilip, en az maliyetle en çok getiri yaratacak yatırım kararlarının verilmesi, kaynaklarının kısıtlı olduğu küçük ve orta ölçekli işletmeler için çok daha önemli hale gelmiştir. En önemlisi ise gelişmekte olan ekonomilerin daha çok küçük ve orta büyüklükteki işletmelerden oluştuğu ve bu büyüklükteki işletmelerde finansman yönetiminin zorlukları göz önüne alındığında, yatırım finansman kararları bu ekonomilerin gelişmesi için çok daha önemli hale gelmektedir. Elbette finansal sistemin en etkin biçimde işler halde olması, yatırım finansman kaynaklarının da kolaylıkla ulaşılabilir olmasını sağlayacaktır.

Sadece küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için değil aynı zamanda büyük ölçekli işletmeler açısından da küresel pazarlarda rekabetin artması, tüketici taleplerinin sürekli değişmesi, yerel ekonomilerin birbirleriyle yüksek oranlarda bağlı olması çok-uluslu büyük ölçekli bu işletmelerin geleceğini etkiler hale gelmiştir. Başka bir deyişle günümüzün çok daha dinamik ve çok yönlü iş dünyasında yatırım finansman kararlarının çok daha dikkatli verilmesi ve aynı zamanda stratejik davranılması, şirketlerin amaçları doğrultusunda başarılı olmalarını ve kısıtlı kaynakların doğru kullanımını sağlayacaktır. Günümüzde küresel finansal krizin gelişmiş ekonomilerde yarattığı durgunluk ve aynı zamanda özellikle Avrupa ülkelerinde nüfus artışının azalması neticesinde, bu gelişmiş ekonomilerde pazarlar küçülmeye başlamış ve artan rekabetle pek çok büyük işletme ve marka gelişmekte ve büyümekte olan pazarlara yönelmeye başlamıştır. Ancak bu pazarlara girerken dahi yatırım kararlarının doğru alınması ve finansman yöntemlerinin doğru belirlenmesi gerekmektedir. Hedef pazar, her zaman gelişmiş finansal bir sisteme sahip olmamakta ve yatırımın finansmanı noktasında kolaylıklar sunmamaktadır. Durum böyle olunca o ülkenin yerel finansman kaynakları yerine küresel dış kaynakların mı yoksa işletmenin kendi kaynaklarının mı kullanılması gerektiği kararının da dikkatli alınması gerekmektedir.

Dolayısıyla büyüklüğü ve faaliyet gösterdiği pazar ne olursa olsun, günümüzün dinamik ve çok hızlı değişen, küreselleşme ve teknoloji odaklı iş dünyasında her bir işletme yatırım finansmanına dikkat etmek ve ilgili kararlarını stratejik yönetim ilkelerine uygun vermek zorundadır.

## 1.2. Finansman Yaklaşımları

Bir işletmenin faaliyetlerinin sürdürülmesi ve yönetilmesi işletmenin büyümesi için temel fonksiyonları olan yatırımları ile bunların nasıl finanse edileceğine dair kararların verilmesi ile ilgili olmaktadır. Öte yandan bir işletmenin geleceği, günümüzün giderek daha karmaşık ve dinamik hale gelen iş dünyasının gerekliliklerine ne ölçüde cevap verildiğine göre belirlenmektedir. İster küçük ve orta ölçekli olsun ister büyük ölçekli olsun iş dünyasının ve stratejik yönetimin gerekliliklerini yeterince sağlayamayan işletmeler rekabetle başa çıkamayacaklardır. Bu noktada yatırım için gereken sermayenin hangi kaynaklardan elde edileceği ve doğru kaynak seçimi önem kazanmaya başlamıştır (Sirmon ve Hitt, 2009). Kısacası, yatırım finansmanı için gereken kaynakların doğru finansmanının seçilmesi gerekmektedir. Bu hususta finans piyasası, işletmeye pek çok sermaye kaynağı ile finansman araç ve yöntemi sunmaktadır.

Her bir finansman yaklaşımının kendine göre avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Finans literatüründe ve özellikle pratik durumlarda, her türlü şartta işe yarayacak bir finansman yaklaşımı bulunmamaktadır. Bu nedenlerle belli koşullarda belli finansman yaklaşımlarının kullanılması, yatırım finansmanının maliyetlerini yüksek oranlarda düşürecektir (Denis ve Sibilkov, 2010). Doğru finansman yaklaşımının seçilmesi için, tüm finansman araçlarının detaylı analizi ve ilgili işletmenin de yatırım koşulları, makro ve mikro iktisadi değişkenler ve koşullar ve işletmenin kendi finansal yapısının analizi de gerekmektedir. Özellikle, bir işletmenin mevcut finansal durumu, büyüklüğü ve olgunluk düzeyi ile finansman yaklaşımı ve seçenekleri arasında yüksek bir bağ bulunmaktadır (Tarca ve diğerleri, 2012).

Finans literatüründe temel olarak iki yatırım finansman yaklaşımı yer almaktadır; işletme yatırımlarını ya kendi hissedarlarının öz sermayesini kullanarak finanse edecek ya da banka gibi diğer finansal dış kaynaklar aracılığıyla finanse edecektir. Son birkaç senede yatırım projelerinin maliyetlerinin giderek artması ve tek bir finansman yaklaşımının neden olduğu risklerden kaçınmak için pek çok işletme her iki yaklaşımı da içerecek karma finansman yöntem ve modellerini benimsemeye başlamıştır (Wang ve Whyte, 2010). Dolayısıyla günümüzde bakıldığında işletmelerin finansman yaklaşımları olarak öz



kaynakla finansman, borçla finansman ve her ikisinin de eş zamanlı olarak yapıldığı karma finansman yaklaşımları karşımıza çıkmaktadır.

### **1.2.1. Öz kaynakla Finansman Yaklaşımının Kapsamı ve Boyutları**

Finansman yaklaşımlarından ilki öz kaynak finansmanıdır. Öz kaynak finansmanında işletme yatırım kararlarını dışarıdan borçlanarak değil işletmedeki hisselerin satışı ya da hisse artırımını yoluyla sağlamaktadır (Gompers ve Lerner, 2010). Esasında öz kaynak ile finansman yaklaşımında işletme için iki tür finansman metodu bulunmaktadır (Müller ve Zimmermann, 2009):

- İşletme dışarıdan öz kaynak elde ederek, yatırım projelerini finanse edebilmektedir. Bu noktada işletme, hisse senedi piyasasına girerek kamuya açık olabilir ve hisse basarak, kamudan öz kaynak elde edebilir (Tirole, 2009);
- Ya da işletme kendi öz kaynaklarını kullanabilir. Örneğin dönem kârlarını hissedarlara pay etmek yerine bunları işletmede tutarak elde edilen gelir daha fazla büyüyebilmek için yatırımları desteklemekte kullanılabilir (Damodaran, 2010).

Dış öz kaynak finansmanı yeni hisse basımı yoluyla ve hisse senedi piyasası aracılığıyla gerçekleşiyorsa, bu işletmenin mevcut hissedarları açısından çok da iyi olmamaktadır. Çünkü yeni öz kaynak hisse fiyatının olması gerekenden daha fazla değerlenmiş olması anlamına gelmektedir (Almeida ve Campello, 2010). Diğer taraftan bu işletme için, borçla finansman açısından daha olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Çünkü borç-öz kaynak oranının öz kaynak lehine artması aynı zamanda işletme yönetiminin gelecekteki nakit akışı problemlerine dair daha olumlu beklentileri olduğunu göstermektedir (Covas ve Den Haan, 2012). En önemlisi de hissedar-yönetim arasındaki yönetime dair problemlerin de azaltılması anlamına gelmektedir (Margaritis ve Psillaki, 2010). Çünkü hisse basımıyla birlikte öz kaynak artışı tercih eden işletme yönetiminin gelecekte olabilecek hissedar çıkar çatışmasına dair daha olumlu beklentileri olduğuna dair piyasaya sinyal de göndermektedir.

İçsel öz kaynak finansman kaynakları olarak ise dağıtılmayan kârlar kullanılmaktadır. Bu dağıtılmayan kârlar yani içsel öz kaynaklar geçmişte ve cari dönemde elde edilen net gelirin hissedarlar arasında dağıtılması yerine işletmenin yatırım projelerinde değerlendirilmesidir. Esasında bu hissedarlara dağıtılmayan kârlar, hissedarların gelecek birikmiş sermayesinin de bir bölümünü oluşturmaktadır. Donaldson (1961) ve Myers (1984)'ün de çalışmalarında belirttiği üzere bir işletme, genelde iç kaynaklı öz kaynak finansmanını oluşturan dağıtılmayan kârları kullanmayı, borç maliyeti finansmanına ve dış kaynaklı öz kaynak finansmanına tercih etmektedir. Çünkü işletmenin içsel fonlarını oluşturan net geliri ve kârlılığı, piyasa koşullarına ve disiplinine tabi değildir. Bir başka deyişle içsel finansman faiz oranları ya da hisse senedi fiyatı ve hisse senedi piyasa getirileri gibi piyasanın belirlediği şartlara tabi değildir. İç kaynaklı öz kaynak finansmanında tüm kontrol işletmenin kendisindedir.

Diğer taraftan, borç finansmanında ise firmanın piyasa değeri, iflastan kaynaklanacak marjinal beklenen zararın borçlanmadan kaynaklanacak marjinal fayda ile birbirine denk olacağı noktaya kadar artacaktır (Covas ve Den Haan, 2012). Kısacası her ne kadar bazı açılardan öz kaynak finansmanı daha tercih edilebilir olsa da, belli durumlarda borç finansmanı daha tercih edilir olmaktadır. Bu da elbette işletmenin içinde bulunduğu ekonominin, sektörün koşullarına ve işletmenin kendi finansal yapısına göre değişmektedir. Özetle her durumda işe yarayacak bir finansman yaklaşımı iddia etmek mümkün olmamaktadır.

Öz kaynak finansmanı, uzun dönemli sermaye gereksinimlerinde özellikle tercih edilen bir yöntem olmaktadır (Müller ve Zimmermann, 2009). Uzun dönemli sermaye sağlaması nedeniyle borçla finansmanda olduğu gibi herhangi bir ara ödeme ya da belli bir vade sonunda ödeme yapılmasını gerektirmemektedir. Öz kaynak finansmanının borçlanma finansmanından bir diğer farkı da genelde öz kaynak finansmanı, hissedar açısından işletmenin yönetiminde belli haklar sağlamakta ve bu haklar yatırım, büyüme gibi önemli karar verme sürecine katılmayı sağlamaktadır (Ivashina ve Kovner, 2011). Böylelikle öz sermayedar genel kurullarda ve özel durumlarda alınacak kararlar için oy verme ya da bu kararları çıkarlarına uygun düşmediğinde veto hakkı edinebilmektedir (Tykvová ve Borell, 2012). Bu açıdan değerlendirildiğinde borçla finansmanı sağlayan banka, finansal kurum ya da diğer işletmeler ilgili işletmenin yatırım ya da diğer yönetsel kararlarında söz hakkına

sahip olamamaktadırlar. Ancak vade sonunda verdikleri kredili sermayeyi, önceden belirlenen faiz oranlarında faiziyle birlikte geri almaktadırlar. Diğer taraftan öz sermayedarlar açısından bakıldığında bu yatırım yöntemi, karar verme ve kontrol sürecinde yetkiler sağlasa da aslında getiriye garantilememektedir. Ancak şirketin değer kazanarak sermaye kazancı sağlaması yani getirisi olması durumunda öz sermayedarın kazancı da daha yüksek olabilecektir.

İşletme açısından incelendiğinde ise öz kaynak finansmanının tercih edilmesi geri ödeme zorunluluğu gibi riskleri ve borçlanmayı ortadan kaldırırsa da, yoğun biçimde öz kaynak kullanımı işletmenin yönetim sürecini zora sokabilecektir (Covas ve Den Haan, 2011). Çünkü özellikle hissedar sayısının az ancak her birine ait hisse miktarlarının büyük olması, her bir sermayedarın kendisine uygun düşecek yatırım kararlarını desteklemelerine neden olacaktır. Sonuçta karar sürecinin uzaması hatta kararların zamanında alınamaması gibi sorunları da ortaya çıkaracaktır. Özellikle günümüzün dinamik iş dünyası her gün işletmeye çeşitli tehditler ve aynı zamanda fırsatlar sunmaktadır. Bu nedenlerle bu tehditlerin kolaylıkla bertaraf edilmesi ve fırsatların yakalanabilmesi için işletme yönetiminin stratejik yönetim gerçekleştirmesi yani değişik durumlara uygun şekilde zamanında, çabuk ve doğru kararlar verebilmesi gerekmektedir.

Kısacası dinamik iş dünyasına uyum, işletme yönetiminin yatırım fırsatlarını değerlendirebilmesi ve yatırımlara dair tehditlere hızlı cevap vermesi için hissedarların ve işletme yönetiminin uyumlu olması gerekmektedir. Ancak hissedarların etkilerinin ve haklarının yoğun olduğu bir ortamda bunu garanti etmek her zaman mümkün olmamaktadır. Özellikle işletmenin daha çok dış kaynaklı öz kaynak finansmanını kullanması durumunda yeni sermayedarların ortaya çıkmasıyla birlikte bu tarz sorunlarla daha fazla karşılaşılmaktadır (Tykvová ve Borell, 2012).

Ayrıca bu uzun dönem odaklı öz kaynak finansmanı otomatik olarak hem şirket hem de işletmeye sermaye sağlayan öz kaynak sahipleri açısından belli bir oranda yatırımlar için güvenli finansal ortam da sağlamaktadır (Lerner ve diğerleri, 2011). Aynı zamanda öz kaynak sermayesinin işletmenin finansal yapısındaki oranı ve yoğunluğu, borç sağlayacak banka vb. kuruluşların gözünde işletmenin finansal durumuna dair olumlu bilgi vermektedir. Bir başka deyişle borç maliyeti finansmanı ile öz kaynak finansmanı arasında güçlü bir ilişki

bulunmaktadır. Öyle ki işletme elinde ne kadar çok öz kaynak sermayesi tutarsa bu o işletmenin daha güvenilir finansal yapıya sahip olduğunu ifade etmektedir. Dolayısıyla bu durum dış kaynaklı yatırım finansman kaynaklarının daha kolay elde edilmesini de sağlamaktadır. Çünkü banka vb. kurumlar işletmeye kredili borç sağlamada daha istekli olacaktırlar. Bu noktada pek çok banka işletmelere borç sağlamada kredi notlarıyla ilgili değerlendirme yaparken öz kaynak/sermaye oranını dikkate almaktadır.

Başka bir ifade ile öz kaynak; aşırı kaynak kullanımı durumlarına karşı bir tür risk engelleyici ve güvenlik tedbiri olarak değerlendirilmektedir. Böylelikle ne zaman ki bir işletmenin tüm öz kaynakları tükenir ya da işletme zarara uğrar o zaman işletme yüksek oranlarda borçlu durumuna gelecektir. Ancak yoğun biçimde öz kaynak sermayesinin tercih edildiği durumlarda öz kaynak sermayedarları işletmenin varlıkları üzerinde hak iddia edemeyecektir. Bir başka deyişle, öz kaynak sermayesi bu gibi durumlarda işletmeye herhangi bir borç yükü bindirmemekte ancak yatırımcının ve hissedarın zarar etmesine sebep olabilmektedir.

Öz kaynak sağlayan bireysel ya da kurumsal yatırımcının en temel amacı, kâr elde etmek olmaktadır. Öz kaynak ile elde edilecek kâr daha doğrusu işletmenin elde edeceği kâr iki şekilde kullanılabilir: Ya elde edilen kâr işletme içinde tutulacaktır ve böylelikle işletmenin büyüme hedefleri ve yatırımları için bu kârlılığı kullanılacaktır ya da elde edilen kâr hissedarlar ve yatırımcılar arasında kâr payı (temettü) olarak dağıtılacaktır. Genelde işletmeler, hem yatırımlar için bir miktar iç kaynak kullanabilmek hem de hissedarları ve yatırımcıları memnun edebilmek amacıyla ârin bir kısmını işletmede tutarken geri kalanını hissedarlar arasında dağıtacaktır. Her ne kadar hissedarlar işletmeye yatırım kararlarında destek olabilmek ve işletmenin büyümesiyle birlikte daha çok kazanabilmek için sermaye sağlıyorsa olsalar da, işletmenin büyümesine yardımcı olacak çoğu yatırımın sonuçları uzun vadede alınabilmektedir. Ancak sermayedarların genelde bu kadar beklemeye niyetleri olmamaktadır. İşte bu nedenlerle işletme dönem dönem kâr payı dağıtımını tercih etmektedir.

Diğer taraftan hissedarların kısa dönem odaklı olması özellikle finansmanda öz kaynak sermayesi yoğun olan işletmelerin yatırım kararlarını zora sokup, sekteye uğratabilmektedir. Çünkü ara dönemlerde de yatırımları destekleme ihtiyacı duyacak olan

işletme bu dönemlerde yatırıma yönelmek yerine kâr payı dağıtımına gitmek zorunda kalabilmektedir.

Kârın bu şekilde hissedarlar arasında dağıtılması işletme açısından maliyetler içermekte ve aynı zamanda işletmenin likiditesini de azaltacak bir etki yaratmaktadır (Tykvová ve Borell, 2012). Ancak öz kaynak finansmanı borçla finansman ile kıyaslandığında, borç maliyeti finansmanında işletme kârı olsun olmasın ara dönemlerde ödeme yapmak zorundadır (Müller ve Zimmermann, 2009). Öz kaynak finansmanında ise işletme yönetimi sadece kâr elde edildiğinde isterse kâr payı dağıtımını yapmaktadır ve ayrıca bu durumda işletme yönetimi kârın bir miktarını yatırıma yönlendirebilmektedir. Bir başka deyişle likiditenin az ve nadir olduğu ayrıca işletmenin kâr elde edemediği gibi kötü iktisadi ve finansal dönemlerde işletme öz kaynak finansmanını tercih ettiğinde herhangi bir yükümlülük altına girmemektedir. Fakat aynı durum borç maliyeti finansmanı için geçerli olmamaktadır.

Yukarıda da belirtildiği üzere öz kaynak finansmanı hissedar ve sermayedar yatırımcıya işletmenin varlıkları ve yönetimi üzerinde bir takım haklar sağlamaktadır (Margaritis ve Psillaki, 2010). Ancak öte yandan hissedarlar tüm diğer borçla finansman sağlayanların ödemeleri yapıldıktan sonra işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı üzerindeki haklarını kullanabilmektedir. Hissedar açısından riskler içerse de öz kaynak yatırım finansmanı kaynağı olarak sıklıkla tercih edilmektedir. Bunun nedenleri ise şöyledir:

- İlk olarak vergiye dair hususlar dikkate alındığında işletmenin kendi kendisine iç kaynaklı dağıtılmayan kârları kullanarak finansman sağladığı durumlarda, işletmenin elde ettiği net gelir ve kârlılık fonların maliyetleri açısından en basit ve iktisadi yöntem olarak kabul edilmektedir. Çünkü bir takım vergi avantajları elde edilebilmektedir (Rego ve Wilson, 2012).
- İç kaynaklı öz kaynak finansmanı özellikle dikkate alındığında işletmenin mülkiyeti konusunda sağladığı avantajlar nedeniyle yönetim tarafından daha fazla oranlarda tercih edilmektedir. Çünkü işletmenin mevcut sahipleri dışında herhangi bir bireysel ya da kurumsal yatırımcının hissedar olmasına yol açmamaktadır. Böylelikle de işletmenin mülkiyet hakkı, daha fazla hissedar arasında bölünmemiş olmaktadır.

Esasında yatırım faaliyetlerinin finansman yükünü sadece işletmenin mevcut sahipleri ve hissedarları üstlenmektedir.

- Öz kaynak finansmanı sayesinde ekstrasdan fon elde edebilmek için işletmenin dışarıdan borçlanmasına ve fazladan bir takım yükümlülükler altına girmesine gerek kalmamaktadır. Öz kaynak finansmanının geri ödeme gerekliliği yoktur ve faiz ödemeleri vb. herhangi bir finansal yükümlülük içermemektedir.
- En önemlisi öz kaynak sermayesi sınırsız süre için kullanılabilir. Bir başka deyişle herhangi bir dış kaynak ya da kurum, kullanılan fon ya da sermayenin kullanılma süresi üzerinde etkili olamamaktadır. Bu nedenlerle de özellikle uzun dönem yatırımlar için daha çok tercih edilmektedir (Gompers ve Lerner, 2010).
- Tüm bunlara ek olarak dış borçlanmanın mümkün olmadığı ya da faizlerin çok yüksek olduğu durumlarda öz kaynak finansmanı yatırımların desteklenmesinde sıklıkla kullanılabilir. Çünkü özellikle hisse artırım yoluyla dış kaynaklı öz kaynak finansmanı tercih edilerek yatırımın desteklenmesi gerektiği dönemlerde gerekli finansmanı sağlayabilmektedir (Ivashina ve Kovner, 2011).

### **1.2.2. Borçlanma Finansmanı Yaklaşımının Kapsamı ve Boyutları**

İşletmenin yatırım finansman kararları özellikle öz kaynak, kâr payı, risk politikaları ve mevcut sermaye yapısı gibi konular ile firmaya özgü özelliklere tabi olmaktadır (Bierman ve Smidt, 2012). Elbette sermaye piyasalarındaki katılımcılar arasındaki ilişkiler ve finansmanın farklı farklı kaynaklarına erişilebilmesi de işletmenin finansman kararlarını büyük ölçüde etkilemektedir. Yukarıda söz konu edilen öz kaynak finansmanının yanı sıra bir diğer temel finansman tercihi de borçlanma finansmanı olup, işletmenin çeşitli nedenlerle öz kaynak sermayesine yönelemediği ya da öz kaynak sermayesinin kullanımının daha maliyetli olduğu durumlarda tercih edilmektedir (Czarnitzki ve Kraft, 2009).

İşletme borçlanma finansman yaklaşımında yatırım finansmanı için gereken fonları öz kaynak kullanmadan dış kaynaklardan belli bir vade ve faiz oranı üzerinden borç almaktadır. Borçlanma finansmanında alınacak olan borcun büyüklüğü ve süresinin

belirlenmesinde sermaye sağlayacak olan banka vb. finansal kurumun ilk dikkat ettiği husus işletmenin güvenilirliğidir (Chua ve diğerleri, 2011). Güvenilirliğin ötesinde belli bir borçlanma işleminden önce borç verecek olan kurum ki çoğu durumda bu banka vb. finansal kurumlar olmaktadır, ayrıca işletmenin mevcut ve gelecekteki olası finansal durumu hakkında birtakım ekstra denetimler ve araştırmalar yürütmektedir (Cassar, 2011). Örneğin sermaye sağlayacak olan kurum, alınacak borca karşı işletmenin bağlanacak ve teminat gösterilecek fiziki varlıklarının değerlerini inceleyecek ve/veya işletmenin nakit akışını analiz edecektir.

Bu noktada ister öz kaynak ile isterse borçlanma yaklaşımıyla finansman olsun, işletmeye yatırımları için finansman sağlayacak kişi ya da kurumlar açısından işletmenin faaliyetlerine ve finansal durumuna ait bilgi yatırım finansmanı işlemlerinin etkili yürütülebilmesi için büyük önem arz etmektedir (Gatchev ve diğerleri, 2009). Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde de belirtileceği üzere asimetrik bilgi probleminin bilgi teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte giderek daha az etkili olması sermaye sağlayacak birey ya da kurumların finansman sağlamada daha doğru kararlar vermesini sağlamaktadır (Hubbard, 2009). Böylelikle de sermayeyi spekülasyon amaçlarıyla kullanmak için değil de aksine üretime ve ekonomiye katkı sağlamak için değerlendirecek işletmeler daha kolay finansman elde edebilmektedir. Diğer taraftan bilgi paylaşımının yeterli olmadığı durumlarda banka vb. kuruluşlar işletmelere borç sağlamamakta ve dolayısıyla fonların riskli ve spekülasyon alanlara kaymasına neden olmaktadır. Günümüzde artan iletişim olanakları sonucunda doğru ve gerçek bilginin daha kolay elde edilebilir olması işletmelerin özellikle de küçük ve orta ölçekli işletmelerin iç kaynakları kullanarak yatırımları finanse etmek yerine daha artan oranlarda borçlanma finansmanını tercih edip borç piyasasına erişimine ve dolayısıyla borçla finansman yapabilmesine olanak sağlamaktadır.

Diğer taraftan dış kaynaklı borçlanma yöntemiyle yatırım faaliyetlerinin finansmanının yürütülmesi süreci özellikle piyasada yeni faaliyete başlamış, küçük ve orta ölçekli işletmelerin büyüme sürecini zora sokabilmektedir (Carpentier ve diğerleri, 2012). Çünkü banka vb. kurumlar, genelde fazla risk içermeyen ve teminatların yüksek olduğu durumlar dâhilinde finansal durumunu uzun yıllar başarılı bir şekilde koruyan büyük işletmelere finansman sağlamayı tercih etmektedir. Bu durum da küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırımlarını dış kaynaklar aracılığıyla desteklemesini zora sokmaktadır.

İşletmeler bazı durumlarda finansman bulamamakta ya da bulsa bile risk primleri köklü işletmelere oranla daha fazla olabilmektedir. Benzer şekilde küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırım finansmanını öz kaynak sermaye artırımını ile de gerçekleştirmesi çok kolay olmamaktadır çünkü hisse senedi piyasasına erişebilmek işletmenin belli bir işletme büyüklüğüne, yüksek finansal göstergelere sahip olmasını ve likiditesinin yüksek olmasını gerektirmektedir (Berger ve Schaeck, 2011). Bu açıdan değerlendirildiğinde en temel iki yatırım finansman yaklaşımı yani öz kaynak ile finansman ve borçla finansman noktasında küçük ve orta büyüklükteki işletmeleri yatırım projelerini kendi iç kaynaklarını kullanarak finanse etmeye zorlamaktadır. Bu tür finansal kısıtlar aynı zamanda büyük ölçekli işletmeler için de geçerli olabilmektedir (Denis ve McKeon, 2012).

Borçlanma finansmanı dikkate alındığında borcun miktarını ve vadesini belirleyen en önemli göstergelerden birisi de piyasa faiz oranları olmaktadır (Cassar, 2011). Mevcut faiz oranlarının yüksek olması vadeden bağımsız olarak işletmelerin borçlanma finansmanı yerine öz kaynak finansmanını seçmesine neden olmaktadır (Warusawitharana ve Whited, 2012). Genel faiz oranlarından bağımsız olarak yatırımın finansman süresi ve yatırım için kullanılacak kredili sermayenin vadesi uzadıkça işletme yatırımının sonuçları daha az tahmin edilebilir olmakta ve işletmenin bu borcu geri ödeyip ödeyemeyeceği kolayca belirlenmemektedir (Ashta, 2009). Durum böyle olunca da faiz riskine karşı borç veren kurum kendisini koruyabilmek için uzun süreli yatırımlarda kullanılacak uzun vadeli borçlar için daha yüksek faiz talep edecektir. Belirsizlik ve risklerin ekonomide artmasıyla birlikte elbette faiz oranları daha da artacak ve sonuçta büyüme için gerekecek esas uzun vadeli yatırımlar desteklenemeyecektir (Delis ve Kouretas, 2011). Bu durum özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler için geçerli olmaktadır çünkü hem borç verecek olan finansal kuruluşlar daha ağır şartlar talep edecek hem de işletmeler riskli ekonomik şartlarda yüksek risk alıp yatırım projelerinin altına giremeyecektir.

Diğer taraftan günümüzde faiz oranlarının özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin borçlanma finansmanı üzerindeki etkisi değişmeye başlamıştır. Şöyle ki günümüzde finansal küresel krizin olumsuz sonuçları ve etkileri finansal piyasaların küçülmesine neden olmuştur (Cheung ve diğerleri, 2010). Sonuçta finansal kuruluşlar ve bankalar krizin reel ekonomideki sonuçlarından olumsuz etkilenen büyük ölçekli işletmelerin yanı sıra, küçük ve orta ölçekli işletmelere de borç sermayesi sağlamaya başlamışlardır. Özellikle mevduat piyasalarının



hızla büyümesiyle birlikte faizlerin de düşmesi elbette işletmelerin borçlanma finansmanını tercih etmesine neden olabilmektedir. Kısacası öz kaynak finansmanından farklı olarak borçlanma finansmanı reel ekonomideki ve finansal pazarlardaki koşullara karşı daha duyarlı olmaktadır.

İşletme açısından değerlendirildiğinde borçlanma finansmanı yaklaşımı her ne kadar işletmeye öz kaynak finansman yaklaşımına göre daha çok finansal kısıtlar koyuyorsa da sermaye sağlayan borçlanma kurumu, işletmenin yönetimi üzerinde borç verdiği oran doğrultusunda bir hak iddia edememekte ve işletmenin nasıl yönetileceğine karışmamaktadır. Borç veren kurumun işletmenin faaliyetleri üzerinde kontrolü olmadığı için genelde getirinin yüksek ve ödemelerin düzenli gerçekleşeceği işletmeler borçlanma piyasasına erişim elde edebilmektedir. Diğer taraftan her ne kadar geri ödeme koşulları daha ağır olsa da borçlanma maliyeti finansmanı işletmeler için çoğu zaman tercih edilir olmaktadır (Czarnitzki ve Kraft, 2009). Yukarıda da belirtildiği üzere özellikle hissedar ilişkilerinin karmaşık olduğu işletmeler daha çok borçlanma finansmanını tercih etmektedirler.

Bunlara ek olarak genelde öz kaynak sermayesi çoğu işletme için düşük kalmakta olup yatırım projelerini özellikle de uzun vadeli yatırım projelerini desteklemekte yeterli olmamaktadır (Covas ve Den Haan, 2011). Eğer ki öz sermaye miktarı olması gerekenin altında ise özellikle yeni girişimlerde girişimciler tarafından gerçekleşmesi beklenen işletmenin ilk dönemlerindeki kayıp ve zararları karşılamada öz kaynak sermayesi yeterli olmamaktadır (Covas ve Den Haan, 2012). Bu küçük ölçekli girişimcinin piyasaya girişini de zora sokmaktadır. Piyasada yeni ve aynı zamanda küçük ölçekli olmaları nedeniyle tüm girişimler yüksek risk altındaki işletmeler kategorisine girmektedir. Bu da bu girişimlere yatırımcıların doğrudan sadece öz kaynak sermayesi sağlamasını mümkün kılmamaktadır. Yukarıda belirtildiği üzere küçük ve orta ölçekli işletmeler için geçerli olan piyasa koşulları yeni girişimcileri de etkilemektedir.

Tüm bunlara ek olarak borçlanma finansmanının daha düşük maliyetlere neden olduğu öngörülmektedir (Huang ve diğerleri, 2013). Çünkü öz sermaye sağlayan yatırımcı işletmenin belli bir kârlılık düzeyine ulaşmasını bekledikten sonra sermaye sağlayacaktır. Yoksa yatırımcı işletmenin gelecekte kâr payı ödeyebileceğine güvenememektedir ve bu da

hissedar olarak sermaye koymasına engel olmaktadır. En önemlisi de yüksek vergi ödemeleri gerektiren gelirin vergi düşürüldükten sonra pozitif olabilmesi işletme açısından maliyetli olup uzun yıllar pazarda faaliyet göstermeyi gerektirebilmektedir (De Mooij, 2012). Tüm bunların yanı sıra, işletmenin sadece pozitif net getiri elde etmesi yetmeyecek hem hissedarlara kâr payı dağıtımını yapılacak hem de yatırıma ayrılacak fon yaratacak kadar kazanması da gerekecektir. Diğer taraftan alınacak borca yeter miktarda teminat gösterilmesiyle birlikte işletmenin borçlanma finansmanında tek maliyeti vade süresince ekstradan ara faiz ödemeleri olacaktır (Bekaert ve diğerleri, 2009).

Özetlemek gerekirse, kullanım alanı ve metotları olarak borçlanma finansmanı öz kaynak finansmanından çok farklı olmasa da özellikle pazara yeni girmiş, küçük ve orta ölçekli işletmeler açısından öz kaynak finansmanına erişimden daha kolay tercih edilebilmektedir (Berger ve Schaeck, 2011). Ancak faiz riskine daha açık olması doğal olarak borçlanma finansmanı yaklaşımını makro ve mikro iktisadi koşullara daha hassas hale getirmektedir (Bekaert ve diğerleri, 2009). İlerleyen bölümlerde de belirtileceği üzere ekonominin daha dengesiz olduğu durumlarda borçlanma finansmanı ne işletme ne de borç verecek olan kuruluşlar yani bankalar tarafından tercih edilmektedir.

Borçlanarak fon elde etme yöntemi olan kredili borç finansmanı aşağıda belirtilen nedenler dolayısıyla çoğunlukla tercih edilmektedir:

- Borçla finansman yaklaşımı bir takım vergi avantajları sağlayabilmektedir. Özellikle brüt kârdan borçlanma yükümlülükleri çıkarılıp, net kâr hesaplanmaktadır. İşletmenin ödeyeceği gelir vergisi de bu net kâr üzerinden hesaplanmaktadır. Böylelikle işletme borçlanma faizini tercih ederek kurum gelir vergisi üzerinden vergi avantajı sağlayabilmektedir. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde borçlanma finansmanının yaratacağı vergi avantajı daha da artmaktadır. Çünkü enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde reel faiz yani bu sebeple işletmenin ödemesi gereken reel borç daha düşük olmakta aynı zamanda elde edilecek vergi avantajı da artmaktadır. Böylelikle borçlanma finansmanının maliyeti öz kaynak finansmanının maliyetinden daha düşük gerçekleşebilmektedir (De Mooij, 2012).

- Borçlanma finansmanı durumunda yatırımcıya geri ödeme faiz ve vade sonunda anapara olarak gerçekleşmektedir ancak öz kaynak finansmanında yatırımcıya geri ödeme kâr payı ödemesi şeklinde olmaktadır. Dolayısıyla borçlanma finansmanının maliyeti vergiden düşülebilmektedir ancak kâr payı dağıtımını net kâr hesaplandıktan sonra yapıldığı için işletmeye bir vergi avantajı sağlamamaktadır.
- Bir diğer husus ise borçla finansmanda özellikle gündeme gelen yüksek riskin daha yüksek getiri veya faiz gerektirmesi durumudur. Hissedar her türlü durumda sağladığı finansmanı geri alamayabileceği ya da kâr payı ödemesi alamayabileceği gibi, herhangi bir iflas durumunda ise ancak borç veren kurumlardan sonra işletmenin mal varlığı üzerinde hak iddia edebilmektedir. Durum böyle olunca da elbette hissedar bu tarz risk primlerini de hesaba katarak piyasadaki mevcut faiz oranlarından çok daha yüksek getiriyi işletmeden beklemektedir (De Mooij, 2012). Çünkü yatırımcının iki seçeneği bulunmaktadır: ya işletmeye öz kaynak sağlayacak ve kâr payı ile sermaye artışından kazanç bekleyecek ya da fonlarını faize koyarak kesin getiriyi garantileyecektir. İşletmeye sağlanan sermayenin getirisinin daha riskli olması beklenen kâr payı oranını artırır ve neticede öz kaynak finansmanını işletme için daha maliyetli hale gelmektedir (Brown ve Petersen, 2010). Bu açıdan bakıldığında borçla finansmanın maliyeti öz kaynakla finansmana göre daha düşük gerçekleşmektedir.
- Ayrıca öz kaynak finansmanı özellikle de dış kaynaklı olarak tercih edildiğinde işletmenin hisse senedi piyasasındaki durumunu ve hisse fiyatlarını etkileyecek ve işletmenin pazar değerinin yanlış değerlendirilmesine neden olacaktır (Covas ve Den Haan, 2011). Çünkü en önemlisi işletmenin hisse senedinin fiyatındaki değişiklikler, gelecekte yatırımcının gerçekleştireceği yatırım kararlarını da etkileyecektir. Borçla finansmanda ise bu tür değerlendirmeler, şirketin geleceğine ilişkin değerlemeler ile bunları yansıtan fiyatlandırmalar ve dolayısıyla ters etkiler mevcut değildir.

### **1.2.3. Karma Finansman Yaklaşımları**

Sadece öz kaynak finansmanı ya da sadece borçlanma finansmanı yukarıda da belirtildiği üzere bir takım nedenlerle bazı durumlarda işletme açısından daha doğru bir

finansman tercihi iken, bazı durumlarda ise doğru bir finansman tercihi olmamaktadır. Bu sebeple işletmeler yatırım finansman kararlarını verirken yüzde yüz tek bir finansman yöntemine odaklanmak yerine aynı anda iki yöntemi de işletmenin finansal yapısı, ekonomik ve finansal koşulların el verdiği şekilde belli oranlarda değerlendirmektedir (Covas ve Den Haan, 2011; Edmans ve Liu, 2011). Böylelikle de işletme en optimum karma finansman modeline karar verip yatırım maliyetlerini en aza indirerek sermaye edinimini de kolaylaştırmaktadır (Damodaran, 2010). Bir başka deyişle karma finansman yöntemlerinin izlenmesindeki temel amaç her iki finansman yaklaşımının avantajlarını içerecek ve dezavantajlarını ortadan kaldıracak daha dengeli bir finansman yapısı geliştirebilmektir.

Özellikle de çok uzun vadede finansman gereksinimi duyan yatırım projelerinin sadece borçlanma ya da sadece öz kaynak ile finanse edilmesi çok da mümkün olmamaktadır ya da mümkün olsa da işletme açısından yüksek maliyetler içerebilmektedir (Dasgupta ve diğerleri, 2010). Borçlanma finansmanı özellikle faiz, enflasyon risklerine tabi iken reel ekonomideki gelişmeler de işletmenin borç yükümlülüklerini karşılayıp karşılayamayacağını tehlikeye sokmaktadır. Özellikle uzun dönemli yatırımın finansmanında işletme sermaye sağlayana tüm ara dönemlerde faiz ödemesi yapabileceğini ya da yatırımcının talep ettiği minimum kâr payı oranında kâr dağıtımını yapabileceğini henüz yatırımın başında garanti edememektedir.

Benzer şekilde uzun dönem projelerin finansmanında sermaye sağlayan kişi ya da kuruluşlar da çok uzun vadeli yatırımlara yüksek oranlarda yatırım yapmayı tercih etmemektedir (Gatti, 2012). Yukarıda da belirtildiği üzere sadece borçla finansman ya da sadece öz kaynak finansmanı yatırımcıların daha yüksek oranlarda belirsizlikle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır (Sorge, 2011; Gatti, 2012). Durum böyle olunca da çoğu yatırımcı finansman türü ne olursa olsun, genellikle getirisi net olarak öngörülebilir olmadığından uzun vadeli yatırımlara finansman sağlamaya yanaşmamaktadır ya da çok yüksek maliyetlerle fon sağlamak istemektedir.

Diğer taraftan işletmelerin uzun dönemde piyasadaki varlığını, sürekliliğini ve kârlılığını garanti edebilmesi ancak getirisi yüksek yatırım projelerini finanse edebilmesiyle mümkün olmaktadır (Wikström ve diğerleri, 2010). Devamında ise uzun vadede ekonomilerin gelişimi, özellikle de yukarıda belirtildiği üzere gelişmekte olan ekonomilerin

büyümesi küçük ve orta ölçekli işletmelerin projelerinin başarılı finansmanı ile mümkün olabilmektedir (Czarnitzki ve diğerleri, 2011; Berger ve Schaeck, 2011). Kısacası hem işletme hem de sermaye ve finansman sağlayacak yatırımcı risk ve getiri arasında ikilem yaşamaktadır. Uzun vadeli projelere finansman sağlayarak yatırımcı yüksek riske katlanmakta ancak aynı zamanda yüksek getiri kazanma olasılığını da arttırmaktadır. Benzer durum işletmeler için de geçerli olmaktadır (Czarnitzki ve diğerleri, 2011).

Günümüzde küreselleşmenin ve teknolojidaki gelişmelerin de etkisiyle uzun vadeli yatırımlar daha olası ve daha kârlı hale gelmektedir (Czarnitzki ve diğerleri, 2011; Berger ve Schaeck, 2011). Çünkü artık kısa vadeli yatırımlar büyüme için geçerli olmamakta, küresel pazarlarda etkin olabilmek için işletmenin büyük düşünebilmesi ve büyük ancak daha riskli yatırım projelerine yönelmesi gerekmektedir. Günümüzün dinamik iş koşullarının gerekleri doğrultusunda rekabetin de hızla artması ve rekabet avantajı edinmenin giderek zorlaşması finansman kararlarının daha dikkatli verilmesini zorunlu kılmaktadır (Betz, 2011). İşte tüm bu nedenlerden ötürü işletmeler hem borçlanma hem de öz kaynak finansmanından tek bir tanesine odaklanmak yerine aynı anda ikisini de değerlendirerek yatırım faaliyetlerini daha kolaylıkla finanse edebilmektedirler (Covas ve Den Haan, 2012). Benzer şekilde finansman sağlayacak sermayedar ya da yatırımcı da tüm projeyi tek başına desteklemek yerine risk koşullarını diğer yatırımcılarla birlikte paylaşmaktadır (Smith ve diğerleri, 2011; Eriotis ve diğerleri, 2011; Hull, 2012). Tabii bu tür durumlarda risk koşullarının paylaşılması gelecekteki getirinin ya da zararın da paylaşılması anlamına gelmektedir.

Yatırımcılar özellikle risk ve belirsizliğin yoğun olduğu projelerde tüm sorumluluğu üstlenmeyerek paylaşmayı tercih etmektedirler (Smith ve diğerleri, 2011; Eriotis ve diğerleri, 2011; Hull, 2012). Ancak uzun vadeli olsa da getirinin yüksek ve risklerin de yüksek getirinin yanında göz ardı edilebileceği durumlarda ise yatırımcılar yatırımı tek başına desteklemeyi tercih etmektedirler (Betz, 2011). Burada önemli olan hususlar; yatırım projesinin gerektirdiği vade, projeye ait risk ve belirsizlik durumlarıdır (Sorge, 2011). İşletme yatırım projelerinin finansmanını yarı yarıya olacak şekilde hem borçlanma hem de öz kaynak yöntemleriyle gerçekleştirebileceği gibi mevcut makro, mikro iktisadi koşullar ve işletmenin finansal durumu ile geleceğine bağlı şartların etkisiyle öz kaynak-borç finansman bileşkesini, istenilen oranlarda da belirleyebilmektedir.

Özetlemek gerekirse karma finansman yani borçlanma ve öz kaynak finansmanının aynı anda kullanıldığı modeller hem borçlanma hem de öz kaynak finansman araçlarını içeren daha dengeli finansman modelleri olarak değerlendirilmektedir (Covas ve Den Haan, 2012). Bu noktada eş zamanlı olarak yani aynı anda yatırım projesini desteklemekte kullanılan borçlanma ve öz kaynak finansmanları, özellikle öz kaynak yoğun ya da özellikle borçlanma finansmanı yoğun olarak belirlenebilmektedir (Denis ve McKeon, 2012). Öz kaynak odaklı ve yoğun karma finansman modellerinde genelde yatırım finansmanının yaklaşık yüzde 60 ve daha fazlası öz kaynak finansman araçlarıyla gerçekleşmektedir (Woolsey ve Schulz, 2010). Benzer şekilde borçlanma finansmanı odaklı ve yoğun yatırım finansmanı karma modellerinde ise yatırım bedelinin yüzde 60 ve daha fazlası borçlanma araçlarıyla finanse edilmektedir (Woolsey ve Schulz, 2010).

Tüm bu eş zamanlı öz kaynak-borç karma finansman yaklaşımlarının yanı sıra borçlanma finansmanı ya da öz kaynak finansmanı da kendi içlerinde karma bir yapı kazanabilmektedir (Morellec ve diğerleri, 2012). Örneğin işletme öz kaynak finansmanında sadece dışsal öz kaynak finansmanını tercih edebileceği gibi hem dışsal hem de içsel öz kaynak finansmanını aynı anda yürütebilmektedir. Böylelikle elde edilen sermaye artırımını sadece yatırım projesini finanse etmede değil aynı zamanda işletmelerde kâr payı dağıtımında da değerlendirilebilmektedir (Damodaran, 2010). Ya da benzer şekilde borçla finansman kullanımında sadece banka borcu değil aynı zamanda tahvil ihracı da gerçekleştirilebilmektedir.

Borçlanma finansmanında işletme finansmanını farklı farklı vadelerde olacak şekilde çeşitlendirebilmektedir (Diamond ve He, 2012). Örneğin kısa ve orta vadede yatırım masraflarının ve gereklerinin daha fazla olacağı durumlarda işletme, yatırımın büyük bölümünü daha çok kısa ve orta vadede borçlanma yoluyla finanse ederek, tek bir seferde uzun vadeli bir borcun yaratacağı faiz vb. masraflardan ve risklerden de kaçınabilmektedir. Bu hususta dikkat edilecek diğer bir konu ise yatırımın getirisinin dönemsel hareketi olmaktadır (Bachmann ve Bayer, 2011). Eğer işletme kısa ve orta vadede daha yüksek getiriler bekliyorsa çoğunlukla kısa ve orta vadede borçlanıp, yatırımın daha az bir bölümünü uzun vadede finanse ederek, toplamda yatırım maliyetlerini minimize edebilmektedir (Diamond ve He, 2012). Çünkü daha önce de belirtildiği üzere kısa vadeli borçlanma maliyetleri uzun vadeli borçlanma maliyetlerine oranla, risk ve belirsizliğin daha düşük

olması ve dolayısıyla risk priminin yani borç faizinin vadeyle doğru orantılı olması nedeniyle daha düşük gerçekleşmektedir.

Karma finansman modellerini benimseyerek işletmeler asimetrik bilgi probleminin yarattığı sorunları da en aza indirebilmektedir (Morellec ve Schürhoff, 2011; Hubbard, 2009). Çünkü asimetrik bilgi sorununun temelinde yatırımcının işletmeye duyduğu güvensizlik ve işletmeye dair belirsizlikler yer almaktadır. Oysaki işletmenin yatırım projelerini farklı kaynaklarla daha düşük miktarlarda finanse etmesiyle birlikte sermaye sağlayacak olan yatırımcı, kendi risklerini ve işletmeye ilişkin belirsizlikleri azaltarak yatırım yapmaya daha istekli hale gelebilmektedir. Durum böyle olunca finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesinden ötürü, ağırlıklı ortalamada işletmenin kullandığı tüm sermayenin birim maliyeti de düşmektedir. Çünkü işletme yatırımlarını tek bir yatırımcı ve tek bir finansman kaynağı aracılığıyla finanse edip yüksek faiz ya da kâr payı oranlarını kabul etmek durumunda kalırken, karma ve çoklu finansman ile daha düşük maliyetlere yatırım projeleri için gereken finansmanı bulabilmektedir.

Özetlemek gerekirse eş zamanlı karma finansman modellerinin faydaları şunlardır:

- Hem işletme hem de yatırımcı sermaye kaynaklarını çeşitlendirerek riski azaltmaktadır. Riskin azalmasıyla birlikte işletme açısından maliyetler de düşmektedir. Aynı zamanda finansman kaynağı bulmak kolaylaşmakta ve böylelikle hızlı hareket edilmesini gerektiren yatırım projelerinde gereken sermaye ivedilikle elde edilebilmektedir (Smith ve diğerleri, 2011; Eriotis ve diğerleri, 2011; Hull, 2012).
- İktisadi büyüme açısından değerlendirildiğinde ekonomik büyüme daha kolaylıkla desteklenebilmekte aynı zamanda sermayedarlar da daha kolay ve çabuk yatırım alanları bulabilmektedir (Covas ve Den Haan, 2012; Berger ve Schaeck, 2011). Özellikle günümüzde küreselleşmenin hızla artmasıyla birlikte gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ülkelerle rekabet edebilmesi için artık çok daha hızlı hareket etmesi, yüksek büyüme oranlarını hızlı bir şekilde yakalaması gerekmektedir. Bu da ancak yatırım faaliyetlerinin hızlı bir şekilde işleme konmasıyla ve dolayısıyla

gerekli sermayenin hızlı, kolay ve en ucuz olacak şekilde elde edilmesiyle mümkün olmaktadır (Czarnitzki ve diğerleri, 2011; Berger ve Schaeck, 2011).

- Karma modeller bir takım vergi avantajları da sağlamaktadır. Karma finansman modelleri sayesinde sadece öz kaynak finansmanının değil aynı zamanda borçlanma finansmanının sağlayacağı vergi avantajı ve diğer avantajlardan işletme kolaylıkla faydalanabilmektedir. Hatta işletme bu iki farklı finansman kaynağını birbirlerinin masraflarını karşılamakta da kullanabilmektedir (De Mooij, 2012).

Faydalarının yanı sıra karma finansman modellerinin bir takım maliyetleri ve dezavantajları da bulunmaktadır:

- Bazı maliyet kalemleri özellikle de yönetsel maliyet kalemleri ve işlem masrafları artmaktadır. Çünkü borçlanma finansmanında banka veya benzeri kuruluş kredili borç kullandırırken aynı zamanda her farklı kredilendirme kalemleri için ayrı ayrı işlem ücretleri almaktadır (Ball ve diğerleri, 2011). Benzer şekilde öz kaynak finansmanında da işlem masrafları gerekmektedir ve bu da işletmenin ilgili finansman maliyetlerini arttırmaktadır. Karma finansman modellerinin özellikle yüzdelerinin yatırım süresince sürekli güncellenmesi ve değiştirilmesi ki bu finansman yapısının değişmesi anlamına gelmektedir, söz konusu finansman maliyetlerini fazlasıyla arttırmaktadır.

Bu aşamada ayrıca belirtmelidir ki günümüzde küresel pazarlarda daha da yoğun rekabet yaşanmaya başlanmasıyla birlikte işletmelerin karma finansman modellerinin de ötesinde daha dinamik finansman kararları verebilmesi için daha farklı modellere ve yaklaşımlara ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır (Hasan ve diğerleri, 2011). Bu nedenlerle de yatırım süresince finansmanın karma yapısının sürekli değiştiği, açık olarak adlandırılan modeller geliştirilmiştir (Seydel, 2012).

Yukarıda söz konusu edilen eş zamanlı öz kaynak ve borçlanma karma finansman modellerinin yanı sıra yatırım süresince piyasa ve iktisadi koşullara göre öz kaynak ve borçlanmanın finansmandaki yüzdelerinin değiştiği karma modeller de işletmeler tarafından kullanılmaktadır (Hirshleifer ve Jiang, 2010). Böylelikle işletme düzenli olarak finansman



araçlarının ağırlığını değiştirerek kendilerini günümüzün fazlasıyla dinamik iş dünyasının ve finansal dünyanın koşullarına adapte edebilmekte ve yatırım maliyetlerini minimize edebilmektedir (Rice ve Strahan, 2010). Farklı piyasa koşullarında işletmelerin finansman kararları ve dolayısıyla yapıları da değişmektedir. Örneğin hisse senedi piyasasının yükselişe geçmesiyle birlikte yatırımcılar hisse senedi piyasasına girmeye daha istekli olacağından öz kaynak finansmanının tüm finansmandaki yüzdesi arttırılıp aynı anda kredili sermaye borcunun bir kısmı kapatılarak işletme finansman maliyetleri düşürülebilmektedir (Hirshleifer ve Jiang, 2010). Böylelikle hisse senedi pazarına yönelik talepteki artışla birlikte yatırımcılar, işletmeler daha düşük kâr payı ödemesi yapacak olmasına rağmen finansman sağlamaya istekli olacaktırlar (Polk ve Sapienza, 2009; Van Rooij ve diğerleri, 2011). Yatırım finansmanında risklerin ve belirsizliklerin azalmasıyla birlikte yatırımlardaki artış sebebiyle iktisadi gelişme de daha kolay sağlanabilmektedir.

Benzer şekilde bono ve tahvil piyasasında faizlerin yükselmesiyle birlikte işletme finansmanını öz kaynak finansmanı yoğun hale getirebileceği gibi faizlerin düşmesiyle birlikte daha yoğun kredili borçlanmayı tercih edebilmektedir (Polk ve Sapienza, 2009; Van Rooij ve diğerleri, 2011). Bu tarz daha dinamik finansman modelleri açık modeller olarak tanımlanmaktadır. Çünkü işletme finansman ağırlıklarını değişime açık tutup gerekli yerlerde müdahale ederek, finans piyasalarındaki olası tehditleri bertaraf edebilmekte ve benzer şekilde fırsatları da yakalayabilmektedir. Ancak karma finansman modelleri için geçerli olan işlem masrafları ve benzeri yönetim maliyetleri de klasik finansman yaklaşımlarına göre daha yüksek olmaktadır (Bischi ve diğerleri, 2013). Aslında bunun nedeni de açık bir şekilde daha dinamik bir şekilde finansman yönetimi yapılmasından ötürü finansmanla ilgili maliyet kalemlerinin sürekli olarak yüklenilmek zorunda kalınmasıdır.

Benzer şekilde küresel pazarlarda faaliyet gösteren pek çok işletme çeşitli ve farklı birçok yerel pazarda değişik yatırım projelerine yönelmişlerdir (Verbeke, 2013). Her yerel pazarda ekonomik, sektörel şartların ve finansman koşullarının birbirinin aynı olmaması nedeniyle farklı coğrafyalar arasında işletmenin yatırım finansman metotları farklılaşabilmektedir (Sorge, 2011; Ahsan ve Gunawan, 2010). Bu noktada işletmelerin tüm küresel yatırım portföyü dikkate alınarak bakıldığında daha dinamik ve karma finansman metotları izledikleri görülmektedir. Küreselleşme işletmeler için faaliyette bulunabilecekleri yeni pazarlar açmasının yanı sıra yeni ve daha uygun finansman seçenekleri de sunmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde ekonominin daha istikrarlı olması sonucunda faiz oranları hem daha öngörülebilir hem de daha düşük olmaktadır. Aynı zamanda enflasyonun da düşük olması, faiz oranlarına dair belirsizliği de ortadan kaldırmaktadır (Alam ve Uddin, 2009). Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde ise sermaye girişinin daha yoğun olması sebebiyle bu pazarlarda yatırım projelerini desteklemek için daha ucuz sermaye bulunabilmektedir (Türk, 2010). Kısacası aynı işletmenin yatırım portföyünde yer alan farklı yatırım projeleri için farklı karma finansman yaklaşımları izlenebilmektedir.

Tüm bunların yanı sıra çalışmanın ilerleyen bölümlerinde belirtileceği üzere, işletmenin kendi finansal yapısına uygun olacak yatırım projelerinin finansman yapısı da diğer benzer işletmelerden farklılaşabilmektedir (Spasić, 2010). Aynı sektörde faaliyet gösteren farklı işletmeler ilgili endüstrinin tabi olduğu yatırım finansman koşullarına bağlı olarak da finansman yapısını belirleyebilmektedir (Jacoby ve Saulnier, 2011). Örneğin tarım üreticileri açısından borçlanma ağırlıklı karma finansman yöntemleri izlenirken, bankacılık gibi finans sektörlerinde hem borçlanma hem de öz kaynak finansmanı eşit oranlarda finansman modellerine dâhil edilmektedir.

Finansal literatürde özellikle son dönemde borç/öz kaynak oranları işletmenin yatırım finansmanında kullanacağı karma modelde hangi finansman yönteminin izlenmesi gerektiğine yönelik yol göstermektedir (Covas ve Den Haan, 2012; de Jong ve diğerleri, 2011; Hull, 2011). Örneğin borç/öz kaynak oranının yüksek olması, işletmenin yatırım finansmanında daha çok öz kaynak finansmanına yoğunlaşması gerektiğini göstermektedir. Böylelikle işletme, aynı zamanda finansal yapısını daha dengeli bir hale getirebilmektedir.

Kısacası günümüz işletmeleri açısından sadece tek bir finansman yaklaşımının benimsenmesi, küreselleşmenin yarattığı rekabet koşullarıyla rekabet edecek şekilde büyüme ve yatırım gerçekleştirilmesine yeterli olmamaktadır (Betz, 2011). Dolayısıyla işletmeler daha dinamik, değişime açık ve günümüz iş koşullarıyla uyum sağlayabilecek şekilde yatırım finansman kararlarını belirlemektedirler (Covas ve Den Haan, 2011). Böylece rekabetin yoğun olduğu bu küresel pazar koşullarında kaynak yönetiminin başarılı bir şekilde gerçekleştirilmesiyle yatırım projeleri daha etkin bir şekilde finanse edilebilmektedir (Gatti, 2012).

## BÖLÜM II. YATIRIMIN ve FİNANSMANIN BELİRLEYİCİLERİ

Küreselleşmeyle birlikte iş dünyasının giderek daha rekabet yoğun hale gelmesi, arz yerine talebin üretimi ve işletme kararlarını etkilemesi, bilgi teknolojilerinin ve sosyal medyanın tüketiciye ve küresel pazarlara erişimi kolaylaştırması, işletmenin her türlü faaliyetlerini etkilediği gibi yatırım ve büyümeye dair stratejik kararları olan yatırım ve özellikle finansman kararlarını da etkiler hale gelmiştir. Bu noktada işletmenin temel fonksiyonları olan yönetim, yatırım ve finansman kararları önem kazanır hale gelmektedir. İşletmelerin yatırım kararları, esas amaçları olan sürekli olarak piyasa değerini maksimum yapma hedefiyle büyümeleri için en önemli kararlar olmaktadır. Öte yandan bu yatırımları en az maliyetle finanse etmekte önemli hale gelmektedir. Çünkü işletmeye piyasa değeri maksimizasyonu noktasında katılan değer yatırımın getirisi ile maliyeti arasındaki fark kadar olmaktadır. Durum böyle olunca işletmenin yatırım finansmanına dair kararları da daha dinamik ve karma bir hal almaya başlamıştır (Schularick ve Steger, 2010; Amiram, 2012).

Çünkü tüm bu değişimlerin temelinde hem yerel hem de küresel ekonomideki değişimler, sektör yapısı ve özellikleri ve de en önemlisi işletmenin kendine özgü yönetsel ve finansal duruşu yer almaktadır. Dolayısıyla tek bir yatırım finansman yaklaşımına odaklanarak hareket etmek artık işletmelerin rekabet avantajı elde edecek şekilde hareket etmesine olanak vermemeye başlamıştır.

İlk bölümde belirtildiği üzere işletme faaliyetleri ve yatırım finansmanı borçla, öz kaynak ile yada her ikisini eş zamanlı içeren karma finansman yaklaşımları ile yapılabilmektedir. Bu finansman yaklaşımlarının tercihinde önemli unsurlar olarak yer alan faktörler makro, sektörel ve mikro faktörler olarak ele alınabilir. İşletmelerde yatırım finansman tercihini etkileyen sabit sermaye yatırımları, çalışma sermayesi yatırımları, gider kalemi olarak temettü dağıtımı, fırsat maliyeti ve makroekonomik göstere olarak faiz oranları ve firmaya özgü net kâr gibi değişkenler mevcuttur. Bunlardan ekonomik büyüme, faiz oranları ve enflasyon vb. makro faktörler; sektörün yapısı, ithalat-ihracat, rekabet vb. sektörel faktörler; işletmeye özgü faktörler ise mikro faktörler olarak incelenecektir.

## 2.1. Makro Faktörler

Soğuk Savaş sonrası dönemde küresel ekonomi liberal piyasa koşullarının benimsendiği, rekabetin öne çıkarıldığı bir dönem yaşamaya başlamıştır. Sadece yerel ekonomilerdeki piyasalar liberalleşmemiş aynı zamanda serbest ticaretin desteklenmesiyle tüm dünya ekonomisindeki piyasaların tümünden liberalleşmesi hedeflenmiştir (Castells, 2011). Dünya ekonomilerinin liberalleşmesiyle birlikte finansal sistemlere fon desteği sağlanmış, gelişmiş Batılı ekonomiler geliştirmekte olan Asya ülkelerinin, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinin liberal piyasa prensiplerini benimsemesi için uğraşmıştır. Durum böyle olunca da yerel üreticilerin ve işletmelerin yatırıma yönelmesi desteklenmiştir. Elbette tüm bu radikal değişimler özellikle de geliştirmekte olan ülkelerde yatırım finansman kararlarını yüksek oranlarda etkilemiştir. Benzer şekilde gelişmiş olan ülkelerin işletmeleri ticaretin serbestleşmesiyle birlikte yeni ve geliştirmekte olan pazarlara yatırım yapabilme imkânı bulabilmişlerdir.

Tüm bunların yanı sıra finansal sistemlerin gelişmesi, yeni finansal araçların ortaya çıkması, en önemlisi de bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesiyle birlikte hem finansal piyasalarda fon arz eden hem de talep eden yatırımcı oranı artmıştır (Coleman ve Robb, 2009). Ayrıca yerel finansal sistemlerin birbirleriyle elektronik ağlarla bağlanması fon ve sermaye akışını hızlandırmış ve fazlasıyla arttırmıştır. Özetlemek gerekirse son 50 yılda hem yerel hem de küresel boyutta ekonomide meydana gelen değişimler, teknolojiye ilerlemeler, liberalleşmenin ve küreselleşmenin tüm dünyaya yayılması işletmelere dair her türlü süreç ve operasyonu fazlasıyla değiştirmiştir (Smith ve diğerleri, 2011). Sonuçta yatırım seçeneklerinin artması, yatırım için gereken sermayenin daha kolay elde edilebilir olması ve dolayısıyla finansman kaynaklarının çoğalması yatırım finansman kararlarını da etkilemiştir.

### 2.1.1. Ekonomik Büyüme

Makro iktisadi göstergelerdeki düzelmelerle birlikte yatırım finansman maliyetleri de azalmış ve işletmeler hem yerel hem de küresel pazarlarda daha fazla yatırım yapmaya

başlamışlardır. Reel ekonomide üretimin artmasıyla birlikte ekonomik büyüme oranları, hem yerel hem de küresel pazarlarda yerel üretime olan talebin de artmasıyla son 50 yılda özellikle gelişmekte olan ekonomilerde fazlasıyla yükselmiştir (Philippon ve Reshef, 2012). Gelişmekte olan ekonomilerde, yerel ekonomilerin yanı sıra küresel pazarların daha da gelişmesiyle birlikte ithalat, ihracat ve doğrudan yatırım aracılığıyla yüksek oranlarda büyüme gerçekleşmiştir. Kısacası 1980'lerden itibaren özellikle gelişmekte olan ekonomiler yüksek büyüme oranlarını yakalamayı başarmışlardır (Philippon ve Reshef, 2012).

Son 50 yıllık ekonomideki hızlı büyüme, aynı zamanda finansal piyasaları da canlandırmıştır (Mayer ve diğerleri, 2011; Brunnermeier ve Pedersen, 2009). Büyümenin uzun vadede sadece yüksek yatırım yapılarak gerçekleştirilebileceği dikkate alındığında fon ve sermaye piyasalarına olan talep yatırımı desteklemek için artmıştır. Artan fon talebiyle birlikte, fon ve sermayenin arzı sabit kabul edildiğinde, en azından kısa vadede faiz oranları yükselmeye başlamıştır (Gupta ve Yuan, 2009). İktisadi büyümeyle birlikte hisse senedi piyasaları da yükselişe geçmiştir. Bu noktada iktisadi büyümenin faizleri yukarı yönlü harekete zorlayan baskısı en azından kısa vadede dikkat çekmektedir (Hou ve Cheng, 2010). Durum böyle olunca borçlanma maliyetlerindeki artış işletmeleri yatırımlarını daha yoğun olarak öz kaynak aracılığıyla finanse etmeye yönlendirmiştir.

Aynı zamanda yatırımcıların küresel ve yerel ekonomilerin büyüme oranlarına dair gelecek beklentilerini pozitif yönde belirlemesiyle birlikte, hisse senedi piyasasına olan yatırımlar da artmıştır (Hou ve diğerleri, 2011). Neticede fonların yoğun olarak hisse senedi piyasalarına yönelmesiyle birlikte öz kaynak finansman yöntemi işletmeler tarafından daha da tercih edilir hale gelmiştir (Polk ve Sapienza, 2009). Diğer taraftan hisse senedi piyasalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde spekülasyonlara karşı daha hassas olması nedeniyle 1980'lerden itibaren meydana gelen makro iktisadi, sektörel ve finansal krizler özellikle ilk başlarda hisse senedi piyasalarını olumsuz etkileyerek kriz dönemlerinde işletmelerin yatırım finansmanı kaynaklarından birinin neredeyse kullanılamaz hale gelmesine neden olmuştur (Carmassi ve diğerleri, 2012). Aynı zamanda krizlerin etkisiyle ve reel ekonomideki büyümenin yavaşlamasıyla birlikte tasarrufların azalması kredili borçlanma piyasalarını da olumsuz etkilemiştir (Chang ve diğerleri, 2010).

Kısacası reel ekonomideki büyümenin artışı finansman maliyetlerini azaltırken, finansman için gereken sermayenin kolaylıkla bulunmasını destekleyerek yatırımları kolaylaştırmaktadır. Ancak kriz sonrası dönemlerde reel ekonomideki küçülme diğer iktisadi ve finansal göstergelerdeki değişimlerle birlikte finansman kaynaklarının azalmasına ve maliyetlerin de artmasına neden olmaktadır (Gertler ve diğerleri, 2012).

1980 sonrası dönemde gerçekleşen kurumsal skandallar ve işletme yönetimlerinin yatırımcıların sağladığı öz kaynakları yatırımlar için değil de kendi kişisel çıkarları için kullanmaları sonucunda sektörel krizler gelişmiştir (Giroux ve Cassell, 2011). Örneğin 2000'lerin başında gerçekleşen bilgi teknolojileri firmaları ve girişimlerini olumsuz etkileyen “dot-com balonu” olarak adlandırılan, Cisco firmasının hisse değerini %86 azaltan, Amazon.com'un hisse fiyatını 107 dolardan 7 dolara geriletken kriz sonucunda çoğu yatırımcının beklentilerinin olumsuz etkilenmesiyle, öz kaynak finansman yaklaşımının maliyetleri de risklerle birlikte artmaya başlamıştır. Çünkü krizle beraber bir çok sermaye piyasası yatırımcısının fonları erimiş, piyasadaki likidite azalmış ve maliyetler artmıştır. Kısacası reel büyümedeki düşüş, ekonomideki dalgalanmalar ve en önemlisi de kurumsal yönetim ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları öz kaynak finansmanının işletmeler tarafından başarılı bir şekilde değerlendirilmesini dönem dönem olumsuz etkilemiştir (Morellec ve Schürhoff, 2011). Benzer şekilde ekonomik krizlerle birlikte yüksek oranlarda spekülasyon fon çıkışı faizlerin yükselmesine neden olarak yatırım finansmanlarının maliyetini daha da arttırmaktadır. Durum böyle olunca ekonomideki küçülme ve sonrasında yatırımın sürdürülebilir olamaması, ekonomideki darboğazı daha da ciddi hale getirmektedir.

Özetle yatırım finansman yaklaşımı ne olursa olsun ekonomideki büyüme, yatırımcıların geleceğe yönelik beklentilerinin daha olumlu şekillenmesini sağlayıp daha fazla tasarrufun spekülasyon vb. operasyonlar yerine reel ekonomiye yönelmesine olanak sağlayarak yatırım maliyetlerini düşürmektedir (Smith ve diğerleri, 2011). Diğer taraftan ekonomideki daralma ve devamında ekonomik krizler, sermayedarların reel ekonomide yatırım yerine daha güvenli bulunduğu finansal araçlara yönelmesine neden olarak finansman maliyetlerini arttırmaktadır. Bu noktada maliyet artışı hem piyasada azalan fon miktarı yani azalan arz hem de artan belirsizlikler ve riskler nedeniyle olmaktadır.

İşletme açısından değerlendirildiğinde ise, ekonomideki büyümenin öz kaynak ve borçlanma finansman metotlarına olan farklı etkilerine bağlı olarak bir finansman metodu diğerine dönem dönem tercih edilebilmektedir (Covas ve Den Haan, 2012; Covas ve Den Haan, 2011). Ekonomik büyümenin hisse senedi piyasalarına, işletmenin satışlarına ve net kârına ve faiz oranlarına etkisine bağlı olarak kısa, orta ve uzun vadede yatırım projelerinin finansmanı değişebilmektedir. Ekonomideki büyümenin yarattığı olumlu gelişmeler ve etkiler genelde ilk olarak hisse senedi piyasalarına ve faiz oranlarına yansımaktadır (Done ve diğerleri, 2011). Ancak ekonomideki olumlu havanın işletmenin net kârına yansması biraz daha zaman alabilmektedir çünkü kâr faaliyet sonrasında elde edilmektedir ve ekonomideki olumlu gelişmelerin maliyetleri azaltarak satışlara yansması gecikmeli olarak gerçekleşmektedir. Durum böyle olunca yatırım finansmanı kısa vadede dışsal öz kaynak ve borçlanma faizleri ile gerçekleştirilirken, orta ve uzun vadede işletmenin kendi net kârındaki artış sonucu içsel öz kaynak finansmanı ile devam ettirilebilmektedir.

Özetle ekonomideki büyüme, küçülme ya da krizler hem sermayedarların hem de işletmelerin yatırım kararlarını ve maliyetlerini etkileyerek finansman tercihleri üzerinde fazlasıyla etkili olmaktadır. İktisadi büyüme ve büyümeyi etkileyen gelişmeler dikkate alındığında en önemli husus sermayedarların beklentileri olarak öne çıkmaktadır. Beklentilerin doğru yönlendirilmesiyle birlikte ekonomideki kriz ve küçülme durumları da kolaylıkla çözüme kavuşturularak kriz süresi kısaltılabilmekte, işletmenin yatırımları için gerekli olan finansmanın sağlanmasını kolaylaştırmaktadır (Dolls ve diğerleri, 2010). Bu noktada özellikle öz kaynak finansmanında en önemli husus işletme yönetiminin güvenilirliği olmaktadır. Geçmişte borçlanma finansmanı için daha fazla güvenilirlik önem arz ederken, kurumsal kriz ve skandallar sonucu özellikle öz kaynak finansmanında güvenilirlik önem kazanmaya başlar hale gelmiştir.

### **2.1.2. Finans ve Bankacılık**

Finansal sistem özellikle son 20 yılda büyük gelişme göstermiştir. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte herhangi bir tasarruf sahibi kolaylıkla sermaye piyasasına erişerek işlem yapabilmekte, bunun sonucu olarak da son yıllarda finansal piyasalarda yüksek oranlarda sermaye birikimi olmaktadır (Castells, 2011). Özellikle bilgi

paylaşımının desteklenmesi örneğin Türkiye de Kamuyu Aydınlatma Platformu gibi siteler aracılığı ile bilginin kamuya paylaşılması ile birlikte finansal piyasalar, hisse senedi piyasaları daha etkin olmaya başlamış ve dolayısıyla spekülâtif etkenlere daha kapalı hale gelmeye başlamıştır. Durum böyle olunca da özellikle dışsal öz kaynak finansmanı, sermaye piyasalarında artan etkinlik sonucunda finansman maliyetinin de düşmesiyle birlikte işletmeler tarafından daha yoğun bir şekilde tercih edilir olmuştur.

Benzer şekilde bankacılık sistemindeki düzenlemeler özellikle BASEL kriterleri ile birlikte para piyasalarının daha güvenli hale gelmesi ve daha az risk içermesiyle birlikte özellikle küçük ölçekli tasarruf sahipleri tarafından daha çok tercih edilmiş, sonuçta da faizlerin düşmesiyle birlikte işletmeler yatırım finansmanı olarak kredili borçlanmayı tercih eder olmuşlardır. Son 20 - 30 senede gerçekleşen bilgi teknolojilerindeki gelişmeler sadece finansal piyasaları tasarruf sahipleri açısından daha ulaşılır hale getirmemiş aynı zamanda bilgi ve verinin kolay ulaşılır ve ucuz olmasıyla birlikte sermayedarların finansal sisteme ve bankacılık sistemine olan güvenlerini de arttırmıştır.

Ancak bu hususta, benzer şekilde ekonomik büyüme için geçerli olduğu gibi, güvenilirlik ve sermayedarların beklentileri de finans ve bankacılık sistemini olumlu ya da olumsuz etkilemiş, dolaylı olarak da yatırım finansmanını işletmeler için kolaylaştırmış ya da zorlaştırmıştır. Özellikle 2007'den beri dünya ekonomisini olumsuz etkileyen küresel finansal kriz reel büyümeyi zora sokmuş, sermayedarların değerli madenlere özellikle de altın gibi daha güvenilir tasarruf araçlarına yönelmesine neden olmuş ve sonuçta yatırım finansmanı için fon arzının azalması sonucunu doğurmuştur (Sun ve diğerleri, 2011). Bunun temelinde de finansal kurum ve bankaların, spekülâtif ve riskli yatırımları desteklemesi neden olarak görülmektedir. Bir başka deyişle ekonomideki asimetrik bilgi sorunu, teknolojideki ve bilgi paylaşımındaki son dönemlerdeki artışa rağmen halen devam etmektedir. Bunun sonucunda da yatırım finansman süreçleri kesintiye uğramakta, maliyetler artmakta ve işletmeler mecburen sadece içsel öz kaynak finansmanı ile yatırımlarını sürdürmeye çalışmaktadırlar.

Yerel finansal piyasaların birbirleriyle çok-uluslu bankalar aracılığıyla bağlantılı olması, ABD'de patlak veren finansal ve sonrasında ekonomik krizin aynı zamanda diğer Batılı ve Avrupa ekonomilerinde de olumsuz sonuçlar doğurmasına hatta reel ekonomiyi



fazlasıyla etkilemesine neden olmuştur. Bu da göstermektedir ki her ne kadar finansal sistem ve bankacılık sistemi teknoloji ve küreselleşmedeki gelişmelerle birlikte daha etkin, daha rekabetçi sistemler ve pazarlar oluşturmalarına rağmen yatırım finansman araçlarını ve finansal sistemleri yerel sistemsel sorunlara daha açık hale getirmiştir.

Özetlemek gerekirse finansal sistem ve bankacılık sisteminin yatırım finansman kararlarına olan etkileri günümüzde daha da artmış ve reel ekonomideki büyüme için de geçerli olduğu gibi işletmelerin, finansal kuruluşların ve bankaların güvenilirliği finansman maliyetlerini ve gereken sermaye miktarını en fazla etkileyen faktör olarak ön plana çıkmıştır. Sonuçta yatırımların özellikle uzun vadede desteklenebilmesi güçlü, sağlıklı ve spekülasyonlardan uzak finansal ve bankacılık sistemlerinin geliştirilmesiyle mümkün olmaktadır. Bu amaçla yerel düzeyde finansal ve bankacılık sistemlerinin denetlenmesine ek olarak küreselleşen finansal sistem ve fon arzları sonucu, küresel düzeyde denetim mekanizmaları ve uluslararası kuruluşlar düzenlenmeye başlanmıştır. BASEL I, II, III kriterleri gibi düzenlemeler özellikle küresel düzeyde çok-uluslu bankaların faaliyetlerini düzenlemek ve tekrardan benzer küresel finansal krizlerin ortaya çıkmasını engellemek amacıyla geliştirilmektedir. Sonuçta sermayedarların ve tasarruf sahiplerinin finansal sisteme olan güveninin artmasıyla birlikte tekrardan dışsal öz kaynak ve borçlanma finansmanının maliyetleri düşebilmekte ve dolayısıyla yatırımların desteklenmesine olanak sağlanmaktadır.

Tüm bunlara ek olarak finans ve bankacılık sistemindeki problemler her ne kadar dışsal yatırım finansmanını ilgilendiriyorsa da esasında dolaylı olarak içsel finansman kaynağı olan içsel öz kaynak yaklaşımını da olumsuz etkilemektedir (Edmans ve Liu, 2011; Almeida ve diğerleri, 2011). Özellikle makro reel ekonomi ile finansal sistemin giderek daha da birbiriyle ilişkili olması sonucunda finansal küresel krizler reel ekonomide daralma, işsizlik vb. problemler yaratarak işletmelerin net kârlarını olumsuz etkilemekte ve dolayısıyla da kendi kaynaklarını kullanarak yatırımlarını finanse etmesini zorlaştırmaktadır. Kısacası finans ve bankacılık sistemlerinin reel ekonomiyle olan bağlantısı yatırım finansman kararlarını daha da karmaşık ve dinamik bir hale getirmektedir.

### 2.1.3. Küresel Pazar

Soğuk Savaş sonrası dönemde küreselleşme liberal piyasa koşullarının daha kolay küresel ekonomiye entegre edilmesini sağlamıştır. Küreselleşmeyle birlikte yerel piyasalara giriş kolaylaşmış, içsel ve dışsal rekabet artmış ancak aynı zamanda işletmelerin yatırım fırsatları fazlalaşmıştır. Bunlara ek olarak en önemlisi küreselleşme ve küresel pazarın gelişimiyle birlikte sermayedarların ve büyük ya da küçük ölçekli bütün tasarruf sahiplerinin büyük finansal piyasalara erişim fırsatı doğmuş ve de giderek artmıştır. Fon ve sermaye piyasalarında arzın artmasıyla birlikte yatırımların finansmanı kolaylaşmış ve aynı şekilde maliyetler düşmeye başlamıştır.

Küreselleşmenin reel ekonomiye etkisi dikkate alındığında ise, ekonomiler arasındaki etkileşimi güçlendirmiş ve gelişmiş ekonomiler geliştirmekte olan ekonomilere daha kolay erişim elde ederek bu ekonomilerin daha etkin piyasalardan oluşmasına yardımcı olabilmişlerdir (Obstfeld, 2009). Küreselleşme böylelikle sadece finansal boyutta değil aynı zamanda iktisadi boyutta da yatırım finansmanı koşullarını işletmeler açısından kolaylaştırmıştır.

İki temel finansman yaklaşımı yani öz kaynakla finansman ve borçla finansman açısından küreselleşmenin etkisi ayrı olarak incelendiğinde görülmektedir ki borçlanma maliyetleri kolaylıkla daha düşük olarak belirlenebilmektedir (Denis ve McKeon, 2012; Margaritis ve Psillaki, 2010; Berk ve diğerleri, 2012). Aslında bu durum bakıldığında geliştirmekte olan ülkeler açısından olumlu etkiler yapıp faiz oranlarını bir miktar aşağı çekmiştir çünkü küresel pazar şartları her ne kadar rekabet açısından daha zor olsa da istikrarı daha fazla olan ekonomilerle entegre olmak piyasa güvenilirliğini ve daha önce de belirtildiği üzere etkinliği artırmıştır. Öyle ki işletme hem yerel hem de küresel pazarlardaki finansal sisteme erişim kazanarak, yerel pazardaki mevcut faiz oranlarından daha düşük oranlarda diğer finansal piyasalarda borçlanabilmektedir. Ayrıca öz kaynak finansmanı açısından bakıldığında, örneğin Türkiye’de faaliyet gösteren yerel ekonominin başarılı işletmeleri, NYSE gibi dünyanın en etkin ve rekabetçi hisse senedi pazarlarına kote olarak küresel pazarlardan da finansman kaynağı sağlayabilmektedirler.

Her ne kadar küreselleşmeyle birlikte işletmeler yatırımlarını finanse edebilmek için daha fazla olanak elde edebiliyor ve işletmenin yatırım finansmanını sadece yerel değil, küresel boyutta da minimize edebiliyorlarsa da, bu aynı zamanda işletmenin yatırımlarını ve yatırım finansmanını çok daha fazla oranlarda ve daha çeşitli risklere ve belirsizliklere de maruz bırakmaktadır. İlk olarak sadece yerel ekonomideki büyümeyi etkileyen faktörler değil aynı zamanda küresel ekonomideki büyümeyi etkileyen faktörler de finansman maliyetlerini arttırabilmektedir. Ayrıca işletmenin sorumluluğu sadece yerel yatırımcıya karşı olmamakta buna ek olarak küresel düzeyde sorumlu olduğu sermayedarlar da artmaktadır (Schularick ve Steger, 2010). Bununla bağlantılı olarak en önemlisi de işletme hem borçlanma finansmanında hem de öz kaynak finansmanında çok daha çeşitli ve fazla düzenleme ile finansal ve iktisadi kurallara tabi olmaktadır. Bu da sonuçta işletmenin yönetim vb. operasyon masraflarını da arttırmaktadır.

Diğer taraftan işletmeler finansman kararlarını karma bir model dâhilinde hem en az riski hem de en az maliyeti içerecek şekilde düzenleyerek ve küresel pazardaki değişimlere uyumlu olacak şekilde finansman metotlarını güncelleyerek tüm bu küresel ve yerel pazarların yaratacağı riskleri minimize edebilmektedir (Damodaran, 2010). Her ne kadar işletme sadece yerel ekonomideki risklere maruz kalmamakta ve küresel boyutta kur riski gibi daha ciddi risklerle karşı karşıya kalabileceksede doğru bir şekilde yatırım finansman portföyünün oluşturulması işletmenin yönetim ile ilgili sorunlarını halletmesiyle mümkün olabilmektedir (Smith ve diğerleri, 2012).

Kısacası küreselleşme ve dünya ekonomilerinin giderek tek bir büyük küresel pazar haline gelmesi, işletmeler için ister faaliyetlerini sürdürdükleri ülkede ister iş yaptıkları piyasalarda olsun yatırım finansmanını sağlayabilecekleri pek çok farklı finansal kaynak ortaya çıkarmıştır. Böylelikle artan kaynaklar sayesinde çeşitlendirme ve maliyetleri düşürme imkânı vermişse de bunun yanında işletmelerin yatırım finansmanını uzun vadede küresel boyutta risklere duyarlı hale getirmiştir. Ancak yukarıda da belirtildiği üzere doğru yatırım finansman modellerinin geliştirilmesi ve küresel pazardaki tehditlere doğru zamanda müdahale edilip, doğru zamanda fırsatların yakalanması ile birlikte yatırım finansmanının en düşük maliyetlerde gerçekleştirilebilmesi mümkündür. Örneğin işletme faiz oranlarının daha düşük olduğu finansal piyasalardan borçlanarak ya da öz kaynak finansmanında daha etkin yerel hisse senedi piyasalarını tercih ederek maliyetleri kolaylıkla düşürebilmektedir.

Benzer şekilde kur farklarını kullanarak gene daha düşük maliyetlerle finansman sağlamak mümkün olabilmektedir. Bu hususta önemli olan işletmelerin finansman kararlarını günümüz küresel pazar koşullarını dikkate alarak verebilmesidir (Berk ve diğerleri, 2012).

#### **2.1.4. İthalat-İhracat**

Makro düzeyde yatırım finansman kararlarını etkileyen diğer bir faktör ithalat-ihracat seviyeleri olmaktadır. Küreselleşme ile bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler genel olarak yerel ekonomileri olumlu olarak etkileyen faktörlerdir. Ancak küreselleşmenin ve teknoloji gibi faktörlerdeki gelişmelerin yerel ekonomiye ve yerel pazarlara ne ölçüde entegre edilebildiği, ekonominin dış ticaret aracılığıyla küresel ekonomiye ne kadar entegre olabildiğine göre değişmektedir. Neredeyse dünya üzerindeki bütün işletme ve ekonomiler, küresel ekonominin yarattığı rekabet arttıran koşullara maruz kalmaktadır. İşte bu noktada yerel ekonominin ve işletmelerin dış ticaret potansiyelleri bu zorlukları aşmada birincil etken olmaktadır. Ancak yerel ekonominin, sektörlerin ve işletmelerin bu rekabet koşullarına ne kadar uyum sağladığı ekonomiden ekonomiye göre değişebilmektedir.

Makro düzeyde ülke ekonomisinin küresel ticarete daha yüksek oranlarda adapte olması, o ülkede faaliyette bulunan işletmelerin küresel pazarlarda daha yüksek oranlarda ve daha düşük maliyetlerde finansman bulabilmesini sağlamaktadır. Örneğin ABD, dünyanın uluslararası ticarete en fazla adapte olmuş, gelişmiş ekonomilerinden biridir ve en önemlisi de ABD'nin küresel pazarlardaki bu etkinliği ABD'nin neredeyse dünya üzerindeki her bir ekonominin birincil ticaret ortağı olmasını da sağlamaktadır. Bu durumda da ABD'li bir işletme, ister ithalat-ihracat yapsın isterse yapmasın, kolaylıkla ve en az maliyetle yatırım finansman kaynağı bulabilmektedir. Bu da göstermektedir ki ülke ekonomisinin küresel ticarete olan adaptasyon oranının yüksekliği, dışsal finansman kaynağı sağlayacak sermayedarlara, işletmenin finansal yapısı ile yatırımlarının kalitesi ve güvenilirliği hakkında sinyal vermektedir.

Bunun yanı sıra, bir ülkede ithalat-ihracat faaliyetlerinin yoğun olması, ülke ekonomisinin daha da büyümesine olanak sağlamaktadır. İthalat ve ihracatın yüksek rakamlarda gerçekleşmesi ile birlikte yerel pazardaki fon ve sermaye miktarı daha yüksek

olarak gerçekleşmekte ve daha aktif finansman yapısı geliştirilebilmektedir (Barışık ve etintaş, 2009). Böylelikle lke ekonomisi ihracatını yüksek tutarak, işletmelerin krliliklerini küresel pazarda arttırması için gereken koşulları da sağlamaktadır.

Öte yandan diğer makro düzeydeki faktörlerde geçerli olduğu gibi ithalat-ihracat faaliyetlerinin yoğun olması işletmeleri daha farklı risklere karşı da açık ve duyarlı hale getirmektedir. Öyle ki sadece ithalat-ihracat üzerine odaklanmış bir ekonomi, küresel pazardaki krizlerden çok daha yüksek oranlarda etkilenebilmektedir. Bu durum da sonuçta yerel üreticilerin kriz zamanlarında yatırım finansmanı bulabilmelerini zora sokabilmektedir (Uygur, 2010). Günümüzde özelikle 2000'lerin ilk 10 yılının son dönemlerinden beri etkili olan küresel finansal kriz özellikle uluslar arası ticarete en yüksek düzeyde entegre olmuş ABD, Avrupa ekonomileri gibi gelişmiş ekonomileri daha yüksek oranlarda etkilemiştir (Levchenko ve diğerleri, 2010). Bu etkilenme sonucu gelişmiş ekonomilerin hem finansal sistemleri hem de reel ekonomileri büyük oranlarda daralma yaşamış, çoğu Batılı işletme yatırımlarını finanse edememenin yanı sıra işletme faaliyetlerinde de klmeye tabi olmuştur. Bu da içsel finansman kaynaklarını dahi olumsuz etkilemiştir.

## **2.2. Sektörel Faktörler**

Makro iktisadi düzeydeki faktörlerin yanı sıra işletmenin içinde yer aldığı sektöre özgü koşullar da işletmenin yatırım finansmanının özelliklerini etkileyebilmektedir (Dushnitsky ve Shapira, 2010; Starks ve Wei, 2013). Endüstrideki ya da sektördeki rekabet yapısı, fiziki sermaye ve teknoloji faktörlerinin yoğunluğu, pazarın büyüklüğü ve endüstriye dair asimetrik bilginin varlığı işletmelerin yatırım finansmanına dair tercihlerinde etkili olan belli başlı faktörler olarak değerlendirilmektedirler.

### **2.2.1. Sektör Yapısı**

İşletmelerin faaliyette bulunduğu sektörün özelliklerine göre, sektöre ve üretilen ürün ya da sunulan hizmetin özelliklerine göre finansman kararları değişebilmektedir. Özellikle sabit maliyetlerin yüksek olduğu imalat sektöründe işletmeler daha uzun vadeli yatırımlara

ve dolayısıyla daha uzun vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç duydukları için öz kaynak finansmanını borçlanma finansmanına tercih edebilmektedirler (Dushnitsky ve Shapira, 2010; Starks ve Wei, 2013). Benzer şekilde sektörün yapısına ve geleceğine dair beklentiler de finansman kararlarını kolaylaştırabilmekte ya da zorlaştırabilmektedir (Almeida ve diğerleri, 2011; Ali ve diğerleri, 2009).

Sabit maliyetlerin yoğun olduğu ileri teknoloji kullanan imalat işletmelerinde uzun vadeli yatırım finansman kararları verilmesinin gerekliliği bu işletmeleri öz kaynak finansmanına yönlendirirken, değişken maliyetlerin daha yoğun olduğu tekstil, gıda gibi sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler ise kısa ya da orta vadeli finansman metotlarını dikkate almaktadırlar (Carpentier ve Suret, 2012). Sektörün ve ürün veya hizmetin yapısından kaynaklanan maliyet hususlarının yanı sıra gelirlerdeki dönemsellik de işletmeleri yatırım finansman kararlarını vermede farklılaştırabilmektedir (Vukoje ve Dobrenov, 2011). Örneğin tekstil ve gıda sektörlerindeki işletmeler yatırımın sağlayacağı getiriye orta vadede elde etmeye başlarken, teknoloji gibi yüksek yatırım gerektiren sektörlerde genelde yatırımın geri dönüşü çok daha uzun vadede gerçekleşmektedir. Getirinin elde edilme süresine göre de işletme, yatırım finansmanının geri ödemesinde zorlanmamak için vadeyle finansman metodunu uyumlu hale getirmeye çalışmaktadır (Eriotis ve diğerleri, 2011; Gatchev ve diğerleri, 2009).

Sektörün getiri ve maliyet yapısının yanı sıra yatırımcıların sektörün geleceğine dair beklentileri de bazı endüstrilerin daha kolay yatırım finansmanı elde ederken diğerleri açısından yatırım finansmanının daha maliyetli olmasına neden olmaktadır (Müller ve Zimmermann, 2009). Özellikle günümüzde tarım sektörüne dair endişeler nedeniyle bir süredir tarım üreticileri finansman kaynaklarını ucuz elde edememekte, sermayedarlar ve finans kuruluşları getirisi yüksek olmayan sektörlerle yatırım yapmamayı tercih edebilmektedir (Van Auken ve Carragher, 2012; Harris, 2010). Küreselleşmenin artması, bilgi ve üretim teknolojilerinin daha erişilebilir olmasıyla birlikte rekabet hem yerel hem de uluslararası düzeyde arttığı için, yatırım finansmanı amacıyla gerekli olan kaynakların ulaşılabilir olmasını zorlaştırabilmektedir. Durum böyle olunca da sektörün geleceğine dair beklentiler sermayedarların yatırım kararlarını etkileyebilmektedir.

Diğer taraftan teknoloji, ilaç, otomotiv ve bilgisayar gibi alanlarda faaliyet gösteren işletmeler, günümüzde çok daha kolay bir şekilde finansman bulabilmektedir (Smith, 2011). Çünkü çoğu yatırımcı bu tarz yüksek yatırım gerektiren işletmelerin gelecekteki kârlılığına dair daha yüksek beklentilere sahiptirler. Kısacası katma değer yaratma kapasitesi daha yüksek olan sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin özellikle öz kaynak finansmanında daha düşük maliyetlerde sermaye bulabilmesi mümkün olmaktadır. Çünkü bu tarz katma değeri yüksek sektörlerde gelecekte potansiyel gören sermayedarlar şirkete borç vermektense hissedar olmak, hem kâr payı kazancı hem de sermaye kazancı elde etmek istemektedirler. Ancak günümüzde katma değeri düşük tarım, tekstil vb. sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler ise yatırımları için daha düşük maliyetli dışsal finansman bulmakta zorlanmaktadır.

### **2.2.2. İthalat-İhracat**

Bazı sektörler ya da endüstriler çeşitli nedenlerle daha kolay bir biçimde ithalat-ihracat gerçekleştirebilirken aynı durum diğer endüstriler için geçerli olmayabilmektedir. Özellikle gelişmiş ekonomiler belli sektörlerle ilişkin ithalatı engellemek için kota, ithalat vergisi gibi çeşitli araçlar kullanmakta ve yabancı üreticinin veya servis sağlayıcısının yerel pazara girişini engelleyebilmektedir (Wagner, 2012). Her ne kadar günümüzde küreselleşme ve liberal iktisadi prensiplerin benimsenmesi hızla artmışsa da gelişmiş ekonomiler dahi ekonomilerini cari açık vb. ithalat kaynaklı sorunlara karşı korumak için çeşitli ticaret engelleri koyarak ithalatı engellemeye çalışmaktadırlar. Bu da yabancı üreticinin ticari amaçlı küresel pazara erişimini kısıtlayabilmekte ve aynı şekilde yabancı üreticinin küresel finansal pazarlara erişerek yatırımlarını finanse etmesine engel teşkil edebilmektedir.

Özellikle otomotiv ve gıda üretimi ile ilgili olarak Avrupa ekonomileri ithalatı azaltmak amacıyla ISO gibi çeşitli uluslararası standart prosedürler geliştirmeye başlamışlardır (Seidel ve Coronel, 2011). Bir başka deyişle makroekonomik göstergelerin yatırım finansmanına dair kriterlere olan etkisinde ithalat ve ihracat hususlarının yatırım kararlarına etkisi en temel etkenlerden olmakta ve bazı endüstri ürünlerinin küresel pazarlarda daha kolay ticaretinin yapılabilmesi, bu sektörlerle dair işletmelerin de daha kolay küresel pazarlara entegre olmasını sağlamaktadır. Böylelikle de gıda sektöründeki bir

işletme küresel pazarda benzer büyüklük ve koşullarda rekabet eden bir tekstil işletmesi kadar etkin olamamaktadır (Belz ve diğerleri, 2010; Nordås, 2009). Bu da en nihayetinde sadece standart prosedürlerin daha çok geçerli olduğu sektörlerde ve bu sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerde yatırım maliyetlerini arttırmamakta bunun yanı sıra işletmenin küresel pazarda yatırım yapma olanaklarını da kısıtlamaktadır. Bu nedenlerle ithalat-ihracat işlemlerinin daha zor olduğu sektörlerde işletmeler yatırım finansmanını daha çok yerel finansman kaynakları ya da içsel öz kaynak finansmanı ile sağlamaya çalışmaktadırlar. Ancak daha kolay uluslararası ticarete entegre olabilen, ithalat-ihracatın yoğun olduğu sektörlerde faaliyet gösteren yerel işletmeler küresel pazarda dışsal öz kaynak finansmanını tercih edebilmektedir.

### **2.2.3. Rekabet**

Sektörel boyutta geçerli olup finansman kararlarını etkileyen bir diğer faktör hem yerel hem de küresel pazar ölçeğinde mevcut olan rekabet düzeyidir (Cull ve diğerleri, 2009). Küreselleşmenin artmasıyla birlikte her ne kadar tüm sektörler içindeki rekabet büyük oranlarda artmışsa da bazı endüstrilerde faaliyet gösteren işletmeler, küreselleşmenin yarattığı rekabetten daha fazla etkilenmiştir. Bu noktada daha önce belirtildiği üzere ithalat-ihracatın kısıtlanmasıyla birlikte rekabetin kısıtlanması ya da desteklenmesi mümkün olduğu gibi bazı endüstriler çeşitli yasal ya da ekonomik nedenler aracılığı ile küresel rekabetten korunabilmektedir (Gerber, 2012). Örneğin maliyetlerin çok yüksek olduğu, yüksek ARGE çalışmaları gerektiren ilaç sektörü gibi sektörler, patent gibi haklarla ve/veya ithalat engelleri konularak korunmaktadır. İlaç sektörü dikkate alındığında yüksek ARGE maliyetleri bulunmakta, bu da yatırımın bilimsel araştırma ve geliştirmeye yönlendirilmesi gerektiği böyle sektörlerde kaliteyi düşürmemek amacıyla yerel ekonomiler özellikle ilaç sektöründe rekabeti kısıtlı düzeylerde tutmaktadır.

Rekabetin bu kadar kısıtlı olduğu sektörlerde yatırım finansmanı için gereken sermayeyi bulmak çok daha kolay olmaktadır. Çünkü rekabetin özellikle düşük tutulması, yatırımcının ilgili sektörde sadece belli başlı üreticilere odaklanmasına neden olmaktadır (Agoraki ve diğerleri, 2011). Ayrıca sektörde rekabetin az olması nedeniyle ilgili pazarın



büyük olması ile beraber finansman kaynağı bulmakta ve bunu düşük maliyetle elde etmekte sıkıntı çekilmemektedir.

Diğer taraftan rekabetin çok yoğun olduğu sektörlerde işletmeler sadece kısıtlı hammadde, diğer üretim kaynakları ve sınırlı talep için rekabet etmemekte aynı zamanda sermayedarların kısıtlı sermaye ve fonları için de rekabet etmek durumundadır (Agoraki ve diğerleri, 2011). Elbette yatırım kaynakları için talebin bu kadar yoğun olduğu bir ortamda yatırım finansmanının maliyeti de artmaktadır. Özellikle rekabetin yoğun olduğu sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler için dışsal öz kaynak sermayesiyle yatırım finansmanı çok daha maliyetli olabilmekte hatta işletmeler bu rekabetten ötürü yeterli finansman kaynağı sağlayamamaktadır.

Benzer şekilde rekabetin yoğun olduğu sektörlerde işletmeler yatırım olanakları, finansman kaynakları ve üretim faktörleri için rekabet etmenin yanında talep için de rekabet etmektedirler (Schmidt-Eisenlohr, 2011). Durum böyle olunca rekabetçi sektörlerde birim başına düşen gelir neredeyse son birim maliyetine eşit olmaktadır. Bir başka deyişle rekabetçi endüstrilerde net getiri de yatırım faaliyetlerini desteklemekte yeterli olmayabilmektedir.

Özetle sektörel rekabet işletmelerin yatırım finansmanı elde edebileceği kaynakların çeşitliliğinden ziyade finansman kaynaklarının maliyetini ya da erişilebilirlik durumunu belirlemektedir (Cull ve diğerleri, 2009). Rekabet arttıkça işletmeler, yatırım finansman kaynakları için de rekabet etmekte ve aşırı finansman talebi sonuçta faiz oranları olsun, talep edilen kâr payı olsun maliyetleri arttırmaktadır. Özellikle yerel işletmeler açısından, yerel sektördeki rekabet ve bu yerel sektördeki rekabetten bağımsız ve buna ek olarak küresel rekabet işletmeler için yatırım finansman kaynaklarının maliyetlerini yukarı doğru hareket ettirmektedir.

#### **2.2.4. Pazar Büyüklüğü**

Rekabetin yanı sıra sektörün pazardaki büyüklüğü de finansman kararlarını etkileyebilmektedir. Rekabet yoğun olsa dahi küresel pazarda tüm sektörü fazlasıyla

doyuracak büyüklük ve talep miktarının olması elbette rekabet düzeyinden bağımsız olarak işletmelerin finansman maliyetlerini azaltacaktır (Berger ve diğerleri, 2013; Berger ve Black, 2011a). Çünkü en başta ürün veya hizmete hem yerel hem de küresel pazarda yoğun talep olması dışsal finansman kaynaklarını etkilemese dahi işletmelerin net kâr düzeyini olumlu etkileyeceği için kolaylıkla içsel öz kaynak finansmanı ile yatırım faaliyetleri desteklenebilecektir. Ayrıca büyük pazarlarda faaliyet gösteren ve kârlılığı fazla olan işletmeler fon fazlası bulunan sermayedarlar açısından cazip yatırım fırsatları olarak ön plana çıkacaktır.

Öte yandan en önemlisi pazarın büyüklüğü yatırımcının gözünde ilgili sektörün geleceğine dair beklentilerin daha olumlu olmasına neden olacaktır (Jiang, 2010; Scott ve Dunkelberg, 2010). Böylelikle bu fırsattan hissedar olarak yararlanmak isteyen yatırımcılar sayesinde işletme kolaylıkla dışsal öz kaynak finansmanı ile yatırım faaliyetlerini destekleyebilecektir.

Ancak bu hususta işletmenin pazar büyüklüğünden ne ölçüde faydalandığı önem arz etmektedir. Küresel pazarda büyüme ve yatırım olanakları olmasına rağmen eğer ki işletmeye dair faktörler olumsuz ise ya da pazara giriş engellenmişse pazarın büyüklüğünün yatırım finansman tercihlerinde etkisi düşük olmaktadır.

#### **2.2.5. Asimetrik Bilgi Sorunu**

Günümüzde ekonomik göstergelere ve makro değişkenlere dair veri ve bu verilerden üretilen bilgi neredeyse her gün yatırımcıların ve işletmelerin bilgisine sunulurken aynı durum henüz sektörel bilgiye erişim için geçerli olmamaktadır (Morellec ve Schürhoff, 2011; Halov ve Heider, 2011; Hubbard, 2009). Özellikle günümüzde küreselleşme ile artan yoğun rekabet dolayısıyla teknoloji sektöründe faaliyet gösteren işletmeler, ürün geliştirme ve farklılaşma konusunda rakiplerinden daha önce davranabilmek ve daha hızlı olabilmek için tüm faaliyetlerine dair veriyi ve bilgiyi piyasaya sunmamaktadırlar. Benzer şekilde ilaç sektörü gibi üretim süreçleri önem arz eden sektörlerde üreticilerin rekabet edebilirliğini engellemek için halka detaylı ve tatmin edici bilgi verilmeyebilmektedir. Durum böyle olunca da işletmenin geleceği hakkında yeterli bilgiye sahip olmayan sermayedar ya da

yatırımcı, kısıtlı kaynaklarını istemeyerek de olsa spekülatif yatırımlara yönlendirebilmekte ya da en çok katma değer yaratacak sektörlerle ve işletmelere yatırım yapma konusunda doğru karar almakta zorlanmaktadır.

Sektörel düzeyde yatırım finansman kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden biri olmakla birlikte asimetrik bilgi sorunu temelde kısıtlı yatırım finansman kaynaklarının doğru yatırım projelerine yönlendirilememesine ve aksine daha az değer yaratacak ya da riskli olan alanlara yatırılmasına neden olmaktadır (Morellec ve Schürhoff, 2011; Hubbard, 2009; Scott ve Dunkelberg, 2010). En önemlisi de asimetrik bilgi sorunu, sermayedar ya da finansal kuruluşun yatırım yapılacak olan işletmeye olan güven düzeyini olumsuz etkilemektedir. Fon fazlası bulunanlar her zaman, işletme yönetiminin her faaliyetine dair bilgisi olamayacağını bildiğinden çoğu durumda tüm risklere tek başına katlanmak yerine gerekenden daha az finansman sağlayarak işletmenin farklı ve karma finansman metotlarına ihtiyaç duymasına neden olmaktadır.

Sektör düzeyinde incelendiğinde özellikle bazı sektörlerin geçmişteki faaliyetlerinden ötürü yatırımcılar bu sektörlerle yatırım yapmada daha isteksiz davranabilmektedirler (Halov ve Heider, 2011; Hubbard, 2009). Örneğin finans sektörü ele alındığında, özellikle günümüzde küresel finansal kriz sonucunda finansal kuruluşların hissedarlarının haberi olmadan spekülatif faaliyetlere karışıp yüksek risk üstlenmeleri sonucunda çoğu sermayedar yüksek oranlarda zarar etmiştir. Bu tür kurumsal skandal ve krizlerin neticesinde çoğu yatırımcı banka ve benzeri finansal kuruluşlara yatırım finansmanı sağlamadan önce belli finansal göstergelerin sağlanmasını talep etmektedirler.

Özellikle son yıllarda küreselleşmeyle birlikte bilgi ve veri paylaşımı fazlasıyla artsa da neticede dolaşım halindeki veri çok fazla olup, sermayedarın bu bilginin hepsini analiz edip en doğru yatırım ve tasarruf kararını vermesi mümkün olmayabilmektedir. Bu konuda hem sermayedarlara ve yatırımcılara destek olmak hem de kısıtlı finansman kaynaklarının reel ekonomide büyüme yaratacak alanlara aktarılabilmesi için gelişmiş ekonomilerin öncülüğünde, piyasaya bilgi ve veri sağlayacak IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası denetim ve kontrol kuruluşları ya da Basel gibi denetim prosedürleri kurulmaya ve izlenmeye başlanmıştır (Amiram, 2012; Castells, 2011). Böylelikle sektöre dair doğru veri

ve işlenmiş, anlamlı veri yani bilgi sermayedarlara sağlanarak, sermayedarların doğru yatırım kararlarını alabilmeleri ve dolayısıyla etkinliğin artırılması hedeflenmektedir.

### **2.3. İşletmeye Özgü Faktörler**

Tüm makroekonomik ve sektör bazlı faktörlerin yanı sıra işletmeye özgü özellikler örneğin işletmenin uluslararası ticarete ne kadar entegre olabildiği, işletmenin büyüklüğü ve finansal yapısı da yatırım finansman kararlarını etkilemektedir (Scott ve Dunkelberg, 2010). Aynı ekonomik ve sektörel koşullarda faaliyet gösteren iki farklı işletme için yatırım finansman kararları elbette değişebilmektedir. Çünkü bir işletmenin yapısı için belli bir finansman yaklaşımı etkili olurken bir başka işletme yapısı için aynı yaklaşım geçerli olmayabilmektedir. Bu nedenle işletmeler, tüm dış kaynaklı koşulların yanı sıra kendi işletme karakteristiklerini, örgütsel yapılarını ve rekabetçi avantajlarını da dikkate almak zorundadırlar. İşletmenin dönemsel faaliyetlerini devam ettirmesi için gerekli olan çalışma sermayesi, dönemsel kârlılık durumu, varsa kâr payı dağıtımı gibi işletmeye özgü faktörler yatırımla beraber finansmanı etkileyen ana faktörler olmaktadır ki bu faktörler Türkiye imalat sektörü yatırım ve finansman kararları bölümünde incelenmektedir.

#### **2.3.1. İşletme Büyüklüğü**

İşletmeye dair yatırım finansman kararlarını ve kullanılacak yöntemleri etkileyen en önemli faktörlerden biri işletme büyüklüğü olmaktadır. Daha önceleri de belirtildiği üzere işletmenin öz kaynak miktarı ve/veya varlık yapısı düzeldikçe ve finansal duruşu güçlendikçe, üretim kapasitesi büyüdükçe işletme de büyümekte ve bu da işletmenin finansman kaynağı bulmasında işini kolaylaştırmaktadır. İktisadi ya da sektörel koşullar elverirse dahi işletme, geçmiş dönemlerden devam eden yatırım projelerini net kârlarını kullanarak dahi finanse edebilmektedir (Berger ve Black, 2011a; Coleman ve Robb, 2009). Bu noktada en önemlisi ise işletme büyüklüğü, sermayedar ya da kredili borç sağlayacak finansal kuruluşa işletmenin alacağı borcu ödeyip ödeyemeyeceği ya da kâr payı dağıtıp dağıtamayacağına dair sinyal vermektedir. Çünkü işletme ne kadar büyükse, herhangi bir

kriz durumunda işletmenin mal varlığının tüm borçlarını ve yükümlülüklerini o derecede karşılayabileceği beklenmektedir.

Diğer taraftan öz kaynakla finansman yaklaşımı ele alındığında, işletme küçük ve orta ölçekli olduğunda sermayedarlara gelecekte kâr payı dağıtabileceği ya da uzun dönem yükümlülüklerini yerine getirebileceğine dair fazla güvence verememektedir (Czarnitzki ve Hottenrott, 2011). Kredili borçlanma finansman yaklaşımında da benzer şekilde teminat talep edecek olan finansal kuruluşlar, bankalar da küçük ve orta ölçekli işletmelere yatırım yapmak istemeyecektir (Berger ve Schaeck, 2011b; Scott ve Dunkelberg, 2010). Büyüme için gerekli olan uzun dönem yatırım projelerinde gereken finansman bu nedenlerle küçük ve orta ölçekli işletmeler tarafından sadece dışsal öz kaynak yoluyla finanse edilememektedir. Hatta işletmenin yeterince büyük bir finansal yapıya sahip olmaması satışlarının da orta düzeyde kalmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda bu işletmenin yüksek net kazanç elde edememesi sonucunu da doğurmaktadır. Nihayetinde de içsel kaynaklarla yatırım finansmanı mümkün olmamaktadır (Ma ve diğerleri, 2010).

Tüm bu nedenlerden ötürü özellikle küçük ya da orta ölçekli işletmeler, uzun vadeli yatırım projelerinin finansmanında karma ve aşamalı finansman metotları kullanmaktadırlar. Şöyle ki kısa ve orta vadede yatırımı borçlanarak finanse edip, uzun vadede yüksek gelir elde etmeye başlanmasıyla birlikte sermayedarların da güvenini kazanarak öz kaynak finansmanına yönelmektedirler.

Kısacası işletme büyüklüğü özellikle işletmenin finansman kaynakları seçeneklerini ve finansman metotlarının içeriklerini ve yöntemini etkilemektedir (Berger ve Black, 2011; Coleman ve Robb, 2009). İşletme büyüklüğü arttıkça aynı zamanda finansman kaynakları da çeşitlenecek, birim sermaye başına düşen maliyetler azalacak ve yatırım finansmanı kolaylıkla yürütülebilecektir. Ancak işletme büyüklüğü azaldıkça yatırım finansmanı bulmak hem daha zorlaşacak hem de maliyetler artacaktır.

### 2.3.2. İthalat-İhracat

Dış ticaret göstergeleri, liberal ve serbest piyasa koşullarının ne ölçüde ülke ekonomisi tarafından desteklendiği yatırım finansman kaynaklarının çeşitliliğini de etkilemektedir (Schmidt-Eisenlohr, 2011). Temelde küresel pazarda faaliyet gösteren ve küresel pazara girmiş işletmelerin gene küresel finansal pazar kaynakları ile yatırım finansmanını desteklemesi de o kadar kolay olmaktadır. Özellikle ihracat düzeylerinin yüksek olması, işletmenin küresel pazarda tanınırlığını ve güvenilirliğini arttırmaktadır. Böylelikle işletme küresel pazarın sunduğu daha çeşitli ve daha ucuz finansman kaynaklarını kullanabilmektedir. Ancak özellikle dışsal öz kaynak finansmanında işletmenin sadece küresel finansal pazarlarda varlık göstermesi yeterli olmamaktadır (Valdez ve Molyneux, 2010). Aynı zamanda işletmenin küresel pazarda gerçek anlamda üretim ve satışta da bulunması gerekmektedir ki böylelikle işletme yabancı, küresel sermayedarın gözünde yatırım yapılabilir düzeyde olabilecektir. Çünkü sermayedarlar ve tasarruf sahipleri, öz kaynak sağlamada özellikle o işletmenin küresel pazardaki faaliyetlerini, ithalat ve ihracat düzeylerini incelemektedir.

Tüm bunlara ek olarak, işletmenin birden çok pazarda faaliyet göstermesi, faaliyet gösterdiği pazarların finansal kaynaklarını, yatırımlarını finanse etmede kullanırken daha kolay hareket etmesine yardımcı olmaktadır (Smith ve diğerleri, 2011; Bekaert ve diğerleri, 2011). Özellikle de doğrudan yabancı yatırım aracılığıyla, işletme ilgili yerel pazarda ithalat-ihracat yerine o hedef pazarda direkt olarak üretim gerçekleştirebilmektedir. Bu da elbette işletmenin o yerel pazarın finansman kaynaklarını kullanmasına ve de özellikle borçlanma finansmanında teminata dair konuları daha kolaylıkla halledebilmesine olanak sağlamaktadır.

Kısacası bireysel düzeyde, yerel ekonominin ve faaliyette bulunan sektörün özellikleri dışında işletmenin ithalat-ihracat faaliyetleri de, o işletmenin küresel pazardaki finansman seçeneklerini çeşitlendirip, maliyetleri azaltabilmesine ve en önemlisi de daha kolay dışsal finansman kaynağı bulabilmesine yardımcı olmaktadır (Valdez ve Molyneux, 2010). Tüm bunlara ek olarak, ithalat-ihracat ile işletme faaliyet alanını geliştirmekte ve genişletmekte, girdi maliyetlerini en ucuz girdiyi ithal ederek azaltmakta ve gelirlerini de

küresel pazarda üretim ve satış yaparak artırabilmektedir. Böylelikle içsel finansman kaynakları da kolaylıkla elde edilerek, yatırımlar işletmenin kendisi tarafından desteklenebilmektedir (Gereffi ve Frederick, 2010).

#### **2.4. Türkiye’ de Yatırım ve Finansman Kararları**

Türkiye’de yatırımlar ve bunlara ilişkin finansman kararlarının çeşitlenmeye başlaması Türkiye ekonomisinin 1980’lerde dışa açılıp küresel piyasalara entegre olmasıyla birlikte başlamış ve sonrasında pek çok yatırım fırsatı ortaya çıkmıştır. Küresel pazarlara erişimin artmasının yanı sıra yatırım finansmanı için gereken yatırım kaynakları da daha ulaşılabilir ve daha ucuz hale gelmeye başlamıştır (Aktar ve Ozturk, 2009; Öniş, 2011). Bu bağlamda yabancı yatırımcılar da Türkiye pazarına yatırım yaparak finansman kaynaklarının bollaşmasına neden olmuştur. İşletmeler bu bollaşan kaynaklardan faydalanarak faaliyetlerini ve yatırımlarını fonlamak istemişlerdir.

İktisadi büyüme ve kalkınma yatırımların gerçekleştirilmesine ve bu yatırımların gerçekleştirilmesi de finansman kaynaklarının bulunabilmesine bağlı olduğundan, Türkiye gibi büyümekte olan ekonomiler açısından yatırım finansmanına dair alınacak kararlar çok daha önemli hale gelmektedir. Faizdeki ve sermaye piyasalarındaki hareketlilik ve dalgalanmalar, Türkiye’de işletmelerin yatırım finansman kararlarını ve hangi yatırım seçeneklerinin değerlendirileceğini etkiler hale gelmektedir. Bu ve benzeri etkenlerin makroekonomik açıdan incelenmesi gerekmektedir. Aynı şekilde faaliyet alanı, pazar büyüklüğü, rekabet gibi sektörel belirleyiciler de Türkiye’deki işletmelerin yatırım finansman kaynakları tercihlerinde etkili olabilmektedir. Bunun yanı sıra Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin büyük işletmelerin yanında özellikle çoğunlukla küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşuyor olması ile beraber mikro etkenler de yatırım finansmanını etkiler hale gelmektedir. Bu mikro etkenler yatırım tercihleri ve miktarı, çalışma sermayesi ve nakit bakiyeleri, kâr miktarları, büyük işletmeler göz önüne alındığında dağıtılan temettü ve kârlılık gibi firmaya özgü karakteristik özellikler olarak ön plana çıkmaktadır.

Bu noktada ekonomik ve sektörel koşullar çerçevesinde firmaya özgü faaliyet ve yatırım kalemlerinin işletme finansman kararlarına olan etkisi daha da büyük önem arz etmektedir.

#### **2.4.1. Türkiye’de Yatırım Finansmanına İlişkin Makroekonomik Koşullar**

Geçmişten günümüze işletmelerin yatırım finansman kararları özellikle 1980’ler sonrası ülke ekonomisinin dışa açılmasıyla birlikte çok daha karmaşık bir özelliğe kavuşmuştur. 1980’ler öncesinde daha çok devletçi ekonominin hâkim olduğu Türkiye ekonomisinde yatırım finansmanı da kamu kaynakları aracılığıyla değerlendirilmekteydi (Harris, 2011; Altug ve diğerleri, 2008). Gene aynı dönemde yatırım kararları verilirken yatırım projelerine dair fizibilite analizleri ve bütçe gibi finansal kısıtlar dikkate alınmadan yatırım projeleri, temelde kamu kaynakları üzerinden finanse edilmeye çalışılmaktaydı. Ancak fizibilite ve bütçe kısıtları dikkate alınmadan gündeme alınan yatırım projeleri, sonrasında kamu kaynaklarının devlet bütçesi, dışardan kredi ve tahvil ihracı yoluyla finanse edilmesi her zaman sürdürülebilir olmamıştır. İthal ikameci sanayileşme ile birlikte kamu kesiminin 1980’ler öncesi yaşadığı krizler, bunların yanı sıra 1970’lerdeki petrol krizi hep kamu tarafından finanse edilen projelerin sekteye uğrayabilmesine neden olmuştur (Öcü, 1988). Burada elbette yatırım projelerinin fizibilite ve kısıt analizi dikkate alınmadan seçilmesi de yatırımların yarım kalmasının temel nedenlerindedir. Kısacası kamu finansman kaynaklarının gerekli analizler gerçekleştirilmeden yatırımlara yönlendirilmesi büyüme ve kalkınma için gereken yatırımların bitirilip, değerlendirilmesinde gecikmeler ve kaynak kayıplarına neden olmuştur.

Diğer taraftan, 1980’lerden itibaren makro iktisadi yaklaşımın radikal bir biçimde pazar ekonomisinin yönünde değişmesi ekonomideki her alanı etkilediği gibi, yatırım finansman kararlarını da etkiler hale gelmiştir (Henry, 2000; Clist ve Morrissey, 2011). Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde altyapı yatırımlarına olan gereksinim ve bu yatırımların büyük yatırım bütçeleri gerektirmesi hem işletmeleri hem de devletleri farklı finansman kaynakları arayışına yönlendirmiştir. Böyle bir ekonomik ortamda, ülke ekonomilerinin dışa açılması sadece reel ekonomide ithalat-ihracat açısından değil aynı zamanda finansman kaynaklarına daha kolay ve ucuz erişim olanakları sağlayacak olması



açısından da önem arz etmiştir. Kısacası, 1980’lerde Türkiye ekonomisinin küresel ekonomiye entegre olmasıyla birlikte yatırım finansmanında da kamunun etkisi giderek azalmaya başlamış ve dış kaynak kullanımı daha yaygın hale gelmiştir.

En önemlisi 1980 sonrası dönemlerde ekonomideki devlet etkinliğinin azalmaya başlamış olmasının yanı sıra rekabet ortamının reel ekonomide yaratılması amacıyla özel sektörün ekonomide daha etkin olmaya başlaması da göze çarpmaktadır (Özcan ve Turunç, 2011; Öniş, 2009; Akkemik ve Özen, 2013). Durum böyle olunca yatırım finansmanında fizibilite ve bütçe kısıtları daha da çok dikkat çeker hale gelmiştir. Çünkü kamu kesiminden farklı olarak özel sektörde yatırım kararları verilirken finansman kaynakları sınırsız olarak düşünülmeyp olası finansman kaynaklarının maliyeti ve ulaşılabilirliği gibi kısıtlar daha etkili hale gelmiştir. Bu da göstermektedir ki Türkiye ekonomisinde makro açıdan değerlendirme yapıldığında 1980’lerde başlayan ekonomik politikadaki radikal değişim, yatırım finansmanına dair kararları etkileyen en önemli makro etkenlerden birisi olmuştur.

Dolayısıyla Türkiye ekonomik şartlarında makro faktörler incelenirken dönemsel etkileri 1980 öncesi ve sonrası makro ekonomik koşullar olarak incelemek mümkündür.

#### **2.4.1.1. 1980 Öncesi Makro Ekonomik Koşullar**

1980 öncesi dönemde büyük ölçekli işletmeler küresel finansal piyasalara erişimin mümkün olmaması nedeniyle yerel finansman kaynaklarını kullanmak durumundaydı (Çakmakçı ve Karabatı, 2008; Kaya ve Patton, 2011). Dolayısıyla söz konusu dönemlerde özellikle Türkiye ekonomisinin makroekonomik koşulları finansman kararlarında çok daha fazla etkili olmuştur. Ancak KOBİ’ler için söz konusu olan makroekonomik göstergelerin etkisi büyük ölçekli işletmelerde yatırım finansmanını çok da olumsuz etkilememiştir. Elbette yerel pazardaki belirsizlik, iç talepteki daralma ve enflasyon etkisi büyük ölçekli işletmeler açısından da yatırım finansmanının maliyetini arttırmıştır ancak KOBİ’lerde olduğu gibi yatırım finansmanı kaynaklarına olan erişimi çok da fazla etkilememiştir (Kaya ve Alphan, 2012; Kaya ve Patton, 2011).

Öte yandan hangi ekonomide olursa olsun kriz dönemlerinde piyasalarda likidite ve kredi eksikliği baş göstermekte ve faizler yükseliş trendine girmektedir (Tong ve Wei, 2011; Nelson, 1990). Sonrasında finansal piyasalardaki sorunlar yatırımları ve dolayısıyla da reel ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. 1980 öncesi dönemde özellikle küresel petrol krizi Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Petrol krizinin patlak vermesiyle birlikte üretim maliyetleri her bir sektör için fazlasıyla artmış ve işletmelerin kârlılığı düşmeye başlamıştır. Petrol fiyatlarının yükselmesiyle birlikte enflasyon da hızla yükselmiş ve sonuçta nominal faizler artarak, reel ekonomideki ve finansal piyasalardaki belirsizliği artırmıştır. Bu da sonuçta hem işletmelerin gelirlerinin azalmasına hem de yatırım finansman kaynaklarının maliyetinin artmasına neden olmuştur (Tong ve Wei, 2011; Nelson, 1990). Durum böyle olunca hem öz kaynak finansmanı hem de dış borçlanma finansmanı için kaynak bulmak zorlaşmış, ayrıca finansman kaynaklarının maliyetleri yatırım projelerinin net pozitif getiri yaratmasına engel olacak seviyelerde artmıştır.

Bunun yanı sıra 1980 öncesi dönemde izlenen ithal ikameci büyüme politikası uzun vadede başarılı olamamış ve sonuçta Türk lirasının aşırı değer kaybetmesine varana kadar makro boyutta iktisadi krizler yaşanmıştır (Pamuk, 2010). Türk lirasının aşırı değer kaybetmesiyle birlikte, ülke ekonomisinde işlem yapacak kadar döviz kalmaması elbette büyüme potansiyelinin bir süre durmasına neden olmuştur. Tüm bu 1980 öncesi krizler özellikle reel ekonomiyi doğrudan etkileyecek faktörlerden kaynaklanmıştır ve bu da reel ekonomide daha derin sorunların oluşmasına neden olmuştur. Bu nedenle iktisadi büyüme ve yatırımlar gerçekleştirilemez hale gelmiştir.

Kısacası 1980'ler öncesi Türk ekonomisi reel sektörü doğrudan etkileyen petrol krizi, ithal ikameci politikaların işe yaramaması, kamu kesiminin yüksek borcu, döviz cinsinden likidite sorunları aynı zamanda TL'nin çok fazla değer kaybetmesi yani genel olarak makroekonomik koşulların olumsuz olması Türk işletmelerinin yatırım finansmanı konusunda seçeneklerini daraltmıştır. Durum böyle olunca hem dış borçlanma finansman maliyeti yükselmiş hem de öz kaynak finansman kaynakları reel ekonomide yatırıma yönlenecek yerine daha yüksek ve risksiz getiri vadeden kamu kesiminin borçlarını desteklemeye yönlendirilmiştir (Lewis ve Verhoeven, 2010).

#### 2.4.1.2.1980 Sonrası Makro Ekonomik Koşullar

1980 sonrasında ülke ekonomisinin dışa açılmasıyla birlikte, kamu odaklı finansman yaklaşımından özel sektörün kullandığı hisse senedi ihraç ya da banka vb. finansal kaynaklar aracılığıyla yatırım finansmanına odaklanılması sürecinde, ilk önce yatırım projeleri özellikle de alt yapı vb. gibi büyük sektörel yatırımların finansmanında kamu ve özel sektör bir süre birlikte hareket etmiştir (Akkemik ve Özen, 2013). Çünkü ülke ekonomisinin dışa açılması her ne kadar küresel boyutta finansman kaynaklarına erişimi kolaylaştırmışsa da Türkiye ekonomisinin çoğunlukla büyük ölçekli işletmeler yerine KOBİ'lerden oluşması, ilk başta özel sektörün dış kaynaklı yeni finansman kaynaklarını kolaylıkla değerlendirebilmesini sınırlandırmıştır. Dolayısıyla ülkenin piyasa yapısı ve işletmelerinin durumu da finansman kararlarını etkileyen en önemli faktörlerden birisi olmuştur.

Aynı dönemde tamamıyla etkin, spekülatif etkilere kapalı ve rekabetçi bir borsanın olmayışı da KOBİ'lerin yatırım projelerini kendi mal varlıkları ile ya da çoğunlukla dış kaynaklardan bankalar vb. finansal kuruluşlardan desteklemeye çalışmalarına neden olmuştur. Her ne kadar ülke ekonomisinin dışa açılmasıyla birlikte finansman kaynakları daha kolay erişilebilir olmuşsa da Türkiye'nin finansal yapısının bunu destekler nitelikte olmaması nedeniyle 1980 sonrası dönemde de yatırım finansmanı daha çok iç finansman kaynakları ile gerçekleştirilmeye çalışılmıştır (Akkemik ve Özen, 2013). Çünkü dış finansman kaynağı sağlayacak olan finansal kuruluşlar KOBİ'lerden belli büyüklükte teminat karşılığında finansman sağlamayı kabul etmekteydi. Bu hususta Türkiye'de makro iktisadi koşullar dikkate alındığında finansal sistemin özellikleri, Türkiye'deki KOBİ'lerin finansman kararlarında fazlasıyla etkili olmuştur. Finansal sistemde 1980 sonrası dönemde ulusal finansal kuruluşlar arasındaki rekabet hem liberal ekonomi prensiplerinin benimsenmesiyle artmış hem de yabancı bankaların Türkiye'deki varlıklarını arttırmasıyla birlikte hızlanmıştır. Elbette rekabetin artması Türkiye'deki KOBİ'ler açısından dış finansman kaynaklarına odaklı olarak yatırımların desteklenmesini de kolaylaştırmıştır. Bu durum aynı zamanda dış-kaynaklı finansmanın maliyet göstergesi olan uzun dönem faiz oranları üzerinde KOBİ'ler lehine baskı yaratmaya başlamıştır.

Ancak bu noktada enflasyon oranlarının özellikle 1990'larda çok yüksek oranlarda seyretmesi dış finansman kaynağının işletmeler açısından reel maliyetinin hesaplanmasını da zorlaştırmıştır (De Clercq ve diğerleri, 2012). Bu yüksek enflasyon etkisiyle birlikte finansal kuruluşlar tarafından verilen kredilerin faiz oranları da yüksek oranlarda tutulmuştur. Hem o anki enflasyon oranı ve buna ek olarak risk primleri hem de enflasyonun gelecekte daha da yüksek seyredeceğine dair beklentiler, finansal kuruluşları kendilerini enflasyon riskine karşı korumak için kredi faiz oranlarını yüksek tutmaya zorlamıştır. Durum böyle olunca özellikle KOBİ'lerin yatırım kararlarını ve teşebbüslerini dış kaynaklar aracılığıyla finanse etmesi oldukça zorlaşmış ve yatırım finansmanının çoğunlukla iç-kaynaklar aracılığıyla gerçekleştirilmesi yoğun olarak devam etmiştir.

Tüm bunlar göstermektedir ki Türkiye ekonomik koşulları ve beraberinde Türk ekonomisinde KOBİ'lerin yoğunluğu dikkate alındığında, finansman kararlarının fazlasıyla ulusal makro iktisadi koşullara bağlı olduğu görülmektedir (Özdemir ve diğerleri, 2011; Günerergin ve diğerleri, 2012). Bunun temel nedeni yukarıda da belirtildiği üzere, ülke ekonomisinin çoğunlukla KOBİ'lerden ve dolayısıyla küresel olmayan yerel işletmelerden meydana gelmesidir.

Diğer taraftan Türkiye ekonomisindeki belli başlı büyük ölçekli işletmeler dikkate alındığında bu işletmelerin Türkiye'nin makro iktisadi koşullarına bağlı olarak finansman kararlarını belirlemesinin daha az etkili olduğu görülmektedir. Çünkü büyük ölçekli işletmeler küresel finansal piyasalara erişimlerinin de daha kolay olmasıyla birlikte çok daha rahat bir şekilde ve ölçek ekonomilerini kullanarak daha ucuza yatırım finansmanını gerçekleştirebilmektedir.

Ancak KOBİ'ler devlet desteğinin azaldığı dönemde küresel rekabetle yüz yüze gelmiş ve yabancı çok-uluslu ve büyük ölçekli işletmelerle rekabet etmek zorunda kalmış ve bu nedenle rekabete dayanamayan KOBİ'lerin finansal yapıları bozulmuş ve pazar payları da azalmıştır. Durum böyle olunca da katma değer yaratamayıp, rekabet avantajı elde edemeyen KOBİ'ler açısından hem iç hem de dış finansman kaynaklarına erişim daha da zorlaşmış ve bu durumda sermaye piyasalarına oranla para piyasalarından yatırımları için kısa dönemli fonlama yapabilmişler ancak sermaye piyasalarından neredeyse hiç faydalanamamışlardır.

Makroekonomik koşullardan bağımsız olarak öz sermaye göstergeleri yetersiz ve düşük olan Türk KOBİ'leri 1980-1990 döneminde özellikle hem iç hem de dış kaynaklı finansman kaynaklarına erişimde zorlanmışlardır (Carter, 2013). Bu durumdaki KOBİ'lerin öz sermayeleri hem yatırım finansman kararlarının sadece ve tamamıyla iç-finansman kaynaklarıyla gerçekleştirilmesi için yeterli olmamış hem de dış-finansman kaynaklarının talep ettiği teminatları karşılama da düşük kalmıştır.

Öte yandan henüz 2000'lere kadar küresel pazarda rekabet edebilecek duruma erişememiş olan KOBİ'ler satışlarındaki düşüşler nedeniyle kredibilite ve güvenilirliklerini de bankaların perspektifinden kaybetmeye başlamışlardır. 1990'larda gerçekleştirilen analizler de bunu doğrular nitelikte olup, Canbaş (1998) çalışmasında özellikle de KOBİ'lerin teminat göstermede başarılı olamamalarından ötürü dış-finansman kaynaklarını yeterince değerlendiremediklerine vurgu yapmaktadır.

Özetle Türkiye'de yatırım finansman kararlarına dair makro iktisadi koşullar, örneğin enflasyon, faiz oranları, küresel ekonomiye ülkenin açılması ve aynı zamanda ekonomik politikadaki radikal değişimler KOBİ'lerin yatırım finansman kararları üzerinde ciddi boyutlarda kısıtlar yaratmıştır (Akkemik ve Özen, 2013). Sonuçta KOBİ'ler daha karma yatırım finansman yaklaşımını benimsemişlerdir. Böylelikle yatırım projelerinin bir kısmı öz sermaye yani iç-finansman kaynağı ile bir kısmı ise dış-finansman kaynaklarıyla finanse edilmeye çalışılmıştır. Tüm bunlara ek olarak Türkiye ekonomisinde özellikle 1995 - 1997 sonrası dönemde dünyadaki ve Türkiye'deki finansal krizlerin de etkisiyle birlikte ekonomi ve finansal piyasalarda belirsizliğin artmasıyla KOBİ'lerin yatırım finansmanını gerçekleştirebilmesi çok daha zor bir hale gelmiştir.

2011 – 2015 KOSGEB Stratejik Planı'nda belirtildiği üzere Türkiye ekonomisinde yer alan bütün işletmelerin %99,8' inin KOBİ'lerden meydana gelmesi, gene Türkiye'nin makro iktisadi özelliklerinden birisi olarak nitelendirildiğinde elbette Türkiye'de KOBİ'lerin yatırım finansmanını sağlayacak proje ve teşviklerin desteklenmesi çok daha büyük bir önem arz etmektedir. Çünkü Akbulut (2000) çalışmasında da belirttiği üzere, KOBİ'ler Türkiye ekonomisinin neredeyse tamamını oluşturmakta ancak KOBİ'lerin toplam banka kredilerini tercih etme ve kullanabilme oranı çok düşük olarak gerçekleşmiştir (Arslan, 2003). Bu durumda olan KOBİ'ler en önemlisi büyümelerini destekleyecek uzun

dönemli yatırım projelerine yönelememektedir. Çünkü çalışmanın bir önceki bölümlerinde de belirtildiği üzere işletmenin büyümesini destekleyecek ve hızlandıracak yatırım projeleri genelde uzun dönem projeleri olup, bu projelerden kısa vadede getiri elde edilmesi çok da mümkün olmamaktadır (Kaya ve Alpkın, 2012; Yıldırım ve diğeri, 2013).

Dolayısıyla, esasında KOBİ'lerin büyümesine ve ölçek ekonomisinden faydalanabilmesine katkıda bulunacak yatırım projeleri uzun vadede finanse edilmek durumundadır. Ancak Türkiye makro iktisadi koşullarında, özellikle 1980-1990 döneminde bu durum çok da mümkün olmamıştır. Bir başka çalışmada Özgen ve Doğan (1997) KOBİ'lerin yatırım finansman kararlarına odaklanmış ve benzer şekilde KOBİ'lerin yatırımlarını finanse etmede başarılı olamayıp pek çok kısıtla karşı karşıya kaldığını ortaya koymuşlardır (Arslan, 2003).

Enflasyon faktörü dikkate alındığında, Sarıaslan (1994) çalışması göstermektedir ki 1990 döneminde Türkiye'de KOBİ'lerin enflasyon muhasebesini kullanmaması neticesinde finansal kalemler olması gerekenden, bir başka deyişle reel değil nominal olarak, çok daha yüksek ortaya çıkmaktaydı (Çatalbaş ve Çatalbaş, 2008). Bu da neticede KOBİ'lerin vergi yükünü arttırıp sonrasında reel anlamda net gelirin daha da azalmasına sebep olmakta ve KOBİ'lerin yatırım finansmanı için teminat gösterebilmesini zora sokmaktaydı (Kaya ve Alpkın, 2012; Yıldırım ve diğeri, 2013). Çünkü bankalar ve finansman sağlayacak dış kaynaklar, enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda KOBİ'lerin nominal getiri oranlarından çok reel getiri oranlarını dikkate almaktaydı. Kısacası enflasyon, makro iktisadi faktörler etkisi altında aslında o şartlarda başarılı olmuş ancak finansal olarak başarılı gözükmeyen KOBİ'lerin yatırım finansman kaynağı yaratabilmesini ve bulabilmesini zorlaştırmaktaydı.

Ayrıca KOBİ'ler açısından finansman kararları incelendiğinde, Türkiye'de KOBİ'lerin çoğunlukla aile şirketi olup, aile bireyleri tarafından yönetilmesi bu aile yönetiminin finansal ve yönetsel bilgi ve becerilerden genelde yoksun olması yatırım finansmanına dair verilecek kararların başarısını daha da etkileyip, ekonomideki belirsizliğin yarattığı yönetim ve karar verme zorluğunu daha da derinleştirmekteydi (Karahana ve Okay, 2011). Çünkü 1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisindeki belirsizlikteki artış, yatırım finansman kararlarının çok daha dikkatli ve pek çok faktör dikkate alarak verilmesini zorunlu kılmaktaydı. Ancak Arslan (2003) de belirttiği üzere, KOBİ'lerdeki yönetsel

beceri eksikliği, KOBİ'lerin yatırım finansman kararları üzerindeki makro koşulların etkisini daha da ciddi boyutlara taşımaktaydı. Finansal ve yönetsel beceri eksikliğinin yanı sıra tedarik zinciri vb. gibi faktörlerin de doğru analiz edilememesi ve küresel pazarın yarattığı fırsatların ve de risklerin doğru tespit edilip zamanında müdahale edilememesi de KOBİ'lerin yatırım finansman kararlarını olumsuz etkilemekteydi.

Tüm bunlar göstermektedir ki KOBİ'lerdeki yönetsel sorunlar, Türkiye'nin 1980 sonrası dönemde yaşadığı ekonomik belirsizlikler ve küresel pazarlara çok hızlı bir şekilde entegre olunması nedeniyle Türkiye'de yatırım finansmanı uzun yıllar doğru şekilde gerçekleştirilememiş ve bu da pek çok sektörün büyüme ve kalkınmasını geciktirmiştir (Duran ve Zehir, 2011; Yıldırım ve diğerleri, 2013; Kaya ve Alphan, 2012). En önemlisi de ekonominin büyük bölümünü oluşturan KOBİ'ler yatırım finansmanında makro iktisadi koşulları dikkate almamış ve sonuçta da özellikle kriz dönemlerde, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde anlatılacağı üzere, KOBİ'lerin yatırım finansmanının doğru yönetilememesi riskler yaratmış ve yatırım maliyetlerini çok yüksek düzeylere çıkarmıştır.

Diğer taraftan geçmiş literatürde yapılan bazı çalışmaların analizi göstermektedir ki KOBİ'ler daha çok banka kredisi yoluyla yatırımlarını finanse etme yolunu seçmeye devam etmektedirler (Kaya ve Alphan, 2012; Yıldırım ve diğerleri, 2013; Beck ve diğerleri, 2011). Ancak bu yatırım finansmanının dış kaynaklar üzerinden yürütülmesi sonucunda Türkiye'de KOBİ'ler genelde küçük ölçekli ve daha kısa dönem odaklı yatırım projelerinin finansmanını sağlamaya odaklanmışlardır ki bu KOBİ'lerin büyümesi ve rekabetçi duruma gelmesine engel teşkil etmiştir. Diğer taraftan, yabancı finansman kaynakları olarak değerlendirilen faktöring, leasing gibi seçenekler ise fazlasıyla değerlendirmeye alınmamıştır (Arslan, 2003). Banka kaynaklı finansman kaynağının değerlendirilmesinin yanında en fazla yatırım finansman kaynağı olarak öz sermayenin yoğun oranlarda kullanıldığı görülmektedir. Türkiye'de finansman kararlarına dair bölgesel yürütülen çalışmalardan biri olan, Yücel (2001)'in çalışmasının sonucunda Ege Bölgesi'nde özellikle öz sermaye finansmanının yoğun olarak tercih edildiği ancak banka kaynaklı dış finansman seçeneğinin neredeyse hiç tercih edilmediği görülmektedir (Arslan, 2003).

Özetlemek gerekirse, hem literatürdeki ampirik çalışmaların sonuçları hem de Türkiye'de yatırım finansmanına dair geliştirilen hipotez ve açıklamalar göstermektedir ki

Türkiye’de ekonomi ve pazarların yapısı ve buralarda faaliyet gösteren firmaların daha çok KOBİ’lerden oluşması nedeniyle makro iktisadi gösterge ve değişkenler yatırım finansman kararlarında fazlasıyla etkili olmuştur. 1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin dışa açılması ve sonrasında küresel rekabetin artmasıyla birlikte, KOBİ’lerin satışlarındaki ve pazar payındaki düşüşler, iç kaynaklı yani öz sermaye kaynaklı yatırım finansmanını zora sokmuş çünkü işletmeler öz sermaye artırımını başarıyla gerçekleştirememiştir. Enflasyonun yarattığı belirsizlik ortamı hem nominal faizleri yukarı çekmiş hem de vergi miktarlarının aşırı derecede yüksek hesaplanmasına sebep olarak, iç ya da dış kaynaklı finansman kararlarının maliyetini arttırmış ve kaynak edinimini zora sokmuştur (Kaya ve Alphan, 2012; Yıldırım ve diğerleri, 2013; Beck ve diğerleri, 2011). Dolayısıyla 1980 sonrası dönemde bakıldığında Türkiye ekonomisinde küçük ve orta ölçekli işletmelerin yatırım finansmanı üzerinde enflasyon, faiz oranları, dışa açıklık gibi makro göstergeler fazlasıyla etkili olmuştur.

Her ne kadar Türkiye ekonomisi yoğun olarak KOBİ’lerden meydana geliyorsa da, sahip oldukları aktifleri ile büyük ölçekli işletmelerin piyasalardaki etkinliği de göz ardı edilemez durumdadır. KOBİ’lerden farklı olarak büyük ölçekli işletmeler Türkiye ekonomisinin dışa açılmasıyla birlikte yatırım finansmanı konusunda çok da olumsuz etkilenmemiş, esasında Türkiye ekonomisinin devlet odaklı iktisadi politikadan radikal bir şekilde serbest piyasa ekonomisine geçişiyile birlikte finansman sağlanmasında pek çok ve çeşitli kaynak kullanabilme imkânını bulmuşlardır (Çakmakçı ve Karabatı, 2008; Kaya ve Patton, 2011). Dünyada yatırım finansmanı konusunda büyük ölçekli işletmelerin çok daha kolay ve ucuza finansman gerçekleştirebilmesi durumu Türkiye için de geçerli olmaktadır.

1990’larda artan enflasyonun yarattığı belirsizlik ve faizlerdeki artış, büyük ölçekli işletmeler açısından da dış finansman kaynaklarının maliyetlerini yükseltmiştir (Koçak ve diğerleri, 2010; Cilasun ve Günalp, 2012). Bu noktada belirli kriz zamanlarında ister küçük ve orta ölçekli isterse büyük ölçekli bütün işletmeler finansman bulmakta zorlanmışlardır. Ancak bu noktada büyük ölçekli işletmelerin küresel pazarlara erişim yoluyla özellikle krizler kaynaklı yerel piyasaya özgü sistematik risklerin olumsuz etkilerinin azaltmaları mümkün olmuştur. Bir başka deyişle küresel pazarlara daha fazla entegre olma imkânıyla birlikte büyük ölçekli işletmeler kolaylıkla yerel pazara özgü sistematik riskleri küresel pazarlarda varlıklarını ve pazar paylarını arttırarak azaltmayı başarmışlar ve iç finansman



edinimini sadece yerel pazarlarla sınırlandırmamışlardır. Dış pazarlarda elde edilen hasılat ve iç finansmanın yanı sıra yabancı yatırımcılardan öz sermaye sağlanarak küresel pazarlardaki yatırım projelerini finansmanını gerçekleştirebilmişlerdir.

1980'lerden sonra Türk ekonomisi için dönüm noktası, ülke ekonomisinin dışa açılmasıyla birlikte küresel pazarlara entegre olunmaya çalışılmasıdır (Dinçer ve diğerleri, 2011). 1989 Washington Konsensüsü çerçevesinde Türkiye ve Güney Kore gibi gelişmekte olan ülkelerin daha kısa sürede gelişmiş ekonomiler düzeyine ulaşması için liberalleşme ve iktisadi serbestleşme gibi tam rekabet prensipleri gelişmekte olan ülkelere tavsiye edilmiştir. Türkiye'de Washington Konsensüsü'nün getirdiği iktisadi politika değişimiyle birlikte elbette 1980 dönemi öncesinde daha fazla geçerli olan ekonomide devletçilik yaklaşımı tamamen terkedilmiştir.

Bir başka deyişle, ekonomiye ve finansal sisteme devlet müdahalesi sıfıra indirilmeye çalışılmış, birçok sektörde özelleştirmelere ve tam rekabet koşullarının sağlanmasına önem verilmiştir. Ancak Türk üreticisinin küresel pazarlarda ve yerel pazarda rekabet edebilmek için rekabetçi avantajı geliştiremeden tüm ekonominin küresel pazarlara entegre olması, ilerleyen dönemlerde Türkiye ve de benzeri durumlar yaşayan diğer gelişmekte olan ekonomilerde finansal krizlerin patlak vermesine neden olmuştur. Kısacası 1980 sonrası dönemde günümüzün küresel finansal krizi de dâhil, reel ekonomiyi dolaylı olarak etkileyen finansal krizler meydana gelmiştir (Dinçer ve diğerleri, 2011).

Gelişmekte olan ekonomilerde tam rekabet ve liberalleşme prensiplerinin benimsenmesi esasında özellikle finansal firmaların yani bankaların daha riskli ama aynı zamanda daha yüksek beklenen getiriye sahip, spekülasyon alanlarına ve faaliyetlere yatırım yapmalarına neden olmuştur (Stein, 2010; Turk Ariss, 2010). Asya ülkelerinde 1990'larda gayrimenkul sektörünün önceleri hızla büyüyüp sonrasında hızla değer kaybetmesi, ilk önce Asya'daki gelişmekte olan ekonomilerin finansal sistemlerini olumsuz etkilemiş ve bu dolaylı olarak reel ekonomiyi ve büyümeyi de olumsuz etkilemiştir. Sonuçta tüm dünyada örnek gösterilen gelişmekte olan Asya ekonomilerinin hızla artan büyüme trendi yavaşlamıştır. Bunun temel nedeni olarak gelişmekte olan ülkelere benimsenen serbest piyasa ekonomisinin finansal disiplinsizliğe yol açmış olması görülmektedir.

Sonrasında benzer finansal disiplin eksikliği Türkiye, Meksika, Latin Amerika ekonomileri ve Rusya gibi gelişmekte olan ekonomilerde de finansal krizlere yol açmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin büyüme hedeflerini gerçekleştirmesi için gereken yatırımlar da gelişmekte olan ekonomilerde görülen 1990'lardaki finansal kaynaklı krizler sonucunda olumsuz etkilenmiştir (Bai ve diğerleri, 2012). Tüm bu bölgesel finansal krizler Türkiye ve diğer gelişmekte olan ekonomilerde likidite ve kredi eksikliğine, faizlerin yükselmesine ve reel ekonomiye dair belirsizliğin artmasına neden olmuştur. Bölgesel krizler neticesinde faizlerin yükselmesiyle ilk aşamada Türk işletmeler uzun vadeli dış borçlanma finansman yönteminden vazgeçmişlerdir (Mulder ve diğerleri, 2012). Sonrasında öz kaynak finansmanı sağlayacak olan yatırımcılar tarafından da daha garanti görülen, kriz nedeniyle getirisi artmış ve risksiz olan devlet tahvilleri tercih edilmiş buna ek olarak risk priminin de artmasıyla birlikte işletmelerin yatırım projelerine finansman sağlamak için piyasanın da üstünde getiri talep edilmiştir. Uzun vadeli dış finansman ve dış öz kaynak finansmanı sağlanamaması sonucunda, uzun vadede kârlılık yaratabilecek çoğu yatırım projesi uygulamaya konulamamıştır. Ayrıca Türkiye'de kamunun yüksek borçlarının desteklenebilmesi için piyasalardaki likidite kamu kesimi tarafından değerlendirilip, özel sektör yatırımı dışlanmıştır (Mulder ve diğerleri, 2012).

1980 sonrası dönemde Türk ekonomisi diğer gelişmekte olan ekonomilerce de benimsenmiş liberal prensiplerin kontrolsüz bir şekilde uygulanması ile birlikte reel ekonomideki yatırım projelerini destekleyecek bir finansal sistem geliştirmekte zorlanmıştır (Kaya ve Yılar, 2011). Kamu borçlarının 1990'larda devam etmesiyle birlikte enflasyonun çok yüksek seyretmesi, belirsizliklerin artması ve 1990'lardaki yerel finansal kriz işletmelerin yatırım finansman kararlarını olumsuz etkilemiş; likidite eksikliği ve yüksek faiz oranları ister iç ister dış finansman kaynağı olsun yatırım maliyetlerini artırmıştır. Bu da yerli üreticinin yatırımlarını ancak kendi gelirleri ile ya da satıcı kredisi ile finanse edebilmesine neden olmuştur. Başarılı Türk işletmeleri yatırım projelerini, hem kendi kaynakları hem de yabancı yatırımcıların kaynakları ile finanse etmeye çalışmıştır. Ancak 1990'lardaki yerel ve küresel finansal krizler reel ekonomiyi ve gelirleri de olumsuz etkilediği için Türk işletmelerinin elinde yatırım finansman kaynağı olabilecek fazla bir seçenek kalmamıştır (Kaya ve Yılar, 2011). Dahası finansal piyasalardaki ve ekonomideki belirsizlik ortamı nedeniyle çoğu Türk işletme kısa dönem yatırım finansmanına

odaklanmış, bu da beraberinde büyük riskler getirmiş ve de büyük işletmeler haricindeki işletmelerin önemli sıkıntılar yaşamasına neden olmuştur.

Her ne kadar 1990'larda IMF'in verdiği borçlar ve sağladığı likidite ile Türkiye ekonomisi sorunlarına geçici çözümler geliştirebilmişse de, sonuçta 2000 ve 2001 finansal krizleri patlak vermiş ve sonucunda Türkiye finansal ve bankacılık sistemi ile reel ekonomi olumsuz etkilemiştir (Dufour ve Orhangazi, 2009; Öztürk ve Aras, 2011; Öniş, 2009). 2000 ve 2001 krizlerinin öncesinde işletmelerin yatırım finansman kararları ile ilgili tercihlerine bakıldığında, özellikle ekonominin büyük bölümünü oluşturan KOBİ'ler yüksek maliyetler nedeniyle yatırım projelerini yerel kaynaklarla finanse edememiş, bunlardan dış ticaret yapan KOBİ'ler ise yabancı öz kaynak finansmanı kullanabilmişler ya da halen günümüzde geçerli olduğu gibi daha çok satıcı kredileriyle yatırımlarını desteklemeye çalışmışlardır.

Ancak 2000'lerdeki krizlerin patlak vermesiyle birlikte ülke ekonomisindeki daralma pek çok işletmenin gelirlerinde de ani düşüşlere neden olmuş sonuçta iç öz kaynak finansmanına dayalı yatırım yönetimi de etkisiz olmuştur (Dufour ve Orhangazi, 2009; Öztürk ve Aras, 2011; Öniş, 2009). Ayrıca özellikle bankalardan sağlanan borç finansmanının yani kredilerin geri dönüşü olmayınca pek çok banka iflas etmiş ve TMSF'ye devredilmiştir. Döngülü bir etki ile bu durum yani bankaların iflası yatırım finansman sorunlarını daha da derinleştirmiştir. Diğer taraftan, küresel pazarlarda faaliyet gösteren çok-uluslu Türk işletmeleri Türkiye'deki finansal krizlerin yatırımlar üzerindeki etkilerini, faaliyetlerini önceden farklı pazarlarda da sürdürdüklerinden bir nebze olsun azaltabilmişlerdir.

Ancak 2000'lerdeki krizlerinden önce süregelen finansal sorunlar bu krizlerin patlak vermesinden sonra, gerekli finansal düzenlemeler ve denetim sisteminin geliştirilmesiyle birlikte düzelme sürecine girmiştir. Açıkçası 2000'lerin başındaki finansal krizler, Türkiye ekonomisinin neyi yanlış yaptığını görmesini sağlamış ve bundan sonra ülke ekonomisi güçlü bir finansal yapı ve denetim sistemi geliştirerek, reel ekonomideki yatırımları destekleyip, kamu borcunu mali disipline sokmuşlardır. Böylelikle hem faizler düşmüş ve istikrarlı bir yapı sergilemiş hem de borsadaki sıcak paranın etkisi azaltılıp, uzun vadeli yabancı yatırımcının uzun vadeli, büyüme odaklı yatırım projelerini desteklemesi sağlanmıştır (Dufour ve Orhangazi, 2009; Öztürk ve Aras, 2011; Öniş, 2009).

Ayrıca Türkiye ekonomisi 1980 sonrası dönemde yabancı yatırımcıların da Türkiye pazarına girmesiyle birlikte güçlü bir büyüme trendine girmiştir. Özellikle finans ve bankacılık sektöründe hızlı bir büyüme görülmüştür. 1990'ların sonuna kadar hem yabancı sermayeli hem de özel sermayeli banka sayısı hızla artmıştır (Marois, 2011; Baum ve diğerleri, 2010). Banka sayısının artmasıyla ve yabancı sermayenin piyasalara girmesiyle birlikte finansal kuruluşlar arasında hem mevduat hem kredi pazarında rekabet artmıştır (Marois, 2011; Baum ve diğerleri, 2010). Bu durum en çok yatırım yapmak isteyen KOBİ'ler için faydalı olmuş ve yatırım finansman kaynaklarının maliyetini düşürmüştür.

Bunun yanı sıra Türkiye ekonomisinin büyüme trendine girdiği bu dönemlerde işletmelerin gelirleri ve kârlılıkları da artmıştır. Sadece yerel pazarda değil aynı zamanda küresel pazarlarda da Türk işletmelerinin faaliyetlerini artırmasıyla birlikte özellikle gıda ve tekstil sektörlerinde hızlı bir şekilde pazar payları artmıştır (Kasman ve Kasman, 2011; Marois, 2011). Pazar paylarının artmasıyla birlikte hem nakit artışı sağlanmış hem de gıda ve tekstil sektörlerinde çoğu Türk üretici, yatırımlarını artırarak daha fazla büyüme potansiyeli elde etmişlerdir. Ancak hem çalışmanın önceki bölümlerinde belirtildiği hem de ilerleyen bölümlerinde belirtileceği üzere, Türkiye'nin gelişmekte olan bir ekonomi olması nedeniyle çoğu kez iktisadi planlama özellikle büyüme dönemlerinde başarılı bir şekilde yönetilememiştir.

Ekonominin büyüdüğü dönemlerde belli sektörlerde çok fazla yeni firma girişi olmuş, sonrasında sektöre aşırı firma girişiyle birlikte çoğu yerli üreticinin kârlılığı düşmüş ve nihayetinde pek çok firma yatırımlarını fırsatlarını değerlendirememeleri ve finansman kaynaklarını hatalı seçmeleri sebebiyle piyasayı terk etmek zorunda kalmıştır. Burada temel sıkıntılı nokta, belirli ekonomik prensiplerin, yönetim ve finans kaidelerinin dikkate alınmadan, ülke ekonomisinin tam rekabete ayak uydurmaya zorlanmasıdır (Kasman ve Kasman, 2011; Marois, 2011). Bir başka deyişle reel ekonomideki büyüme dönemi likidite ve kredi kaynaklarının fazlalığı doğru değerlendirilememiş, çoğu zaman yatırımların çok daha hızlı artması nedeniyle faizler de yükselme trendine girmiştir (Kasman ve Kasman, 2011).

Sonuçta büyüme dönemlerinde hem yatırımcılar hem de Türk üreticiler doğru yatırım projelerine yönelmediğinden, ilerleyen dönemlerde gelirlerde ve nakit akışında istenilen

artışın sağlanamaması da finansman geri ödemelerini zorlaştırmıştır. Bunun en temel nedenlerinden biri de ülke ekonomisinin daha çok aile şirketleri olan KOBİ'lerden oluşması ve bu KOBİ'lerin çoğunun finansal yönetim beceri ve tecrübelerinden yoksun olmasıdır. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin henüz gelişme sürecini tamamlamamış olması nedeniyle yatırımlar çoğu zaman doğru değerlendirilememiş, bu da yatırım finansmanında sorunlara neden olmuştur.

21.yy'ın ilk on yıllık döneminde Türkiye ekonomisi tekrar büyüme trendini yakalamış ancak bu kez de Çin'in küresel pazarlarda hâkimiyetini artırmasıyla birlikte özellikle Türkiye ekonomisinin lokomotif sektörü olan tekstil sektöründe çoğu işletme sermaye yapısında sorunlar yaşamış, birçok firma nakit akışlarını ve finansman borçlarını düzeltemediği için iflas edip piyasayı terk etmiştir (Karpak ve Topcu, 2010; Duran ve Zehir, 2011). Ancak daha önce de belirtildiği üzere 2001 krizi sonrası son on yıllık dönemde Türk ekonomisi finansal piyasalara dair gerekli düzenlemeleri gerçekleştirebilmiş ve küresel finansal krizi dahi kolaylıkla atlatabilmiştir. Böylelikle 1990'lardaki ve 2000'li yılların başındaki kamu ve finans kesimine dair problemlerin çoğu çözülmüştür. Türk işletmelerinin ekonomideki istikrarı ve büyümeyi doğru değerlendirebilmesi için kalite, markalaşma ve tedarik zinciri yönetimi gibi daha soyut kavramlara odaklanması gerekmektedir (Karpak ve Topcu, 2010; Duran ve Zehir, 2011). Bu noktada daha stratejik yönetim yapıları oluşturulması, kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenip uygulanması ve yatırım finansman kararlarının daha dikkatli alınması faydalı olacaktır.

Büyüme dönemlerinde Türk işletmelerinin finansman kararları dikkate alındığında özellikle işletmelerin kendi kaynaklarını kullanarak ya da karma finansman yaklaşımları ile yatırımlarını finanse etmeye çalıştıkları görülmektedir (Minea ve Villieu, 2010). Özellikle de ekonominin geleceğinin büyüme dönemlerinde daha olumlu görülmesi nedeniyle, uzun vadeli yatırım finansman kararları kısa dönem borçlanmaya oranla daha fazla tercih edilmeye başlanmıştır. Ayrıca büyüme dönemlerinde dış borçlanma yaklaşımı ile finansmanda belli bir artış göze çarpmaktadır. Hem borsanın değer kazanması hem de faizlerin düşüp daha istikrarlı bir trende kavuşmasıyla birlikte finansman olanakları artmakta ve bu kaynakların maliyetleri de düşmektedir. Her ekonomide olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de büyüme dönemlerinde yatırımlar artmakta ve böylelikle finansman kararları daha büyük önem kazanmaktadır. Özellikle büyüme dönemlerinde yatırımcıların

piyasanın ve ekonominin geleceğine dair olumlu beklentileri de likidite ve finansman kaynaklarının daha bol olmasını sağlamaktadır (Subrahmanyam ve Titman, 2012).

2007 - 2008 döneminde ABD’de gayrimenkul piyasasına dair finansal balonun patlamasıyla birlikte elinde fazlasıyla gayrimenkul ve ipotek kredisi bulunduran ABD bankalarının finansal yapısı oldukça olumsuz etkilenmiştir (Aydın, 2013; Garcia-Appendini ve Montoriol-Garriga, 2013). 2000’lerde küreselleşme, bilgi teknolojilerindeki değişmelerin daha doğrusu gelişmelerin özellikle küresel finans piyasasını oldukça karmaşık bir hale getirmesi ve yerel finans piyasalarını birbirlerine bağlaması sonucunda ABD bankalarının yaşadığı finansal sıkıntılar, bu bankalarda finansal varlıkları bulunan Avrupalı yatırımcı ve bankaları da olumsuz etkilemiştir. Küresel finansal piyasada büyük bir miktar finansman kaynağı da kaybolmuş ve kullanılamaz hale gelmiştir (Aydın, 2013; Garcia-Appendini ve Montoriol-Garriga, 2013). Gelişmiş finansal piyasalarda patlak veren küresel finansal kriz sonrasında domino etkisi ile hem onlara pazar olan hem de finansal bağımlılığı bulunan gelişmekte olan ülkeleri de olumsuz etkilemiştir.

İlk aşamada tüm küresel finans piyasasının büyük bir bölümünü oluşturan gelişmiş finansal piyasalara erişim kısıtlı hale gelmiştir. Bu da finansman kaynaklarının azalması anlamına gelmektedir (Akin ve diğerleri, 2013; Kara, 2013). Kısa vadede küresel finansal krizin ilk etkileri de likidite ve kredi eksikliği olarak ortaya çıkmıştır. Özetle küresel finansal kriz hem gelişmiş hem de gelişmekte olan finansal piyasaları olumsuz etkilemiş, pek çok banka finansal sıkıntılarla uğraşmak durumunda kalmıştır. Özellikle de gayrimenkul gibi spekülatif etkilerin yoğun olduğu piyasaların desteklenmesi neticede tüm küresel finans sistemini artık temel işlevi olan tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasındaki aracılık görevini ifa edemez hale getirmiştir (Akin ve diğerleri, 2013; Kara, 2013).

Hem küresel hem de yerel düzeyde finansal sistemin görevini yerine getiremeyecek hale gelmesi ve piyasalardaki likidite eksikliği başlarda faizlerin artmasına neden olmuştur. Faizlerin artması ve likiditenin azalmasıyla birlikte reel ekonomiler de durumdan olumsuz etkilenmeye başlamıştır (Allen ve Allen, 2013; Kara, 2013). ABD’de özellikle tüketici kredilerinin olumsuz etkilenmesiyle birlikte yerel bankalar iflas etmiş ve çoğu işletme iflas etmeden önce başka işletmeler tarafından satın alınmıştır. Bunun sonucunda da

piyasalardaki sermaye fazlasıyla azalmış ve hatta ticari faaliyetleri idare etmeye yetecek kadar finansal sermaye kaynağı bulunamamaya başlamıştır.

Öte yandan finansal kuruluşların, özellikle de bankaların risk yönetimi çok daha önemli hale gelmiş ve bankalar reel ekonomide kısa zamanda çok daha fazla getiri yaratabilecek ve riskleri düşük olan işletmelere yatırım yapmayı tercih etmiştir. Bir başka deyişle reel ekonomide sadece faizlerin yükselmesi nedeniyle değil aynı zamanda bankaların risk yönetimini çok daha sıkılaştırması nedeniyle de yatırım finansman kaynakları neredeyse bulunamaz hale gelmiştir (Allen ve Allen, 2013; Kara, 2013). Sonuçta orta ve uzun vadede krizi yaşayan ülke ekonomileri reel anlamda küçülmeye başlamıştır. Bankaların daha fazla risk almak istememesi esasında küresel finansal krizin reel ekonomi üzerindeki etkilerini çok daha fazla arttırmıştır.

İşletmelerin yatırım finansman kararları da uzun vadede ertelenmiş ve ekonomik büyümedeki yavaşlama daha da ivmelenmiştir (Han ve Melecký, 2013; Ceballos ve diğerleri, 2013). Sonuçta iç talep azalmaya başlamış ve işletmelerin gelirleri ile kârlılıkları düşüş göstermiştir. Neticede hisse senedi piyasaları büyük düşüş yaşamış, yatırımcılar hızla ellerindeki hisseleri satışa yöneltmiştir. Durum böyle olunca yatırım finansmanını öz kaynak yöntemi ile gerçekleştirmek isteyen işletmeler de dış borçlanmanın yüksek maliyetlerinden kurtulamamışlardır. Özetle firmalar hem öz kaynak hem de dış borçlanma finansman yöntemleri için finansman kaynağının miktar olarak azalması ve maliyetlerinin çok artması nedeniyle küresel finansal kriz süresince yatırım finansmanında zorlanmışlar ve yatırım projelerini rafa kaldırmışlardır (Han ve Melecký, 2013; Ceballos ve diğerleri, 2013). Kısacası küresel finansal kriz tüm dünyada yatırım yapmak isteyen işletmelerin büyüme planlarını bir süre askıya almalarına neden olmuştur.

Diğer taraftan küresel finansal krizin hem küresel hem de yerel reel ekonomilerde yarattığı olumsuzluk, ekonomilerin sadece büyümelerini engellememiş aynı zamanda iç talepteki daralmayla birlikte reel ekonomiler durgunluğa bile tutunamayıp küçülmeye başlamıştır (Servén ve Nguyen, 2013; Lin ve diğerleri, 2013). Durum böyle olunca da elbette daha önceden yatırım projelerini finanse etmeye devam eden işletmeler, kriz süresince özellikle dış borçlanma finansman yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanmıştır. Çünkü iç talepteki düşüş satışların ve pazar payının düşmesi ve sonrasında net gelir ve kârlılığın

düşmesi anlamına gelmektedir. Gelirlerindeki azalma ve yatırım projelerinin istenilen kârlılığı kriz nedeniyle sağlayamaması, çoğu işletmenin yüksek faiz oranlarında dış borçlanma finansmanlarını yeniden düzenlemeye çalışmalarına neden olmuştur. Bu nedenle geçmişte kârlı olarak değerlendirilen yatırım projeleri de işletmeler açısından birer yükümlülüğe dönüşmüştür (Servén ve Nguyen, 2013; Lin ve diğerleri, 2013). Kısacası küresel finansal kriz, sadece gelecekte finanse edilmesi planlanan yatırım projelerinin finansman maliyetlerini arttırıp gerçekleşmesini zora sokmamış aynı zamanda halen finansmanı devam eden projelerin verimliliğini düşürmüş ve finansmanını zora sokmuştur.

Finans teorisi de küresel finansal krizin yatırım finansman kararlarına olan olumsuz etkisini destekler niteliktedir (Bod, 2013; Nesipbekov ve diğerleri, 2013). Teoride 2007 küresel finansal krizinde olduğu gibi özellikle dış borçlanma finansmanının arzına yönelik negatif şoklar yatırımları da daraltmıştır. İşletmelerin yatırım projelerini kendi başlarına finanse edecek kaynakları yoksa yatırım projelerinin bir süre askıya alınacağı finans teorileri tarafından varsayılmaktadır. En önemlisi faizlerin yükselmesiyle birlikte fazladan finansmanı olan işletmeler yatırım projelerine yönelmek yerine getiri oranı çok daha yüksek olan tasarruf piyasasına yönelmişlerdir (Bod, 2013; Nesipbekov ve diğerleri, 2013). Dolayısıyla işletmeler kriz dönemlerinde riskli ortamlarda yatırım yapmak yerine daha çok işletme faaliyeti dışında faaliyet alanlarında parayı değerlendirmek ve nakit akışı sağlamaktadırlar. Özetle küresel krizin finansal piyasalara olan çeşitli etkilerinin toplamına bakıldığında yatırım finansman kararlarına dair maliyetleri arttırıp, işletmelerin finansman yapılarında ilk önce riskleri elimine etmeye zorlamış olduğu gözükmektedir.

Küresel piyasalarda durum böyle iken, Türkiye ve Brezilya gibi gelişmekte olan ekonomiler benzer finansal krizleri 1990'larda ve 2000'lerin başlarında tecrübe ettikleri ve bu krizler sonrasında gerekli düzenleme yaptıkları ve tedbirleri çok önceden almalarından dolayı, finansal krizin yatırım ve finansman kararlarına olan etkilerinden beklenildiği kadar yüksek oranda olumsuz olarak etkilenmemişlerdir (Aydın, 2013; Saltoğlu, 2013). Özellikle Türkiye izlediği makro ihtiyat politikaları ile geleneksel para arzını arttırma gibi iç talebi körükleyecek politikalar yerine bankaları, piyasaya likidite sağlayacak şekilde teşvikler geliştirmeye yöneltecek şekilde çalışmıştır. Bu amaçla rezerv oranları kriz süresince düşürülmüş ve bankaların risk yönetimini çok fazla ihtiyatlı şekilde yürütüp faizlerin yükselmesi önlenmeye çalışılmıştır (Aydın, 2013; Saltoğlu, 2013). Aynı zamanda küresel



kriz öncesi dönemde BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu), bankaların gayrimenkul gibi spekülâtif işlemlere yönelmelerini engellemek amacıyla pek çok zorunlu kontrol getirmiş, Basel ilkelerine uyumluluğu zorunlu kılarak bankaların minimum sermaye gereklilik rasyolarını artırmış ve çok yakından denetlemiştir. Bu sayede Türkiye finansal sistemi küresel krizden çok daha az etkilenebilmiştir.

Bunun yanı sıra küresel pazarlarda faaliyet gösteren dış ticaretle uğraşan Türk işletmeler, sadece AB pazarında faaliyet göstermek yerine Orta Doğu, Afrika ve Asya pazarlarında da etkinliklerini artırarak, küresel kriz sonrası AB ve diğer gelişmekte olan pazarlardaki daralmanın etkilerini dengelemeye çalışmışlardır (Uygur, 2010; Levchenko ve diğerleri, 2010). Geçmişte her ne kadar AB ülkeleri, özellikle tekstil ve gıda sektöründe, Türk işletmelerin en fazla dış ticarete bulunduğu işletmeler oldularsa da; 2000 sonrasında, Türk işletmeleri AB dışındaki pazarlara da odaklanarak küresel finansal krizin dış ticarete olan etkisini azaltmaya çalışmışlardır (Uygur, 2010; Levchenko ve diğerleri, 2010). Böylelikle AB dışından yatırımcıların da desteğiyle Türk işletmeleri gelir ve kârlılıklarında büyük düşüşler tecrübe etmemişlerdir.

En önemlisi yukarıda da belirtildiği üzere, Türk ekonomisinin geleneksel olmayan, alışılmışın dışındaki makro ihtiyat politikaları ve Türk ekonomisinin sadece AB odaklı olmaması sonucunda hem finansal sistemin hem de reel ekonominin çok büyük sorunlar yaşamaması küresel yatırımcıların da dikkatini çekmiştir (Atıcı ve Gürsoy, 2011; Erol, 2013). Küresel finansal kriz öncesi yatırımcılar küresel düzeyde daha çok istikrarlı ve risklerin daha az olduğu gelişmiş finansal piyasaları ve ekonomileri tercih ediyorlardı. Durum böyle olunca henüz finansal piyasaların tam anlamıyla etkin olmadığı ve finansal sistemin gerektiği gibi reel ekonomiyi destekleyemediği gelişmekte olan ekonomiler, küresel düzeydeki yatırımcıları ve fonları çekemiyorlardı. Ancak küresel kriz sonrası gelişmiş AB ve ABD ekonomileri ve finansal piyasalarındaki artan risk nedeniyle, küresel düzeyde etkin olan bireysel ve kurumsal yatırımcılar Türkiye, Brezilya gibi küresel krizi daha iyi idare ederek krizden daha az etkilenmiş ve daha az risk içeren gelişmekte olan ekonomilere yönelmişlerdir.

Bu sebeple Türk işletmelerin bir bölümü, küresel yatırımcılar tarafından kârlı yatırım olanakları olarak değerlendirilmiştir. Böylelikle de Türkiye’de yabancı öz kaynak

finansmanı, küresel finansal kriz döneminde ve sonrasında da fazlasıyla tercih edilir hale gelmiştir (Atıcı ve Gürsoy, 2011; Erol, 2013). Bir başka deyişle küresel finansal krizin patlak vermesiyle birlikte ABD ve AB ekonomileri yatırım finansmanı bulma konusunda sorun yaşarken, her ne kadar ülke kredi notu yatırım açısından diğer ülkelere göre daha düşük olsa da riskin kriz süresince daha güzel bir göstergesi haline gelmiş olan kredi temerrüt swapları daha düşük oranlarda bulunan Türk ekonomisi işletmeleri yabancı yatırımcıların dikkatini çekmiştir.

Tüm bunlara ek olarak küresel pazarlarda Türkiye ve diğer gelişmekte olan ekonomiler yatırım fırsatları olarak ön plana çıkarken aynı zamanda Türkiye’de faizlerin daha kısa sürede kriz öncesi seviyesine çekilmesi de dış borçlanma finansmanının Türk işletmeler açısından finansman kaynağı olarak seçilmesine neden olmuştur (González-Hermosillo ve Hesse, 2011; McAllister ve Sauvart, 2012). Kısacası küresel finansal krizin başlangıcında ve sonrasında Türk işletmeler, gelişmiş ülkelerde olduğundan çok daha az maliyetli ve daha kolayca finansman elde edebilmişlerdir. Tüm bunların yanı sıra 2012-2013 döneminde iki farklı derecelendirme kuruluşundan yatırım yapılabilir notu almasıyla birlikte Türkiye, küresel yatırımcı açısından çok daha tercih edilir hale gelmiştir (González-Hermosillo ve Hesse, 2011; McAllister ve Sauvart, 2012). Tüm bunların ışığında finansman kaynaklarının çok daha bol olmasıyla birlikte Türk işletmelerin büyüme odaklı yatırım projelerini değerlendirmesi çok daha kolay hale gelmiştir.

Özetlemek gerekirse 2000 ve 2001 yerel finansal krizleri, Türkiye’nin finansal sistemdeki risklerini ve hatalarını gün yüzüne çıkarmış ve sonuçta da 2001 sonrası, otoriteler çok daha kapsamlı ve uygulanabilir kurallar ve düzenlemeler getirmişlerdir. Böylelikle 1980 sonrası dönemde serbest piyasa prensiplerinin yarattığı kontrolsüz finansal sistem disiplin altına alınmıştır (Öniş, 2009; Frankel ve Saravelos, 2010; Öniş ve Güven, 2011). Durum böyle olunca da finansal kuruluşlar, spekülasyonlar yerine temel fonksiyonları olan finansal aracılık üzerinde durmuşlardır. Dolayısıyla küresel finansal kriz sonrasında Türk işletmeler finansman kaynağı bulmada sorun yaşamamış hatta Türk ekonomisi öyle başarılı bir şekilde büyüme odaklı yatırımları uygulamaya koymuştur ki neticede 2012 senesinde tüm dünyada Çin’den sonra en fazla büyüyen ekonomi olmuştur (Öniş, 2009; Frankel ve Saravelos, 2010; Öniş ve Güven, 2011). Bunun temelinde yatırım finansman kaynaklarının ulaşılabilir olmaya devam etmesi yer almaktadır.

İster ekonomik büyüme, ister durgunluk, isterse küçülme dönemleri olsun makro ekonomik etkenler işletmelerin finansman kaynak yapıları üzerinde etkili olmaktadır. Türkiye’de makroekonomik etkenler kaynaklı sistemik riskler ele alındığında en önemli faktörün yüksek faiz oranları ve dolayısıyla enflasyon olduğu söylenebilir. Günümüz Türkiye ekonomisi dikkate alındığında, özellikle KOBİ’lerin halen öz kaynak ya da kendi kaynaklarını kullanarak yatırım projelerini finanse etmeye çalıştıkları belirtilebilir (Duran ve Zehir, 2011; Yıldırım ve diğerleri, 2013). Ancak diğer yandan gelişmiş ekonomiler ve finansal piyasalardaki kriz ve durgunluk sebebiyle küresel fonların gelişmekte olan ülkeler kayması ile beraber dış kaynak edinim imkânları da artmıştır. Bu bağlamda Türkiye’nin 2005 sonrası dönemdeki daha önceki dönemlere göre azalan temel makroekonomik değişken faiz oranları dikkate alınarak, bu durumun işletme faaliyetleri, yatırım ve finansman kararları üzerinde olumlu yönde etkili olduğu varsayılmaktadır.

#### **2.4.2. Türkiye’de Sektör Bazında Yatırım Finansman Kararları**

Çalışmanın daha önceki bölümlerinde de belirtildiği üzere hem yerel ekonomi hem de küresel ekonomi düzeyinde gerçekleşen değişiklikler ve konjonktür dalgalanmaları, işletmelerin faaliyetleri ile yatırım ve finansmanı kararları üzerinde fazlasıyla etkili olmaktadır. İşletme hangi sektörde faaliyet gösterirse göstere, faizlerdeki düşüş ya da artış işletmenin yatırım finansman kararlarını etkilemiştir (Kılınç ve diğerleri, 2012; Levchenko ve diğerleri, 2010). Benzer şekilde ülke ekonomisinin dışa açık olup olmamasına göre küresel finansman kaynaklarının kullanılması ya da kullanılmaması da her bir işletme için yatırımların nasıl finanse edileceğine dair kararlarda etkili olmuştur.

Ancak her bir işletmenin makro ortamda gerçekleşen değişikliklere vereceği tepkinin ne ölçüde olacağı, işletmenin faaliyette bulunduğu sektörün özelliklerine göre de değişmektedir. Bazı sektörler makro ortamda gerçekleşen iktisadi ve finansal değişkenlerdeki artış ve azalışlara daha fazla tepki verirken, bazıları bu artış ya da azalışlardan çok daha az etkilenebilmektedir (Gilchrist ve Zakrajšek, 2011; Gertler ve Kiyotaki, 2010). Bu durum özellikle işletmenin faaliyette bulunduğu sektörün temel özelliklerinden ve sektörler arasındaki farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Bu faktörler şunlardır:

- a) Sektör Büyüklüğü ve Özellikleri,
- b) Dış ticaret ve Küresel Pazarlara Entegrasyon,
- c) Sektörün Rekabet Düzeyi ve Faaliyet Alanı.

Bu faktörler izleyen alt bölümlerde ayrı ayrı açıklanacaktır.

#### **2.4.2.1.Sektör Büyüklüğü ve Özellikleri**

Sektörün büyüklüğüne ve pazar payına bağlı olarak işletmelerin tercih ettiği yatırım finansmanı kaynakları değişebilmektedir (Carbó-Valverde ve diğerleri, 2009). Esasında sektör büyüklüğü ile yatırım finansman kaynakları arasında iki yönlü ilişki bulunmaktadır. Bir sektör Türkiye ekonomisinde ne kadar çok gelecek vaat ederse yatırımcılar bu sektöre yatırım yapmayı ve finansman sağlamayı tercih edeceklerdir. Sonuçta gelecek görülen ve tercih edilen sektör de zaman içinde yatırımların desteklenmesiyle birlikte büyüyecektir (Carbó-Valverde ve diğerleri, 2009). Aynı zamanda sektörün belli bir büyüklüğe ulaşması risk almaya çekinen dış borçlanma finansmanı gibi finansman kaynaklarında sektöre dair güven tesis edecektir. Çünkü belli bir büyüklüğe ulaşmış sektör, aynı zamanda yatırımcıya daha büyük oranlarda teminat sunabileceğine dair piyasaya işaret de vermektedir.

Ölçek olarak daha büyük olan sektörlerde, rekabet, konsolidasyon vb. sektörel diğer koşullardan bağımsız olarak yatırım finansmanı daha kolay gerçekleştirilmektedir (Cull ve diğerleri, 2009; Fulghieri ve Sevilir, 2009). Çünkü yukarıda da belirtildiği üzere temelde sektör ne kadar büyükse, bu o sektörün gerçekleştirdiği geçmiş yatırımların da aynı ölçüde başarılı olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda sektör büyüklüğü, o sektörün ürün veya hizmetine olan talebin büyüklüğünün de bir göstergesidir. Çünkü sektör büyüklüğü, pazar payı olarak düşünüldüğünde bu o sektörün ne kadar büyük bir toplam talebe tabi olduğunu da ifade etmektedir (Cull ve diğerleri, 2009; Fulghieri ve Sevilir, 2009). Kısacası sektör büyüklüğü, esasında ilgili sektörün başarısına dair yatırımcılara yatırım yapılabilir olacağına dair işaret vermektedir.

Bir kez sektör büyüklüğü yatırım kararları için dikkate alındığında sektör hızla büyüme eğilimindeyse, bu belli yatırımcıların bu sektörü desteklemeyi tercih ettiklerinin bir

göstergesidir (Cull ve diğeri, 2009; Fulghieri ve Sevilir, 2009). Böylelikle işletme hızla büyümekte olan bir sektörde faaliyet gösterdiğinde yatırım finansmanı bulması da kolay olmaktadır. Henüz yeni büyüme eğiliminde olan bir sektörde genelde işletmeler, öz kaynak finansmanı ile yatırımlarını finanse etmeyi tercih edecektir. Çünkü böylelikle geleceğe dair risklerin yaratacağı finansal olumsuzlukların olması durumunda işletme, geri ödeme yükümlülüğü ile karşılaşmayacaktır.

Ayrıca büyümekte olan sektörlerin çok daha riskli ama aynı zamanda çok daha kârlı olacağını öngören yatırımcılar da bu şirketlerde hissedar olmayı tercih edecektir. 1980'lerin sonlarında hızla gelişmekte ve büyümekte olan bilgisayar ve bilgi teknolojileri sektörleri ya da günümüzde çevrimiçi sosyal medya şirketleri; örneğin Facebook, Twitter veya LinkedIn dikkate alındığında, bu sektörler büyüme trendine girdiklerinde öz kaynak finansmanını tercih etmektedirler (Fulghieri ve Sevilir, 2009). Sektör belli bir büyüklüğe ulaştığında ise bu sektörün toplam aktiflerinin de artığının bir göstergesi olup bu kez işletmeler, belli bir büyüklüğe ulaşmış bir sektörde daha kolayca ve daha düşük maliyetlere yatırım finansmanını dış borçlanma yöntemi ile gerçekleştirebilecektir.

Gelişmiş ekonomiler dikkate alındığında sektörler belli bir büyüklüğe 1950 sonrasında hızla ulaşmış olup, sektörün henüz büyüme evresinde olduğu dönemlerde risk sermayesinin yatırım finansmanı olarak daha yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir. Zamanla sektördeki işletme sayısının artmasıyla birlikte elbette marjinal kârlılık da azalmakta ve sektörde yönetim sorunları baş göstereceği için hem öz kaynak yatırımı yapmak isteyen yatırımcılar bu sektörleri tercih etmemekte hem de büyük sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler öz kaynak finansmanını tercih etmemektedir (Muradoğlu ve diğeri, 2013; Beck ve diğeri, 2011). Hatta belli bir büyüklüğe ulaşmış gelişmiş ülke ekonomilerinin sektörlerinde faaliyet gösteren işletmeler, küreselleşmenin artmasıyla birlikte uluslararası pazarlara yönelmiş ve böylelikle küresel düzeyde pazar büyüklüğünü artırmaya çalışmışlardır.

Türkiye söz konusu olduğunda yukarıda da bahsedildiği üzere, ülkenin henüz halen gelişmekte olan bir ekonomisinin olması, aynı zamanda büyüme potansiyeli olan pek çok sektör alanının bulunması nedeniyle farklı farklı sektörlerin farklı büyüklüklere ulaştıkları görülmektedir (Yurtadur ve Kaya, 2012; Duran ve Zehir, 2011). Ekonomide sektör

düzeyinde yatırımların kamu kesimi tarafından destekleniyor oluşu nedeniyle belli sektörler, 1980'lere gelindiğinde çok daha geniş bir pazar payına sahip olmuştur. Kamu kesimi tarafından desteklenen bu sektörler, ekonominin dışa açılmasıyla birlikte yabancı yatırımcının dikkatini çekerek daha fazla büyüme eğilimine girmiştir. Örneğin bu dönemde bankacılık sektörüne fazlasıyla yabancı banka girişi olmuş, aynı zamanda ekonomik ve finansal alanda liberalleşmenin benimsenmesiyle birlikte özel sektör de bankacılık sektörüne hızla girmiş ve Türkiye'de bankacılık sektörü hızla büyüme trendine girmiştir (Yurttadur ve Kaya, 2012; Duran ve Zehir, 2011).

Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomide serbest piyasa ekonomisine geçişin kontrolsüz ve finansal ve iktisadi disiplin ilkeleri gözetilmeden yürütülmesi sonucunda, bankacılık sektörü gibi hızla büyüyen ve belli bir büyüklüğe ulaşan bir sektör, sonrasında krizin patlak vermesiyle birlikte hızla küçülmüştür (Flavin ve O'Connor, 2010; Marois, 2011). Bu da göstermektedir ki, Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde sektör büyüklüğü her zaman kârlılık anlamına gelmeyip, kendi içinde riskler barındırmaktadır. Türkiye'de hızla büyüyüp, sonrasında tekrardan küçülme potansiyeli olan ve aynı zamanda küresel piyasalarda yaşanan krizlere neden olmuş sektörlerden birisi de gayrimenkul sektörü olmuştur. 1990'larda Asya ülkelerinin tecrübe ettiği gayrimenkul piyasasının çökmesiyle yaşanan krizlerle birlikte pek çok yatırımcının hisseleri değer kaybetmiş ve dış borçlanma finansmanını tercih etmiş pek çok gayrimenkul şirketi de iflas etmiştir (Flavin ve O'Connor, 2010; Marois, 2011). Bu durum da göstermektedir ki özellikle gelişmekte olan ekonomilerde sektörün aşırı bir büyüklüğe, yani ekonominin ve pazarın kaldırabileceğinden daha yüksek bir büyüklüğe ulaşması kendi içinde riskler barındırmaktadır.

Bunun yanı sıra Türkiye'de nüfusun hızla artmasıyla birlikte pek çok sektör, örneğin hızlı tüketim malları, perakendecilik, enerji, otomotiv de 1990'larda büyüme trendine girmiştir. Günümüzde özellikle altyapının gelişmesiyle birlikte perakendecilik sektörü hızla büyümektedir. Bunun neticesinde yabancı çok-uluslu perakende devleri örneğin Carrefour, Saturn Türkiye'ye olan yatırımlarını arttırmaktadır. Türkiye'nin en büyük holdinglerinden biri olan Sabancı Holding perakende sektöründe Carrefour'la öz kaynak finansmanına dayalı bir yöntemle sektöre yatırım yapmaktadır. Gene benzer şekilde perakendecilik sektörünün yüksek potansiyeline bağlı olarak TeknoSA da son 1-2 yılda öz kaynak finansmanı ile büyümeye ve yatırımlarını arttırmaya çalışmaktadır. Tüm bunlar göstermektedir ki

Türkiye'nin gelişmekte olan bir ekonomi olması nedeniyle yeni büyümekte olan ve belli bir büyüklüğe ulaşmamış sektörlerde öz kaynak finansmanı daha yoğun olarak tercih edilmektedir (Önder ve Özyıldırım, 2011; Yıldırım ve Taştan, 2012).

Benzer şekilde günümüzde sağlık hizmetleri sektörü de gitgide gelişmektedir ki 2000'lerden sonra Türkiye'de hızla büyümüştür. Sektördeki şirketler, sağlık sektörü özellikle ilk aşamada çok yüksek oranlarda yatırım gerektirmesi nedeniyle finansman sağlamada uzmanlaşmış şirketler tarafından öz kaynak finansmanı yöntemiyle desteklenmişlerdir (Yıldırım ve Yıldırım, 2011; Akhmedjonov ve diğerleri, 2011). Sektörün henüz belli bir büyüklüğe ulaşmadığı ve yatırım büyüklüğünün sağlık sektöründe olduğu gibi çok fazla olduğu sektörlerde dış borçlanma finansmanı da ilk aşamada çok tercih edilmemektedir. Diğer bir büyümekte olan sektör de havacılık sektörü olup, halen büyüme potansiyeli olduğu ve halen havacılık sektörüne yerli kuruluşlar girmeye devam ettiği için öz kaynak finansmanı da tercih edilmektedir. Örneğin Pegasus havacılık sektörüne girerken öz kaynak finansmanını tercih etmiş ve borsada sermaye artırımını yöntemiyle yatırımlarını finanse etmek istemiştir (Yıldırım ve Yıldırım, 2011; Akhmedjonov ve diğerleri, 2011). Özellikle öz kaynak sermayesinin talep edilmesinin diğer bir nedeni de büyümekte olan sektörlerde yatırım alanı daha geniş olduğundan, yatırımların finansmanının sadece dış borçlanma ile desteklenemeyecek oluşudur. Durum böyle olunca da karma finansman yöntemi daha fazla tercih edilmektedir.

Diğer taraftan, yukarıda belirtilen hususlar Türkiye'nin belirli büyüklükteki sektörleri için de geçerli olup, gıda, tekstil gibi Türkiye'nin rekabet avantajı oluşturabildiği ve 1980'lerden sonra hem dışa açılma hem de nüfusun artmasıyla birlikte diğer sektörlerle göre daha hızlı büyüyen sektörler de yer almaktadır (Önder ve Özyıldırım, 2011; Yıldırım ve Taştan, 2012; Flavin ve O'Connor, 2010). Bu sektörlerde faaliyette bulunan şirketler dış borçlanma finansmanına daha kolay erişebilmekte ve bu sebeple dış borçlanma finansmanını tercih etmektedirler. Aynı zamanda belirli bir büyüklüğe ulaşmış sektörlerin gelirleri ve kârlılığı da henüz büyümekte olan, istenilen büyüklüğe ulaşamamış sektörlerle göre daha istikrarlı olduğu için dış borçlanma finansmanının maliyeti bu sektörler açısından daha düşük olabilmektedir. Aynı zamanda sektörün büyüklüğüne göre şirketlerin yönetimi daha zorlaşabileceğinden öz kaynak finansmanı daha az tercih edilmektedir.

Kısacası Türkiye söz konusu olduğunda sektörlerin farklı büyüklüklerde oluşu nedeniyle sektörler arasında yatırım finansman kararları da kendi aralarında çok daha fazla farklılaşmaktadır (Önder ve Özyıldırım, 2011; Yıldırım ve Taştan, 2012; Cull ve diğerleri, 2009). Ancak ülke ekonomisinin halen gelişmekte olması, çoğu piyasada disiplinin sağlanamamış olması ve büyümekte olan piyasalara girişlerin çok fazla gerçekleşip bu piyasaların hızlı bir şekilde büyümesi, hem yatırımcılar hem de işletmeler açısından çeşitli riskler barındırmaktadır. 1990'larda gayrimenkul sektöründe ve 2000'lerde bankacılık sektöründe olduğu gibi sektörün piyasanın kaldırabileceğinin üstünde büyümesi, finansman risklerini arttırmaktadır. Bu nedenle çalışmanın ilerleyen bölümlerinde de belirtileceği üzere, henüz tam olarak olgunlaşmamış ve fazlasıyla büyümüş sektörlerde risklerin fazla olması nedeniyle dış borçlanma finansmanı yerine öz kaynak finansmanı daha çok tercih edilebilmektedir.

Türkiye'de 1980-1990 dönemlerinde sanayi üretimi özel sektöre iktisadi büyüme hususunda ağırlık verilmesiyle birlikte daha büyük önem kazanmıştır. Ülke ekonomisinin kalkınması ve küresel pazarlarda rekabet edebilmesi için sanayi sektöründe yer alan işletmeler yatırım finansmanı konusunda desteklenmiştir. Ayrıca Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olması nedeniyle belirli sektörler küresel pazarlarda yaratacağı yüksek katma değer nedeniyle daha da fazla bir şekilde desteklenmiştir. Özellikle tekstil ve gıda gibi sektörlerin küresel pazarlarda Türkiye ekonomisine rekabet avantajı yaratması nedeniyle 1990'larda bu sektörler destekten fazlasıyla nasibini almış ve finansman olanakları bu sektörler için daha ulaşılabilir ve ucuz hale getirilmiştir (Koçak ve diğerleri, 2010; Cilasun ve Günalp, 2012; Szirmani, 2012).

Tüm bunların yanı sıra bazı sektörler Türkiye ekonomisinin genel durumundan ve sektörel belirsizlikten çok daha fazla etkilenmektedirler. Özellikle sektörün içinde bulunduğu yaşam döngüsü evresi de yatırım finansman kararlarını etkileyebilmektedir. Büyüme evresinde olan bir sektörde yatırımlar çok daha önemli ve yoğun olarak gerçekleştirildiğinden yatırım finansman kararları da önemli hale gelmektedir (Kıray ve Sağbanşua, 2013; Julio ve Yook, 2013). Bu durumdaki sektör daha çok küçük ve orta ölçekli işletmelerden meydana geldiğinden elbette yatırım finansmanı daha çok öz sermaye kaynağıyla gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır. Türkiye açısından bakıldığında özellikle ekonominin geneli KOBİ'lerden oluştuğu için yatırım finansman kararlarında 2000'lere



kadar ve 2000'lerde yoğun iç finansman kaynağı eğilimi görülmektedir. Örneğin, elektronik perakendecilik sektörü, Türkiye'de büyüme aşamasında bir sektör olup, bu sektörde öz sermaye artırımında artış göze çarpmaktadır. TeknoSA da elektronik perakendecilik sektöründe faaliyet gösteren bir işletme olup, 2012-2013 döneminde halka arz yaparak, iç kaynak kullanımıyla yatırımlarını finanse etme yolunu seçmiştir.

Benzer şekilde bazı sektörler ülke ekonomisinin makroekonomik koşullarına daha duyarlı olup, yatırım finansmanı konusunda daha az risk içeren öz sermaye gibi geri ödeme zorunluluğunun dış kaynaklı finansmandaki gibi geçerli olmadığı finansman kaynaklarını tercih edebilmektedir (Sakarya ve diğerleri, 2007; Soytaş ve diğerleri, 2009; Kıray ve Sağbanşua, 2013). Çalışmanın daha önceki bölümlerinde belirtildiği üzere, Türkiye'de 2000 ve 2001 krizleri sonucunda finansal sektör, özellikle de bankacılık sektörü oldukça olumsuz etkilenmiştir. Benzer şekilde 2007 küresel finansal krizi de ilk olarak bankacılık sektörlerinin etkilenmesine neden olmuştur. 2000 ve 2001 krizi sonrası ise Türk bankaları yabancı bankalarla birleşerek ya da yabancı kaynaklı sermaye artırımını yoluyla yatırım finansmanı ve büyüme fırsatlarını tercih etmiştir (Rawdanowicz, 2010). Finansbank, Denizbank vb. bankalar, 2000'li yıllarda yabancı kaynaklı sermaye artırımını yolunu tercih etmiştir.

Sektörün özellikleri dikkate alındığında bir diğer husus da sektöre özgü mevsimsellik özelliği olup, belli dönemlerde belli sektörlerin üretimine olan talep arttığı için bu sektörlerde net gelirler artacağı için işletmeler, daha iç kaynak odaklı yatırım finansmanını tercih edebilmektedir (Batten ve diğerleri, 2010; Cole ve diğerleri, 2011). Türkiye ekonomisinde mevsimsellik özellikle gıda sektörü için geçerli olup (Bascetincelik ve diğerleri, 2009), bunun yanı sıra bankaların günümüzde tarım sektöründe özellikle küçük işletmelere hasat dönemi öncesinde yatırım finansmanı sağlama konusunda kolaylıklar sağladıkları görülmektedir. Türkiye ekonomisi açısından tarım sektörünün önemi oldukça yüksek olduğundan ülke ekonomisindeki mevsimsellik etkisi yatırım finansman kararlarında fazlasıyla etkili olmaktadır. Aynı zamanda mevsimsellik Türkiye'de tarım ve benzeri mevsimselliğin etkili olduğu endüstrilerin daha kısa zamanda finanse edilebilecek yatırımlara yönelmelerine neden olmaktadır.

Öte yandan sektördeki geçmişten beri süregelen finansman yaklaşımı da yatırım finansman kararlarını etkileyebilmektedir. 1980 ve öncesi dönemde Türkiye’de özellikle belli kamu bankaları, belli sektörlerle finansman sağlamada ve bu belli sektörlerin gelişmesinde önemli görevler üstlenmişlerdir (Özmen ve diğerleri, 2012; Elliot, 2010). Örneğin Türk Eximbank yurtdışı projelerin ve ihracat firmalarının yurtdışı yatırımlarının desteklenmesi hususunda faaliyet göstermektedir. Bir başka örnekte 1930’lar ve sonrasında Denizbank, henüz kamu bankası iken Türk denizcilik sektörüne finansman sağlamak amacıyla kurulmuştur.

İster büyük ölçekli isterse KOBİ olsun sonuçta ekonomideki konjonktür dalgalanmaları da işletmelerin yatırım finansman kararlarını etkileyebilmektedir. Ancak bazı sektörler ekonomik dalgalanmalara karşı daha hassas iken bazı sektörler reel ekonomideki dalgalanmalardan daha az etkilenmektedir. Bu da sektörün piyasaya sunduğu ürün ya da hizmetin özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Eğer ki sektör lüks ürün üretimine odaklanmışsa ekonomideki büyüme ve daralmalarda lüks ürün ve hizmetlere odaklanmış sektöre olan talep de değişmektedir. Ekonomideki büyüme lüks üretime odaklanmış sektörlerde faaliyette bulunan işletmelerin yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmesini ve sonuçta da öz kaynak sermayesinin maliyetlerinin düşük olmasını sağlamaktadır (Aktaş ve diğerleri, 2010; Zareipour ve diğerleri, 2010; Macbean, 2011; Arellano, 2008; Gilchrist ve Zakrajšek, 2011; Özmen ve diğerleri, 2012). Diğer taraftan, gıda ve ilaç sektörleri gibi sektörler ekonomik dalgalanmalardan çok fazla etkilenmemektedirler çünkü bu sektörlerle olan talep bu sektörlerin zorunlu tüketim mallarını üretmelerinden ötürü ister büyüme ister küçülme dönemi olsun her dönemde standart miktarlarda olmaktadır. Bu nedenlerden ötürü bu sektörler kolaylıkla dış finansman kaynaklarından faydalanabilmektedir. Diğer taraftan, lüks tüketime dayalı sektörlerde ise öz kaynak finansman yaklaşımı daha çok tercih edilmektedir.

Türkiye analizi yapıldığında özellikle sanayi üretiminde faaliyet gösteren işletmeler daha kolay finansman kaynağı elde etmektedirler çünkü bu sektörler, küresel pazarlarda da faaliyet göstererek yerel ekonomiye dair konjonktür dalgalanmalarından daha az etkilenmektedirler. Konjonktür dalgalanmalarından etkilenmemek için pek çok sektör küresel pazarlarda da faaliyet göstermeye odaklanmıştır (Natividad, 2013; Cazzavillan ve Olszewski, 2012). Türkiye ekonomisinin özellikle 1980 sonrası dönemde oldukça fazla

oranlarda ekonomik dalgalanma yaşaması neticesinde, zorunlu tüketim ürün ve hizmetlerine odaklanmış sektörler dahi küresel pazarlarda Pazar payı edinerek ülke ekonomisine özgü bu iktisadi dalgalanmalardan sermaye yapılarını korumaya çalışmaktadırlar.

Özetlemek gerekirse, işletmenin faaliyette bulunduğu sektörün özellikleri belli finansman kaynaklarına erişimi kolaylaştırmaktadır. Ülke ekonomisinde yatırımcının ilgili sektörün büyüme potansiyeline ve yaratabileceği katma değere dair beklentileri, temelde finansman kaynaklarının erişilebilirliğini etkileyen faktörlerdir. Bu noktada ilgili işletmenin faaliyette bulunduğu sektörün içinde bulunduğu yaşam döngüsü, mevsimsellik ve küresel pazarlarda ilgili ekonominin ihracat olanakları da finansman kararlarını etkileyebilmektedir.

Türkiye ekonomisinin koşulları dikkate alındığında özellikle gıda ve ilaç gibi sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler, dış finansman kaynaklarına daha kolay erişim elde edebilmekte ve bu da maliyetleri azaltabilmektedir (Dudu ve Çakmak, 2013; Barış ve diğerleri, 2011). Tüm bunların ötesinde Türkiye ekonomisinin küresel pazarlarda rekabet avantajına sahip olduğu sektör dalları, daha ucuz ve kolay finansman kaynağı elde edebilmektedir. Çünkü yatırımcı gelecekte finansal görünümü pozitif olan işletmelere ve sektörlerle yatırım finansmanı sağlamayı tercih etmektedir. Diğer taraftan, banka vb. gibi dış finansman sağlayan kuruluşlar ise daha dengeli bir getiri düzenine sahip olan sektörlerde faaliyet gösteren işletmelere yatırım finansmanı tercih etmektedir. Bu noktada her ne kadar Türkiye’de gıda sektörü ve tarım sektörü mevsimselliğe tabi ise de Türkiye nüfusunun hızla artması ve iç talebin yoğun olması, ürün çeşitliliği, tarım ve gıda sektörünün daha dengeli bir getiri yapısına sahip olmasına neden olmaktadır. Durum böyle olunca da dış finansman kaynakları bu sektörleri tercih etmektedir.

Öz sermaye yoluyla finansman kararının seçilmesi ise özellikle lüks tüketim ürünlerinde olduğu gibi risklerin fazla olduğu; ekonomi büyürken sektörel büyümenin de fazla ve aynı zamanda ekonomi küçülürken sektörel küçülmenin de daha fazla olduğu, getirilerin ekonomik konjonktüre dayalı olduğu sektörlerde daha yaygındır (Angeletos ve Panousi, 2011; Le Fur ve diğerleri, 2011). Çünkü yatırımcı, riskin çok ama aynı zamanda beklenen getirinin de yoğun olduğu sektörleri tercih edebilmektedir. Türkiye özelinde bakıldığında ise, henüz ekonominin gelişmekte olduğu dikkate alındığında elbette risklerin de genel olarak yüksek olması doğal bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunlara ek

olarak ekonominin çoğunlukla KOBİ'lerden oluşması nedeniyle, bu çalışmada daha çok öz sermaye odaklı finansman kararlarının ya da öz sermayenin yoğun olduğu karma finansman kararlarının tercih edildiği varsayılmaktadır.

#### **2.4.2.2. Dış Ticaret ve Küresel Pazarlara Entegrasyon**

Dış ticaret özellikle 1980 sonrası Türkiye'de hızla önem kazanmaya başlamış ve bu yolla küresel pazarlara daha kolay entegre olabilecek yerli sektörler, gelecek gelir ve nakit akışlarına dair yatırımcılarda daha olumlu beklentiler oluşturarak, hem öz kaynak hem de dış borçlanma finansmanının maliyetlerinin düşmesiyle birlikte yatırım projelerini daha kolay finanse edebilmişlerdir (Dudu ve Çakmak, 2013; Gros ve Selçuki, 2013; Angeletos ve Panousi, 2011). Dolayısıyla hem yatırımcıların dış ticaretle meşgul olan işletmelerin gelecekteki büyüme potansiyeline dair beklentileri daha olumlu hale gelmiş ve bu öz kaynak erişimini kolaylaştırıp, maliyetleri düşürmüş; hem de gelecekteki gelir ve nakit artışına dair olumlu beklentiler sayesinde dış finansman kaynakları da dış ticaretle uğraşan işletmelere daha kolay finansman sağlamaya başlamıştır. Türkiye, özellikle tekstil ve gıda sektörlerinin küresel pazarlara daha fazla entegre olmasıyla birlikte, 1980 sonrası dönemde tekstil (örneğin, Little Big) ve gıda (örneğin, Ülker) gibi başarılı ve büyük ölçekli pek çok uluslararası pazarda faaliyet gösteren işletmeleri finansman kaynağı sağlayarak destekleyebilmiştir.

Ancak 2000'lerde ve sonrasında Çin'in küresel pazara ekonomisini açmasıyla birlikte Türkiye'nin özellikle tekstil dış ticaretindeki başarısı olumsuz etkilenmeye başlamış (Los ve diğerleri, 2012; Marshall, 2011; Frederick ve Gereffi, 2011) ve gelirlerde gerçekleşen azalış nedeniyle böyle bir sonuç beklemeyen pek çok tekstil işletmesi finansal dış borçlanma yükümlülüklerini sağlayamadıkları için piyasadan çıkmak zorunda kalmıştır. Bu noktada Türk tekstil sektörünün daha çok AB pazarlarına yönelmiş olmasının ve en önemlisi de küresel kriz sonrası bu ülkelerdeki iç talebin azalması da tekstil işletmelerinin daha önceden aldıkları finansman kararlarının sonuçlarını olumsuz etkilemeye başlamıştır. Elbette yukarıda belirtildiği üzere, Çin'in özellikle küresel pazarlarda, tekstil sektöründe ciddi rekabet yaratması sonuçların daha da olumsuz gerçekleşmesine neden olmuştur.

Bu hususta elbette yatırımcıların beklentileri de işletmelerin yatırım finansman kararlarında fazlasıyla etkili olmuştur ancak bu aşırı olumlu beklentilerin gerçekleşmemesi pek çok Türk tekstil işletmesinin finansal sıkıntı yaşamasına neden olmuştur (Lau ve diğerleri, 2012; Anıl ve diğerleri, 2010; Frederick ve Gereffi, 2011). Bu da göstermektedir ki her ne kadar özellikle ihracat yapan yerli üreticiler yatırımcılar açısından daha başarılı olarak değerlendirilse de, esasında dış ticaret hususu Türkiye açısından fırsatların yanı sıra tehditleri de beraberinde getirmiştir. Küresel pazarlarda 2000 öncesi başarılı bir şekilde rekabet avantajı elde eden Türk tekstil firmalarından dış borçlanma finansman kaynaklarını daha yoğun şekilde talep edenler, 2000'ler sonrasında hem Çin rekabeti hem de finansal küresel krizin olumsuz etkileriyle yüz yüze gelmişlerdir. Daha önceki yatırım finansman kararları çoğu yerli işletmenin satışlarındaki düşüşün yarattığı finansal sorunları daha da derinleştirmiştir.

Bu da göstermektedir ki dış ticaret her ne kadar yatırımcıda daha olumlu beklentilerin oluşmasına neden olsa da, 2000'ler sonrası Türk tekstil sektörünün yaşadığı sorunlar, dış ticarete daha fazla odaklanmış işletmelerin finansman kararlarında daha stratejik ve dikkatli hareket etmeleri gerektiğini göstermektedir (Lau ve diğerleri, 2012; Anıl ve diğerleri, 2010; Frederick ve Gereffi, 2011). Yerel pazarda faaliyet gösteren işletmeler sadece yerel pazarın koşullarına tabi iken, dış ticaretle uğraşan işletmeler için ise hem yerel hem de küresel pazar koşulları önem arz etmektedir. Bu durum pek çok fırsat yaratmakta ancak aynı zamanda yukarıda da belirtildiği üzere, pek çok tehdidi de içinde barındırmaktadır. Bu nedenlerledir ki dış ticaretle daha fazla ilgili olan yerel sektörlerin daha dinamik ve değişen küresel pazar koşullarına hızlı bir şekilde cevap vermelerini sağlayacak finansman kararlarını seçmeleri daha doğru olmaktadır. Örneğin, karma finansman yaklaşımları özellikle küresel pazarlarda faaliyet gösteren işletmeler açısından daha az risk içerebilmektedir.

Sadece ihracat yapıp, uluslararası pazarlarda pazar payı edinen yerli işletmelerin yanı sıra ithalat yapan işletmeler için de aynı durumlar geçerli olmaktadır. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan işletmeler ara sanayi mallarını ve üretim ham maddelerini yüksek oranlarda küresel pazarlardan ithal etmektedir. Küresel pazarlardaki yüksek değişkenlik ve belirsizlik bu ara sanayi mallarının ve hammaddelerinin hem miktarını hem de fiyatını olumsuz etkileyebilmektedir. Türkiye'de ara mal ve hammadde ithalatının yoğun gerçekleştiği de dikkate alındığında elbette ithalat yapan bu işletmeler, küresel kriz gibi fiyat artışlarına

neden olan durumlardan olumsuz etkilenebilmekte ve bu da sonuçta işletmenin maliyetlerini ve net kârını olumsuz etkileyebilmektedir. Sonuçta da özellikle ara mal ithalatı yapan, Türk sanayi üretimini gerçekleştiren sektörler, 1990 krizlerinde ve 2007 küresel krizi sonrasında finansman kararlarına dair sorunlar yaşayabilmişlerdir (Johari ve diğerleri, 2010; Cohen ve Mazzeo, 2010).

Esasında tüm bu sorunlar ve iş dünyasının giderek daha dinamik ve değişken olması sebebiyle, yukarıda da belirtildiği üzere, Türkiye'nin yerel sektörleri yüzde yüz dış borçlanma ya da yüzde yüz öz kaynak finansmanının tercih etmeyip, giderek artan oranlarda karma finansman yöntemlerini tercih etmeye başlamaktadır (Garofalo ve Morganti, 2010; Denizer ve diğerleri, 2007). Küresel pazarlardaki belirsizlikler de, dış ticaretle uğraşan Türk işletmelerinin giderek daha fazla kısa vadeli projelere yönelmelerine neden olmaktadır. Uzun vadeli yatırım projelerinin desteklenmesinde ise birden çok işletme bir araya gelerek yatırım finansmanını paylaşarak uzun dönem yatırımları desteklemeye çalışmaktadırlar. Aslında bu da göstermektedir ki özellikle dış ticaretin Türk ekonomisi için 1980'ler sonrasında önem kazanmasıyla birlikte yatırım finansman kararları hangi sektörde faaliyet gösterirse göstere, her bir işletme için çok daha stratejik bir öneme kavuşmaya başlamıştır. Özellikle dış ticaret gibi küresel pazarlarla ilgili faaliyetlerde bulunan Türk işletmeleri için yatırım finansman yaklaşımları çok daha önem verilmesi gereken bir konu hale gelmiştir.

#### **2.4.2.3.Sektörün Rekabet Düzeyi ve Faaliyet Alanı**

İşletmenin içinde bulunduğu sektördeki rekabet yapısı da yatırım ve finansman kararları ile finansman kaynak bileşkesini önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Rekabetin yoğun olduğu sektörlerde genelde işletmenin pazar payı ve pazardaki etkinliği sürekli değişmekte olduğundan bu sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler geri ödeme risklerinin daha az olduğu öz kaynak finansmanını tercih etmektedir. Rekabetin yoğun olduğu sektörlerde ayrıca sektöre giriş-çıkışlar fazla olduğundan ve de işletmenin ileride finansman kaynaklarının geri ödemesinde riskleri daha fazla olduğundan, borçlanma finansmanını tercih etmemektedir. Rekabetin yoğun olduğu sektörlerde elbette banka vb. finansman sağlayan kuruluşlar da risklerin yoğun olmasından ötürü daha yüksek borçlanma maliyeti uygulamayı tercih etmektedirler (Berg ve Fuchs, 2013; Paligorova ve Yang, 2011).

Rekabetin yoğun olmadığı sektörlerde ise beklenen kâr düzeyi daha kolay tahmin edilebilir olduğu için işletmeler daha çok borçlanma finansmanını tercih edebilmektedir. Bu noktada sadece net kâr ve nakit akışı düzenli seyredecek olan yatırım projelerinin finansmanı konusunda işletmeler borçlanma finansmanına yönelebilmektedir (Becker ve Milbourn, 2011). Kısacası, yukarıda da bahsedildiği üzere, sektördeki rekabet düzeyi o sektörde faaliyet gösteren işletmelerin, diğer koşullardan bağımsız olarak borçlanma ya da öz kaynak finansmanına yönelmesine neden olabilmektedir. Türkiye’de rekabetin en yoğun olduğu sektör hızlı tüketim ürünleri sektörü olup, bu sektörde özellikle küçük ölçekli işletmeler öz kaynak finansmanını tercih etmektedir (Akın ve diğerleri, 2010).

Türkiye’de neredeyse her sektör için rekabet düzeyi, 1980’ler sonrası ülke ekonomisinin dışa açılmasıyla birlikte hızla artmıştır. Özellikle 1980-1990 yılları arasında Türkiye yerel sektörler açısından üretken ve rekabet edecek düzeyde olmayan yerli üreticilerin piyasadan hızla çıkıp, güçlü çok-uluslu yabancı işletmelerin yerel sektörlere girişine tanık olmuştur (Dudu ve Çakmak, 2013; Denizer ve diğerleri, 2007; Altug ve diğerleri, 2008). Bu dönemde elbette ilk başlarda sektörlerde yaşanan belirsizlik ve hangi yerli üreticinin piyasada kalmayı başarıp başaramayacağı bilinmediği için, işletmeler öz kaynak finansmanına yönelmiş ancak rekabet düzeyindeki belirsizlik öz kaynak finansmanını da maliyetli hale getirmiştir. Bu noktada yatırımcıların beklentileri ve sektörlerdeki rekabet düzeyini nasıl algıladıkları da yatırım finansmanı kararları üzerinde etkili olmaktadır. Rekabetin yoğun olduğu ve endüstrinin pek çok irili ufaklı işletme tarafından oluşturulduğu durumlarda, yatırımcının mevcut rekabet ortamının ne kadar süreceğine dair beklentileri önemli olmaktadır. Örneğin 2000 ve 2001 krizleri sonrası Türkiye bankacılık sektöründen fazlasıyla çıkışlar gerçekleşmiş, belli başlı büyük ve krizi atlatabilen bankalar faaliyetlerine devam etmişlerdir. Bu da yatırımcıların bankacılık sektörünün geleceğine dair rekabet beklentilerini tamamen değiştirmiştir. Bankacılık sektöründe rekabetin azalmasıyla birlikte hem yerel hem de küresel yatırımcılar artan oranlarda sektörün finansmanını desteklemeye başlamışlardır. Diğer taraftan Türkiye bankacılık piyasasının küresel kriz sonrası başarısıyla beraber rekabet bu piyasada daha da artmaya başlamış ve çok-uluslu pek çok banka tekrardan Türkiye pazarına girmeye başlamıştır (Öniş ve Güven, 2011; Uygur, 2010; Aydın, 2013).

Özellikle de Türkiye gibi gelişmekte ülkeler açısından, yukarıdaki analiz ve kritikler ışığında değerlendirildiğinde, Türkiye’de sektörlerin halen gelişmekte olması sebebiyle rekabet de yoğun düzeyde gerçekleşmektedir. Ancak rekabetin yoğun olmasının yanı sıra sektörlere giriş ve çıkışların halen devam ediyor olması da belirsizliği arttırmakta ve yatırımcıları, daha büyük ölçekli ve sektörde sürekliliği daha muhtemel olan işletmelere yatırım yapmaya yönlendirmektedir (Koç ve diğerleri, 2010). Bu süreçte küçük ve orta ölçekli işletmeler ise rekabetin yüksek olmasının da etkisiyle yatırım finansmanı bulmada çok daha fazla zorlanmaktadır.

Özetlemek gerekirse sektördeki rekabet koşulları Türkiye’de işletmelerin yatırım finansman kararlarını etkileyen ve dahası yatırım finansmanına dair kısıt ve koşulları da belirleyen en önemli faktörlerden biridir (Koç ve diğerleri, 2010; Öniş ve Güven, 2011). Çünkü rekabet sadece işletmelerin pazar payı ve talep için rekabet etmeleri anlamına gelmeyip, aynı zamanda işletmelerin kısıtlı olan yatırım finansman kaynakları için de rekabet etmeleri anlamına gelmektedir. Bu nedenle rekabetin hem hızla arttığı hem de daha değişken bir yapı arz ettiği Türkiye ekonomisinde yerli işletmeler açısından, faaliyette buldukları sektördeki rekabet koşullarının finansman kararlarına etkisi çok daha fazladır. Sektörde rekabetin yanı sıra işletmenin faaliyette bulunduğu sektör de başlı başına o işletmenin yatırım finansmanını etkileyen önemli faktörlerden biri olarak ortaya çıkmaktadır. Üretilen ürün ya da hizmetin ve/veya müşteri talep ve beklentilerine bağlı olarak işletmenin faaliyette bulunduğu sektör, finansman kaynaklarının ucuz ve bol olup olmasını da etkileyebilmektedir (Koç ve diğerleri, 2010).

1950’ler ve öncesinde imalat sanayi odaklı işletmeler reel ekonominin büyük bir bölümünü oluştururken, 1950’ler sonrasında ve 2000’lerde sosyal medyanın önem kazanmasıyla birlikte hizmet sektöründe faaliyet gösteren işletmeler, ülke ekonomisinde paylarını arttırmaya başlamışlardır (Soytaş, 2009; Özdemir, 2011). Esasında hizmet sektörünün daha zor taklit edilebilir olması, neticede pek çok gelişmiş ülke ekonomisinin imalat sanayinden çok hizmet sektörüne odaklanmasına neden olmaktadır. Bunun yanı sıra Çin’in küresel pazarlara hakim olmasıyla birlikte, imalat sanayinin teknoloji üreten ülkeler tarafından üretimsel anlamda gelişmekte olan ülkelere kaydırılması küresel pazarlarda 2000’ler sonrasında görülen bir trend olmuştur. Durum böyle olunca belli ülkeler belli iktisadi faaliyet alanlarında çok daha fazla etkinlik gösterir duruma gelmişlerdir. Örneğin



birçok otomobil üreticisi üretim faaliyetlerini belirtilen dönemde Türkiye’de konumlandırmıştır.

Faaliyet alanlarının finansal özelliklerine bağlı olarak da ilgili faaliyet alanına dair yatırımların finansmanının nasıl belirleneceği değişebilmektedir. Bazı faaliyet alanları daha fazla katma değer ve rekabet avantajı yaratmada daha başarılı olurken, diğer faaliyet alanlarında aynı durum söz konusu olmayabilmektedir (Koç ve diğerleri, 2010). Ülke ekonomisinin ilgili faaliyet alanındaki başarısı finansman kararlarını olumlu etkileyebilmektedir. Kısacası sektörü belirleyen ve tanımlayan, sektör büyüklüğü gibi faktörlerin yanı sıra ilgili ekonominin hangi faaliyet alanına odaklanmayı seçtiği de finansman kararlarını etkileyebilmektedir.

Türkiye ekonomisi genel anlamda yukarıda belirtildiği üzere, daha çok imalat sektörünün alt sektörlerinden biri olan tekstil ve gıda sektörlerinde faaliyet göstermektedir ve bunun temel nedeni de hammadde vb. tedarik zinciri koşullarının bu faaliyet alanlarını destekleyecek şekilde Türkiye’de gelişmiş olmasıdır (Koç ve diğerleri, 2010). Buna bağlı olarak Türkiye ekonomisi tekstil ve gıda sektörlerinde rekabet avantajı ve katma değer yaratabilmeyi başarmıştır. Bu nedenlerle bu faaliyet alanlarında yer alan işletmeler finansman kaynağı bulmakta diğer sektörlerde faaliyette bulunan işletmelere göre daha başarılı olabilmektedir.

Diğer sektörel özelliklerden bağımsız olarak, Türkiye’de finansal sistem de özellikle gıda, tarım ve tekstil sektörlerini destekleme yönünde gelişmiştir. Bunun yanı sıra ülkenin üç tarafının denizlerle çevrili olması nedeniyle, denizcilik ve dış ticarete bulunan işletmeler de özellikle 1980 sonrasında yatırım finansmanına dair daha fazla destek bulabilmiştir (Koç ve diğerleri, 2010).

Bir başka deyişle, ülke ekonomisine daha fazla katkı ve değer sağlayan sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler, finansman kaynaklarına daha kolay erişebilmekte ve daha ucuz finansman kaynakları bulup, bunları yatırımlarını desteklemekte kullanabilmektedir (Suhrcke, 2010). Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde belli faaliyet alanları, bu alanlarda faaliyet gösteren ve bu alanları destekleyen sektörler devlet tarafından da

desteklenmekte ve kamu finansman kaynakları dahi bu faaliyet alanlarında çalışan işletmelere tahsis edilebilmektedir (Suhrcke, 2010).

Bütün bu sektörel faktörler dikkate alındığında, daha önceleri de belirtildiği gibi özellikle bazı sektörlerin bu faktörleri diğerlerine göre daha başarılı ve iyi yansıttığı, makro ekonomik etkilere tepkileri de daha iyi verdiği söylenebilmektedir. İşte bu açılarından bakıldığında imalat sektörü makroekonomik ve sektörel faktörleri daha hızlı ve başarılı bir şekilde yansıtabilmesi, Türkiye göz önüne alındığında yoğun ve lokomotif sektör olması sebebiyle çalışmada ele alınmaktadır.

## **2.5. Türkiye İmalat Sektörü İşletme, Yatırım ve Finansman Kararları**

Türkiye ekonomisi genelde imalat sanayi odaklı bir ekonomi olup, hizmet sektöründe gelişim Türkiye açısından değerlendirildiğinde özellikle bankacılık sektörünün gelişmesiyle birlikte 2000'lerde hız kazanmaya başlamıştır (Köksal ve Özgül, 2010). İmalat sanayinin gelişmesinde özellikle Türkiye'nin hammadde ediniminde hem doğal kaynaklar açısından zengin olması hem de ülkenin jeopolitik konumunun hammadde ve ara sanayi malı ithalatı ve nihai imalat ürünü ihracatını destekler nitelikte olması oldukça etkili olmuştur (Köksal ve Özgül, 2010).

Ancak çalışmanın daha önceki kısımlarında belirtildiği üzere, Türkiye ekonomisinin büyük bir bölümü KOBİ'lerden oluşmaktadır ve özellikle imalat sanayiinde KOBİ'ler küçük ölçekli üretim gerçekleştirerek katma değer yaratmaya çalışmaktadır (Özcan ve Turunç, 2011; Karabulut, 2013; Duran ve Zehir, 2011). Her ne kadar imalat sanayi dış finansman kaynakları tarafından yüksek oranlarda desteklenmekteyse de bankalar ve diğer finansman sağlayabilecek finansal kurumlar, imalat sanayinde faaliyet gösterecek yerli KOBİ'lerin özellikle kuruluş aşamasında işletmenin faaliyet alanından ve yaratabileceği katma değerden çok, işletmenin kurucusunun finansal durumuna göre yatırım finansmanı sağlamaktadır. Bir başka deyişle yatırım finansman olanakları Türkiye'de ilgili KOBİ'nin gelecekte elde edebileceği gelir ve nakit akışı üzerinden değil de, o KOBİ'nin kurucusu ve sahibinin maddi ve finansal kaynakları dikkate alınarak sağlanmaktadır (Özcan ve Turunç, 2011; Karabulut, 2013; Duran ve Zehir, 2011). Ancak özellikle imalat süreçleri ağır sanayi üretim faktörleri,

üretim araçları ve yeterli büyüklükte üretim faaliyet alanı gerektireceğinden, imalat sektörü sabit maliyetleri yüksek olan sektörlerden birisidir. İmalat sürecinin başlatılabilmesi elbette ilk aşamada bu yüksek oranlardaki sabit maliyete sahip imalat faktörlerinin finansmanına bağlıdır.

Dolayısıyla Türkiye koşullarında dış finansman kaynaklarının özellikle kuruluş aşamasında imalat sanayinde faaliyet gösteren KOBİ'leri desteklemesi ancak KOBİ'nin kurucu ve sahibinin finansal gücüne bağlıdır (Duran ve Zehir, 2011; Carter, 2013; Beck ve diğerleri, 2011). Tüm bu nedenlerden ötürü, Türkiye'de halen imalat sektöründe KOBİ'ler çoğunlukla yatırım finansmanlarını öz kaynaklar ile ya da kurucu ve işletmenin sahibinin kendi finansman kaynakları aracılığıyla gerçekleştirmektedirler. Yüzde yüz öz kaynak finansman yönteminden sonra ise hem borçlanma hem de öz kaynak finansmanını içeren karma finansman yöntemleri tercih edilmektedir (Duran ve Zehir, 2011; Carter, 2013; Beck ve diğerleri, 2011). Özellikle de maliyetlerin çok fazla olduğu ağır imalat sanayi için kuruluş aşamasında Türk işletmeler ilk yatırım projelerini ve sabit üretim faktörlerini finanse ederken biraz önce belirtilen finansman bileşenlerini içeren karma finansman metodunu tercih etmektedirler.

Türkiye'de imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansman yöntemleri olarak hangi yaklaşımları daha çok kullandıklarına dair yürütülen çalışmalar göstermektedir ki imalat sektöründe faaliyet gösteren özellikle de KOBİ'lerin büyük bir bölümü, yatırımlarını finanse etmekte kendi öz kaynaklarını yeterli bulduğu için borçlanma finansmanını tercih etmemektedir (Guo ve Ma, 2011; Slavec ve Prodan, 2012; Beck ve diğerleri, 2011). Diğer KOBİ'lerin ise borçlanma finansmanını yüksek maliyetler nedeniyle tercih etmediklerini anlaşılmış ve bunlardan %10 gibi bir oran ise bankaların finansman kaynağı sağlamada istedikleri teminat oranlarını yüksek buldukları için borçlanma finansmanını tercih etmediklerini belirtmişlerdir (Guo ve Ma, 2011; Slavec ve Prodan, 2012; Beck ve diğerleri, 2011).

Literatür incelendiğinde, Türkiye'de imalat sektöründe faaliyet gösteren KOBİ'lerden borçlanma finansmanını tercih edenlerin büyük bir bölümü ticari kredi kullanırken sadece çok küçük bir bölümü yatırım kredilerini tercih etmektedir (Berument ve diğerleri, 2009; Karpak ve Topcu, 2010). Esasında bu da göstermektedir ki Türkiye'de

imalat sektörünün yatırım finansmanı halen doğru kanallar aracılığıyla gerçekleştirilememektedir. Ayrıca bu sonuçlar göstermektedir ki, imalat sektöründe borçlanma finansmanını tercih eden KOBİ'ler bankaların sağladığı finansman miktarını yeterli bulmamakta ve öz kaynak finansmanını da tercih etmektedir. Ancak borçlanma finansmanı yeterli gelmediğinde ve öz kaynak finansmanı da yeterli olmadığında, Türkiye'de imalat sanayinde faaliyet gösteren KOBİ'ler çeşitli devlet ve AB teşviklerini de dikkate almaktadır (Berument ve diğerleri, 2009; Karpak ve Topcu, 2010). Sağlanan vergi teşviklerinden, organize sanayi bölgesi teşviklerinden faydalanma ve KOSGEB teşvikleri vb. gibi finansal kaynak ya da ödeme kolaylığı yaratan teşvikleri kullanma yukarıdaki koşullarda devreye girmektedir.

Özellikle 2000'lerden itibaren Çin'in küresel pazarlarda hâkimiyetini arttırması ve küresel finansal kriz hem Türkiye hem de diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinin imalat sektörlerini olumsuz etkilemiştir (Gereffi ve Frederick, 2010; Berkmen ve diğerleri, 2012). Küresel pazarda rekabetin artması ve bunun yanı sıra krizle birlikte gelişmiş ekonomilerdeki talebin daralması, Türkiye'nin sanayi üretiminin satış düzeyini ve kârlılığını fazlasıyla olumsuz etkilemiştir. Durum böyle olunca da öz kaynak finansmanı dahi KOBİ'ler için yeterli olmamaya başlamıştır. Dolayısıyla imalat sektöründe faaliyet gösteren KOBİ'lere sağlanan finansman destekleri konusunda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, yukarıda da bahsi geçen teşvik programlarını sağlamaktadır (Gereffi ve Frederick, 2010; Berkmen ve diğerleri, 2012). Türkiye'de organize sanayi bölgeleri, Turquality gibi çeşitli destek projeleri ile KOBİ'lerin hem yerel hem de küresel pazarlardaki yatırımlarının finansmanı için destek sağlanmaya çalışılmaktadır. 2000'lerde küresel pazarda rekabet koşullarının daha da artmasıyla birlikte Türkiye'de devlet kurumları ile çeşitli kurum ve kuruluşlar da KOBİ'lere finansman sağlamaya odaklanmaya başlamıştır (Berk, 2009).

Diğer taraftan halen öz kaynak kullanımı yerine dış kaynak kullanımı ile yatırım finansmanının desteklenmesinde, özellikle Türkiye'deki KOBİ'ler açısından bir takım sıkıntılar yer almaktadır (Karan ve Arslan, 2009; Akyüz ve diğerleri, 2006; Cull ve diğerleri, 2006). İlk olarak yapılan ampirik analizler göstermektedir ki imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler günümüzde hedef borçlanma oranını dikkate almamakta ve kurumsallaşma henüz tamamlanmadığından yatırım finansmanı yönetsel ve/veya finansal bilgi ve tecrübesi olmayan şirket kurucu ve sahipleri tarafından yürütülmektedir. Durum

böyle olunca dış finansman kaynakları özellikle de bankalar, KOBİ'lere yatırım finansmanında kredi sağlama konusunda çok da istekli olmamaktadırlar. Çünkü genel anlamda KOBİ'ler, büyük ölçekli işletmelerden sadece üretim ölçeği açısından değil aynı zamanda yönetim becerileri, stratejik yönetim, diğer yönetsel beceri ve tecrübeler ve kurumsallaşma açısından da farklı durumda olup, henüz büyük ölçekli işletmelerin seviyesine gelememiş olarak algılanmaktadırlar.

Bu noktada asimetrik bilgi sorunu da tekrardan devreye girmektedir (Myers ve Majluf, 1984; Noe ve Rebello, 1996; Karan ve Arslan, 2009; Akyüz ve diğerleri, 2006). Çünkü dış finansman kaynakları, KOBİ'nin yönetsel beceri ve tecrübelerinden ve kurumsallaşmanın düzeyinden gerektiği kadar bilgi sahibi olamamakta ayrıca bunun için gereken analizleri yürütecek vakte de sahip bulunmamaktadırlar. Bu nedenle de henüz üretim ölçeği düşük olan fakat büyüme potansiyeli yüksek olan işletmeler ihtiyaç duydukları yatırım finansmanına ulaşamamaktadırlar.

Ayrıca Türkiye imalat sanayi sektöründe yatırım finansmanına dair yürütülen analizler, hedef borçlanma oranının belirlenmesinde büyük ölçekli işletmeler ile KOBİ'ler arasında büyük farklar olduğunu ortaya koymaktadır (Akyüz ve diğerleri, 2006; Gonenc, 2005). Buna göre büyük ölçekli Türk imalatçılarının neredeyse tamamı hedef borçlanma oranına sahip olup, bu oranı satışların, aktiflerin belli bir oranı üzerinden belirlerken, KOBİ'ler arasında hedef borçlanma oranı belirlemiş işletmelerin oranı %50'nin altındadır. Beattie, Goosacre ve Thomson'ın (2006) İngiltere üzerine gerçekleştirdiği çalışma da Türkiye için geçerli durumu destekler niteliktedir.

İngiltere'de de KOBİ'ler, büyük ölçekli işletmelere göre hedef borçlanma oranını daha düşük oranlarda dikkate almaktadır. Elbette Türkiye açısından değerlendirildiğinde KOBİ'lerin hedef borçlanma oranı belirlememesi hem yatırım finansmanın optimum düzeyde olmasına engel olmakta hem de dış finansman kaynaklarına KOBİ'lerin finansal yönetimine dair olumsuz sinyal vermektedir (Akyüz ve diğerleri, 2006; Gonenc, 2005). Bu da özellikle KOBİ'lerin daha çok öz kaynak finansmanı yoluyla yatırımlarını finanse etmek durumunda kalmalarının bir diğer nedeni olarak değerlendirilmektedir.

Tüm bunların yanı sıra finansal hiyerarşi teorisinin varsayımlarının, Türkiye imalat sanayindeki işletmeler için de geçerli olduğu görülmektedir (Sayılğan ve diğerleri, 2006). Çalışmanın önceki bölümlerinde de belirtildiği üzere, finansal hiyerarşi teorisine göre herhangi bir işletme hangi yatırım projesini finanse ederse etsin, finansman kaynağı olarak ilk önce eldeki iç kaynaklarını değerlendirip sonrasında öz kaynaklar yeterli gelmediğinde dış borçlanma finansman kaynaklarını değerlendirmeye başlamaktadır.

Kısacası ister öz kaynak ister dış borçlanma yaklaşımları kullanılıyor olsun, her bir yöntemin kendine göre avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Önemli olan imalat işletmesinin mevcut makroekonomik şartlar, sektörel koşullar ve firmaya özgü yapısal koşulla bağlı olarak en doğru finansman kaynağını ya da kaynak bileşkesini seçebilmesidir.

Bütün koşullar dikkate alındığında ilk aşamada işletme daha önceden herhangi bir faaliyette bulunarak belli bir pazar payı elde edip düzenli nakit akışı sağlayamamış olduğundan, dış finansman sağlayacak kuruluşlar açısından işletmeye finansman sağlamak büyük riskler içermektedir (Haushalter, 2000; Grinblatt ve Titman, 2002). İşletmenin başarılı olup olmayacağına kesin olmadığından, işletme dış finansman sağlamakta zorlanacak ve yatırım finansmanını genelde ilk önce eldeki öz kaynak finansmanını değerlendirerek gerçekleştirmeyi tercih edecektir (Haushalter, 2000; Grinblatt ve Titman, 2002). Sonuç olarak kuruluş aşamasında olan işletmeler ağırlıklı olarak öz kaynak kullanmaktadır (Aras ve Müslümov, 2003).

Diğer taraftan, işletmenin geliri ve piyasadaki pazar payı arttıkça yatırım finansmanında öz kaynak yerine daha yoğun olarak dış borçlanma finansmanını tercih etmektedirler. Çünkü işletme büyüdükçe hissedarlar arasındaki yönetim uyumsuzlukları gibi riskler artacağı ve güvenilir bir işletme haline gelmekle birlikte dış borçlanmanın maliyeti azalacağı için, borçlanma yoluyla yatırım finansmanı tercih edilmektedir (Wilson, 2012). Benzer şekilde imalatçı işletme piyasadaki varlığını başarılı bir şekilde sürdürdükçe, bu durum banka gibi dış borçlanma finansman kaynağı sağlayacak kurumlara da işletmenin aldığı finansman kaynağını ilerde başarılı bir şekilde ödeyebileceğine dair olumlu bir işaret göndermektedir. Özetle yukarıda da belirtildiği üzere, koşullara ve işletmenin amaç ve stratejilerine bağlı olarak tercih edilmesi gereken optimum finansman kaynakları da zaman içinde değişebilmektedir.

Yükeri'nin (2009) tez çalışmasında bulduğu verilerin ışığında da değerlendirildiğinde, Türkiye imalat sektöründe işletmelerin yatırım finansman kaynağı açısından özellikle dikkat edilen husus risk yönetimidir (Karadeniz ve diğerleri, 2009). Bu noktada önemli olan risk primi yani kaynak maliyetidir. İşletme yeni yatırım projesine dair riskleri yüksek olarak değerlendirdiğinde genelde finansal hiyerarşi teorisini destekler nitelikte hareket edip, ilk başta dış kaynak maliyetinin yüksek risk primi nedeniyle yüksek olacağını düşündüğünden öz kaynak finansmanına yönelmektedir. Risk faktörünün yanı sıra imalat sektöründeki işletmelerin yatırım finansman kaynağını belirlemede belli başlı faktörler önem kazanmaktadır (Haushalter, 2000; Grinblatt ve Titman, 2002). Bu faktörler gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin imalat sektörlerinde geçerli olduğu gibi Türkiye imalat sektörü için de geçerli olmaktadır. Bu faktörlerin en temel olanları şunlardır:

- a) Finansman kaynağının yatırım projesine olan uygunluğu;
- b) Finansman kaynağının işletmeye sağlayacağı geri ödeme esnekliği;
- c) Geri ödeme zaman ve planlaması ve
- d) Finansman kaynağının maliyetidir.

Esasında finansman kaynağına dair kararları etkileyen tüm bu faktörler sadece imalat sektörü için geçerli olmayıp, tüm sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler için geçerli olmaktadır (Taggart Jr., 1997; Myers, 1984; Karadeniz ve diğerleri, 2009). Ancak çalışmanın önceki kısımlarında belirtildiği üzere, özellikle kuruluş aşamasında imalat sektöründe faaliyet gösteren bir işletmenin finansman kaynağı seçiminde yukarıda sıralanan faktörler çok daha önemli olmaktadır. Çünkü kuruluş aşamasında riskler daha fazla olup imalat işletmelerinin kuruluş aşamasında, örneğin hizmet sektöründen farklı olarak, sabit maliyetler çok daha yüksek olmaktadır. Bu nedenle imalat sektöründe kurulan bir işletme başarısız olması durumunda finansal kayıpları daha fazla olacaktır.

Yukarıda sıralanan faktörler her ne kadar imalat işletmesinin kuruluş aşamasındaki yatırım finansmanını fazlasıyla etkilemekteyse de, yatırım projesinin içeriği ve yapısı da bu faktörlerden hangilerinin imalatçı için daha etkili olacağını belirleyebilmektedir (Damodaran, 2010; Brealey ve diğerleri, 2006; Fama, 1998). Örneğin uzun dönemli yatırım projelerinde geri ödeme esnekliği ve maliyetler daha önemli iken, kısa dönemli yatırım projelerinde ise geri ödeme zamanı daha önemli olabilmektedir. Ancak analizler

göstermektedir ki yatırım projesinin içeriği nasıl olursa olsun, imalatçının en çok önem verdiği faktör maliyet olarak öne çıkmaktadır (Damodaran, 2010; Brealey ve diğerleri, 2006; Fama, 1998). Bu noktada, özellikle de dış borçlanma finansmanı kullanımında faiz oranları büyük önem arz etmektedir.

Faiz oranları üzerinden analiz yapıldığında genelde herhangi bir işletme, yatırım projesinin net iskonto edilmiş bugünkü değeri üzerinden projeyi finanse edip etmeyeceğine karar vermektedir. Bu noktada dış borçlanma finansman kaynaklarının önerdiği faiz oranları üzerinden işletme yatırım projesinin tüm dönemlerde yaratacağı nakit akışlarının bugünkü değeri ile finansman maliyetini karşılaştırıp, yatırım projesini ilgili kaynakla finanse edip etmeyeceğini belirlemektedir (Chua ve diğerleri, 2011; D’Mello ve Mitanda, 2010; Denis ve McKeon, 2012). İşletmelerin yoğun olarak kullandığı diğer bir yöntem ise iç getiri oranı olup, işletme kendisi önceden belirlediği bir oran üzerinden yatırım finansman maliyetlerini dikkate alıp, iç getiri oranını (iç verim oranı) faiz oranları ile kıyaslamaktadır. Esasında bu oran fırsat maliyet oranını da ifade etmektedir. Dolayısıyla ister imalat sektöründe ister imalat dışı herhangi bir sektörde faaliyette bulunsun her bir işletme için yatırım projesinin maliyeti, fırsat maliyeti de dâhil, yatırım finansman kaynağının belirlenmesinin yanı sıra yatırım finansman projesinin gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğini de belirlemektedir (Chua ve diğerleri, 2011; D’Mello ve Mitanda, 2010).

Özellikle uzun dönemli yatırım projelerinde finansman maliyeti çok daha büyük önem arz etmektedir. Çünkü ister öz kaynak isterse dış borçlanma finansmanı kullanılmış olsun, uzun dönemli yatırımlar aynı zamanda uzun dönemli finansman kaynağı gerektireceği için maliyetlere dair belirsizlikler ve riskler de artacaktır (Bierman Jr. ve Smidt, 2012; Denis ve Sibilkov, 2010; Lerner ve diğerleri, 2011). Türkiye imalat sanayi sektörü dikkate alındığında ise uzun dönemli projelerin finansmanı imalat işletmeleri için çok daha büyük önem arz etmekte olup, daha stratejik finansman yönetimi gerekliliğini de beraberinde getirmektedir.

Özellikle 1980-2000 döneminde Türkiye’de, hem kısa hem de uzun dönem faiz oranları çok daha değişken bir şekilde hareket etmiş ve bunun temel nedenlerinden birisi de enflasyon olmuştur. Yüksek enflasyonla birlikte nominal faiz oranlarının da yükselmesi, ilk başta dış borçlanma maliyetinin yükselmesine neden olmuştur (Yıldırım ve Taştan, 2012).



Piyasada ve Türkiye ekonomisinde aynı dönemde risklerin yükselmesiyle birlikte finansal kuruluşlar, özellikle de bankalar risk primlerini yüksek tutmuşlardır (Yıldırım ve Taştan, 2012). Sonuç olarak Türk imalat sektörü 2000 öncesi dönemde, 2000 sonrası döneme göre yatırım projelerini finanse ederken daha yüksek maliyetlerle karşılaşmışlardır.

Yüksek faiz oranları aynı zamanda Türk imalat sanayisinin öz kaynak finansmanının maliyetlerini de yükseltmiştir. Çünkü potansiyel hissedar olabilecek yatırımcılar finansal kaynaklarını, getirisi hem daha kesin hem de daha yüksek olan bankalara yatırmayı tercih etmişlerdir (Akyürek ve diğerleri, 2011; Kia, 2010; Aktaş ve diğerleri, 2010). Bir başka deyişle, faiz oranlarının 2000'ler öncesinde yüksek seyretmesi aynı zamanda imalat işletmelerinin yatırımlarından beklenen getirinin verim oranının da çok daha yüksek olması gerekliliğini doğurmuştur. Durum böyle olunca pek çok imalat işletmesi o dönemde getirisi yüksek ve pozitif ama yeterince yüksek olmayan yatırım projelerini faaliyete geçirememiştir. Özellikle imalat sektörü yatırım projeleri çok daha fazla oranda maliyeti yüksek sabit varlıklara yatırım yapılmasını gerektirdiği için, Türk imalat sektörü için maliyet konusu 2000'ler öncesinde yatırım finansman kaynaklarını etkileyen en önemli ve ciddi faktör haline gelmiştir.

Günümüzde ise faizlerin ve enflasyonun çok daha durağan olması nedeniyle yatırım maliyetleri eskisi kadar Türk imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler açısından kritik bir öneme sahip değildir (Akyürek ve diğerleri, 2011; Kia, 2010; Aktaş ve diğerleri, 2010). Özellikle 2001 krizi sonrasında Türk finansal ve ekonomik yapısının daha dengeli bir hale gelmesi beklentilerin de olumlu gelişmesine neden olmuş ve faizlerin düşmesiyle birlikte hem bankalar hem de yatırımcılar reel ekonomiye destek sağlamaya odaklanmışlardır.

Kısacası yatırım finansman kaynaklarının maliyetinin azalmasıyla birlikte imalat sektörü işletmeleri de dış borçlanma kaynaklarını daha artan oranda kullanmayı tercih etmektedir (Yücel ve Yıldırım, 2010; Czarnitzki ve Kraft, 2009; Slavec ve Prodan, 2012; Akyürek ve diğerleri, 2011). Çünkü böylelikle dış finansman maliyeti daha düşük ve geri ödeme konusunda muhtemelen daha problemsiz gerçekleşecek aynı zamanda dış finansman olmaması durumunda ikamesi olarak kullanılan öz kaynak finansmanının yaratacağı yönetsel problemler de engellenebilecektir.

Bu noktada imalat sektöründe özellikle yeni faaliyete geçen işletmeler öz kaynak finansmanı ile yatırım projelerini finanse etmeyi tercih ettiğinden, uzun vadede bu durum büyük kuruluşların işletmelerin yönetimine karışmasına neden olabilmektedir (Yücel ve Yıldırım, 2010; Slavec ve Prodan, 2012; Akyürek ve diğerleri, 2011). Bu nedenlerle Türkiye ekonomisinin son yıllarda daha durağan ve istikrarlı bir şekilde ilerlemesi bu tür sorunların imalat sektörü işletmeleri açısından ortadan kalkmasına katkıda bulunduğu varsayılmaktadır.

Yatırım finansman kaynağının maliyetinin yanı sıra geri ödeme esnekliği de özellikle imalat sektörü için büyük önem arz etmektedir (Barbosa-Filho, 2012; Liu ve diğerleri, 2012; De Mooji, 2011). Çünkü imalat sektörü açısından yatırım projeleri uzun vadeli olmakta ve genelde işletmenin uzun dönem yatırım projesinden pozitif nakit akışı elde etmesi de uzun dönemde gerçekleşmektedir. Durum böyle olunca imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler daha uzun vadede geri ödeme imkânı sunan öz kaynak finansmanını daha çok tercih etmektedirler (Barbosa-Filho, 2012; Liu ve diğerleri, 2012; De Mooji, 2011). Özellikle kuruluş aşamasında olan imalat işletmeleri ya da imalat sektöründe faaliyet gösteren KOBİ'ler öz kaynak finansmanını tercih etmektedir. İşletme büyüdükçe ise öz kaynak sermayesinden ziyade dış borçlanma finansmanı tercih edilmektedir. Çünkü işletme büyüdükçe gelirler de artacağı için yüksek öz kaynak sermayesi, gelirlerin çok daha fazla sayıda hissedar arasında paylaşılmasına ve yönetimin çok daha zor olmasına neden olacaktır.

Ayrıca işletme büyüdükçe geri ödeme esnekliği faktörü de önemini yitirmeye başlayacaktır. Çünkü bir kez işletme imalat sektöründe pazar payını arttırıp, pazardaki faaliyetlerini garantiye aldıktan sonra düzenli pozitif nakit akışı gerçekleştirebilecek ve böylelikle dış borçlanma finansmanını çok daha rahat geri ödeyebilecektir (Barbosa-Filho, 2012; Liu ve diğerleri, 2012; Denis ve McKeon, 2012) . Bu da göstermektedir ki maliyet faktörü hususunda olduğu gibi finansman kaynağının geri ödeme esnekliği faktörü de uzun vadede, kısa vadede olduğuna göre daha az önemli hale gelmektedir.

Yatırım finansman kaynağının esnekliği de Türkiye için özellikle 1980-1990 döneminde çok daha büyük önem arz etmiştir (Kılınç ve diğerleri, 2012; Ulussever, 2011; Özmen ve diğerleri, 2012; Denis ve McKeon, 2012). Çünkü bu dönemde uzun vadeli yatırım

projelerinin geri ödemesinde en büyük etken yüksek enflasyonun yatırımcılar açısından yarattığı belirsizlik olmuştur. Belirsizliğin artması ilk aşamada yatırımcının imalatçıdan çok daha hızlı bir şekilde yatırımın geri ödenmesini gerçekleştirmesini talep etmesine neden olmaktadır. Ancak yukarıda bahsedildiği üzere, bu durum imalat sektörüne özgü yatırımların uzun vadede pozitif nakit akışı sağlaması durumuyla çelişmektedir (Kılınç ve diğerleri, 2012; Ulussever, 2011; Özmen ve diğerleri, 2012; Denis ve McKeon, 2012).

Bir başka deyişle, finansman kaynağının geri ödemede esneklik sağlamaması, özellikle imalat sektöründe işletmelerin daha çok öz kaynak finansmanına yönelmesine neden olmaktadır. Çünkü öz kaynak ve dış borçlanma finansman yöntemleri göz önüne alınarak bakıldığında, en fazla geri ödeme esnekliğini öz kaynak finansman yöntemi sağlamaktadır.

Benzer şekilde Yükeri (2009) da çalışmasında şu sonuca varmıştır: imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin %60'dan fazlası kısa dönem borçlanmayı tercih etmektedir. Bu da göstermektedir ki uzun dönemde yüksek miktarlarda tek seferde borçlanmak yerine, Türk imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler kısa vadelerde ancak birden çok defa borçlanmayı tercih etmektedir (Srinivasa ve diğerleri, 2011; Gauthier ve diğerleri, 2010; Kaya ve Alpan, 2012). Böylelikle ekonomideki belirsizlikle daha iyi başa çıkılabilmekte ve de geri ödeme konusunda oluşabilecek riskler elimine edilmeye çalışılmaktadır.

Ancak diğer taraftan, çok sayıda kısa vadeli olacak şekilde yatırım finansman yaklaşımlarının tercih edilmesi bu kez de işlem maliyetlerini yani iletişim, kırtasiye ve organizasyon vb. maliyetlerin artmasına neden olmaktadır (Srinivasa ve diğerleri, 2011; Gauthier ve diğerleri, 2010; Kaya ve Alpan, 2012). Tüm bu faktörler de göstermektedir ki Türkiye imalat sektörü açısından yatırım finansmanı çok daha stratejik bir yönetim yaklaşımını gerektirmektedir. Ancak Türk imalat sektörünün çoğunlukla KOBİ'lerden oluştuğu dikkate alındığında, hem yönetsel hem de finansal yardımın gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Özetlemek gerekirse, yukarıda değinilen yatırım finansmanını etkileyen faktörler, Türkiye'nin makroekonomik yapısı ve ilgili sektörlerin yapısına bağlı olarak zaman içinde değişiklik göstermişlerdir (Ulussever, 2011; Alper ve Anbar, 2011; Muradoğlu ve diğerleri,

2013). Maliyetlerin çok yüksek olduğu 2000 öncesi dönemlerde, yatırım finansman kaynaklarının maliyetleri, geri ödeme planlaması ve esnekliği çok daha büyük önem kazanmıştır. Ancak zamanla izlenen iktisadi politikalar, finansal ve sektörel düzenlemelerle birlikte Türkiye imalat sektörü ve ekonomisi çok daha istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. 2000 ve 2001'deki krizlerle birlikte imalat sektöründe etkin bir finansman yapısına sahip olmayan imalat şirketleri sektörleri terk etmiş ve sonuçta geriye kalan işletmeler, finansman yönetimini çok daha etkin idare edebilen işletmeler olmuşlardır.

Bunun yanı sıra ülke ekonomisindeki istikrarın özellikle 2004 sonrası daha da artmasıyla birlikte, işletmeler maliyet ve geri ödeme planının esnekliğinden çok, finansal yapılarının daha az riskli hale gelmesine odaklanmışlardır. Özellikle finansal yönetimin önemi, düzenlemelerle birlikte daha da artmış ve ister hizmet ister imalat sektöründe faaliyet gösteriyor olsun her bir Türk işletmesi finansman yönetimini daha stratejik hale getirmeye çalışmıştır (Ulussever, 2011; Alper ve Anbar, 2011; Muradoğlu ve diğerleri, 2013).

İşletmelerde finansman kaynaklarını etkileyen faktörler ele alınırken yatırım finansmanı yanında kaynak gerektiren diğer önemli kalemler olan kısa vadeli yatırım olarak nitelendirilebilecek çalışma sermayesi ihtiyacı, net kâr ve bu kârlılığa göre finansman gereksinimi ya da iç kaynak kullanımı, kâr payı yani temettü dağıtımı ve nakit ihtiyacı işletmeye özgü karakteristiklerdir.

İşletme faaliyetleri olarak çalışma sermayesi ihtiyacı ve dönem kârı ön plana çıkmaktadır. İşletmeler alacak, borç ve nakit döngülerini aynı anda yapamayacakları için ve bu döngü bir süre alacağı için finansmana ihtiyaç duymaktadırlar. İşte buna çalışma ya da işletme sermayesi adı verilmektedir. Doğal olarak finansman kaynağı gerektiren bu kalem finansal planlama ve finansman politikasında önem arz eder hale gelmektedir. Dolayısıyla finansman kararları üzerinde etkili olup olmadığı da araştırılması gereken bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Özellikle kısa ve orta vadeli finansal planlama aşamasında işletmenin çalışma sermayesinin finansman kararları üzerinde etkili olması beklenmektedir. Buna ek olarak Türkiye imalat sektörü işletmelerinin çalışma sermayesi finansman bileşkesinin ortaya konmasının sektördeki işletmeler ve yatırımcılar açısından faydalı olabileceği düşünülmektedir.

İşletme sermayesi ihtiyacını etkileyen ve buna bağlı olarak yönetimini belirleyen birçok faktör bulunmaktadır. Bunlardan bazıları firmanın içinde bulunduğu sektör, firmanın büyüklüğü, kapasitesi, üretim süresi, tedarik ve satış şartları, satıcı kredileri vb. gibi işletmeye özgü faktörler iken, teknolojik gelişmeler, teşvik, vergi uygulamaları, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, fiyat seviyesindeki değişiklikler gibi faktörler de çevresel faktörler olarak sıralanabilir (Aksoy ve Yalçın, 2008).

Dönen varlıkların yanında, cari borçların (kısa vadeli borç) yönetimini de kapsayan işletme sermayesi yönetiminde finansman stratejilerin de dikkate alınması gerekir. İşletme sermayesi finansmanında kısa vadeli borç kullanım düzeyi arttıkça finansman maliyeti düşerken, risk ve kârlılık artmakta; kısa vadeli borç kullanım düzeyi azaldıkça finansman maliyetleri artarken, risk ve kârlılık azalmaktadır. Bu çerçevede, işletme sermayesi finansmanında kısa vadeli borç kullanım düzeyi işletmelerin finansman stratejilerine bağlıdır ve maliyet-risk-kâr üçgeninde finansman politikası kararını etkileyen birçok unsur bulunmaktadır. Mevcut ekonomik ortam, gelecek ile ilgili beklentiler ve işletmelerin sahip olduğu imkânlar politikaların belirlenmesi üzerinde etkili olmaktadır. Nakit dönüş süresi de işletme sermayesi politikasının saldırganlığını ölçmek için bir ölçü olarak kullanılır. Nakit dönüş süresinin uzun olması ihtiyatlı işletme sermayesi politikasına karşılık gelirken, daha kısa nakit dönüş süresinin saldırgan işletme sermayesi politikasına karşılık geldiği söylenebilir (Lions, 2010).

İşletmelerde en önemli amaç kâr elde etmektedir. Kârlılık işletmelerin büyümeleri, değerlendirilmeleri ve varlıklarını sürdürebilmeleri açısından olmazsa olmaz bir durumdur. İşletmelerin net kârlarının pozitif olması durumu işletmeye değer katarak, öz kaynaklarını artırırken, az kalması ya da negatif olması durumu hem öz kaynaklarını azaltabilmekte hem de yetersiz olması sebebiyle işletmeler diğer finansman kaynaklarına ihtiyaç duyabilmektedirler. İşte bu sebeplerle kârın finansman kaynakları üzerine olan etkisi ve bu etkinin tespit edilmesi önem arz etmektedir.

Bunun yanı sıra kârlılık sermaye yapısı teorilerinden olan dengeleme teorisine göre fon sahiplerine pozitif sinyal vererek, ilgili yatırımcıya yatırımlarının sıkıntısız bir şekilde geri döneceğini işaret ederek işletmenin dış kaynak bulabilmesini kolaylaştırabilmektedir. Diğer taraftan kârlılığı yeterince fazla olan işletme dış kaynak kullanımına daha az ihtiyaç

duyabilmekte çünkü iç kaynakları finansman ihtiyaçlarını karşılamakta yeterli olabilmektedir. İşte bu sebeplerle kâr finansman kararlarında önemli olmaktadır.

Kâr elde eden işletmelerde, bu kârın bir kısmı büyüme ve değer kazanmaya ayrılırken kârın bir miktarı da kâr payı olarak ortaklara dağıtılabilmektedir. Artık kâr payı politikasına göre işletmelerde kısa, orta ve uzun vadeli bütün yatırım imkânları değerlendirilip, finansman gerektiren kalemler ile ilgili ihtiyaçlar giderildikten hatta likidite ihtiyaçları da halledildikten sonra kalan kârın temettü olarak dağıtılması tercih edilebilmektedir. Temettü politikası işletmenin değerini değiştirmeyebilir, azaltabilir ya da artırabilir (Akgüç, 1998). Ancak bu noktada yatırımlar ve çalışma sermayesi gibi temettü de etki olarak diğerlerine oranla daha sonra geliyor olsa da finansman bileşkesini etkileyen bir faktör ve bir fon ihtiyaç kalemi olarak ortaya çıkmaktadır. Bu noktada temettü ödemelerinin finansman politikalarını etkileyen işletmeye özgü faktörlerden olabileceği varsayılmaktadır. İşletmelerde yatırım imkânlarının pozitif net bugünkü değer yaratmadığı ve dolayısıyla genelde tercih edilmediği durumlarda işletme elde ettiği nakit akışını daha büyük olasılıkla kâr payı dağıtımında kullandığı durumlarda, temettü daha da fazla etkili bir fon ihtiyaç faktörü olarak ortaya çıkmaktadır. Öte yandan nakit temettü ödemeleri çalışma sermayesi ve sermaye harcamaları için gerekebilecek nakdin ortaklara dağıtılması durumlarını da doğrular ki bu şekilde de finansman kararlarını etkileyebilmektedir. İşletmelerin kâr payı dağıtımının içsel bir karar olduğu düşünüldüğünde bu rastgele etkenin 2005 sonrası dönemde finansman kararlarına olan etkisi nasıl olmaktadır konusu da test edilecektir.

Bütün bunlar ele alınarak değerlendirildiğinde işletmelerin en az maliyet ile finansman sağlayarak piyasa değerini maksimize etme hedefi yolunda yatırımlar kararları ile finansman kararları ile birlikte bunların arasındaki ilişkinin ortaya konabilmesi de önemli hale gelmektedir. Literatürde yatırım ile finansman ilişkisi üzerine kârlılığı etkileyen faktörlerin, nakit akışlarının ve finansal kısıtların yatırımlara etkisi ve sermaye yapısı ile ilgili birçok çalışma mevcuttur. Ancak bu çalışmada bunlardan farklı olarak makroekonomik temel faktör olan risksiz faiz oranları ile firmaya özgü etkenler olan çalışma sermayesi ihtiyacı, kâr ve temettü dağıtımını değişkenleri göz önünde bulundurularak, Türkiye ekonomik yapısını en iyi yansıtacağı düşünülen imalat sektörü işletmelerinin yatırım kararları ile finansman kararları arasındaki ilişki üzerine ampirik bir analiz gerçekleştirilecektir. Yatırım ve finansman kararları arasındaki ilişki ile birlikte hangi yatırımların ne tür finansman

kaynak bileşkesi ile finanse edildiği araştırılacak, ek olarak 2005 ve sonrasında işletme yatırım faaliyetleri ve ek faktörlerin işletme finansman kararları üzerinde etken faktörler olup olmadığı, bunun yanı sıra etkense finansman politikalarını nasıl etkilediği irdelenecektir.

## BÖLÜM III. YATIRIM VE FİNANSMAN KARARLARININ ANALİZİ: TÜRKİYE İMALAT SEKTÖRÜ ÖRNEK OLAYI

### 3.1. Amaç ve Metodoloji

İşletmelerin firma değerini maksimum yapma amacına yönelik olarak yatırımlar ve yatırımların finansmanı büyük önem arz etmektedir. Bu noktada işletme faaliyetleri ve yatırımlar ile finansman politikaları ilişkisi ve yatırım finansman kararlarını etkileyen makro, sektörel ve mikro faktörlerin incelenmesi ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde küresel rekabette stratejik davranabilmek ve pay sahibi olabilmek için günümüz dinamik hayatında stratejik finansal yönetim gerekmektedir. 2000’li yıllara kadar Türkiye yüksek enflasyon, yüksek borç gibi olumsuz makro faktörler içeren ve sistematik riskleri çok olan bir ekonomik görünüm sergilemiştir. 2001 sonrasında Türkiye ekonomisi hem büyüme trendine girmiş hem de 2000’lerden önceki finansal disiplinsizlikten kaynaklanan pek çok sistematik problem, gerekli düzenleme ve denetleme mekanizmasının özellikle 2001 ekonomik krizi sonrasında geliştirilmesiyle birlikte çözülmüştür. Dolayısıyla işletmelerin yeni sistematik etmenlerle oluşan ekonomik yapıda kendi sektörlerinde özellikle sistematik olmayan, işletmenin kendine özgü özellikleri olan yatırım kararları, finansman kararları ve bunların birbirlerine olan etkilerinin tespit edilmesi anlamlı olabilecektir.

Bu çalışmanın amacı Türkiye Muhasebe Standartlarının finansal tablolarda uygulanmaya başlanma tarihi olan 2005 ve sonrası yıllarda Türk imalat sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’a kote olmuş belli büyüklükteki işletmelerin, yatırım ve finansman kararları arasındaki ilişkileri incelemek, yatırım finansman kararlarını etkileyen faktörleri analiz etmek ve bu faktörlerden yatırımların, çalışma sermayesinin, kârlılık durumunun, temettü dağıtımının ve risksiz faiz oranının finansman kaynak tercihine olan etkisini ortaya koyabilmektir. Ele alınacak olan değişkenlerden hangilerinin yatırım finansman tercihlerinde ve politikalarına etkili ve anlamlı olduğu tespit edilmeye çalışılacak ayrıca kısa vadeli fon ihtiyacı yani çalışma sermayesi, sabit sermaye harcamaları yani uzun vadeli yatırımlar, iç kaynak sağlayabilme durumu yani kârlılık, temettü dağıtımı ve temel



ekonomik gösterge olan risksiz faiz oranının işletmelerin finansman kaynak tercihlerini nasıl etkilediği de araştırılacaktır. Bu noktada işletmelerin finansman ihtiyacı gerektiren kalemlerini ne tür kaynaklar ile finanse ettiğine ve finansman politikalarında trend etkisi olup olmadığına da bakılacaktır.

Çalışmada genel olarak işletmenin yatırımları ile finansman politikaları arasındaki ilişki aranmaktadır. Bu bağlamda çalışma sermayesi ihtiyacının, sermaye yatırımlarının, işletme kârının, dağıtılan temettülerin ve sistematik riskin temsilcisi olarak risksiz faiz oranının finansman kaynakları olarak ele alınan kısa vadeli yabancı kaynaklara, uzun vadeli yabancı kaynaklara, öz kaynaklara ve nakit ve nakit benzerleri üzerine olan etkilerine bakılacaktır. Bu çerçevede kısa ve uzun dönemli olarak ayrılmış olan yatırımlar ve temettü fon ihtiyacını yani fon kullanım yerlerini ifade etmekte iken, kısa vadeli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar ise fon kaynağı olarak ele alınmaktadır. Nakit ve nakit benzerleri ise finansal tablolarda dönen varlıklar altında yer almasına karşın, işletmenin nakit akışını ve likidite gücünü ifade etmesi ve aynı zamanda finansmanda kullanıldığı için finansman kaynağı olarak ele alınmaktadır. Ayrıca işletmenin kârlılık durumu hem yatırımlarını hem de finansman politikalarını etkileyebilen ve literatürde işletmeye hem içsel hem de dışsal olarak ele alınabilen bir kalemdir. Kârlılık durumu bu çalışmada bağımsız değişken olarak ele alınmaktadır.

Analizlerimizde öncelikli olarak çalışma sermayesinin, uzun vadeli yatırımların, kârın ve temettü dağıtımının nakit ve nakit benzerleri ile ilişkisine bakılacaktır. Sonrasında aynı etmenlerin kısa vadeli dış kaynaklar, uzun vadeli dış kaynaklar ve öz kaynaklar üzerine olan etkileri araştırılacaktır. Ayrıca sistematik riskin temsilcisi olarak ele alınan risksiz faiz oranı da bağımsız değişken olarak analizlerimize eklenerek ilgili şartlarda nakit ve nakit benzerleri, kısa vadeli borçlanma, uzun vadeli borçlanma ve öz kaynakla finansman politikaları da test edilecektir. Son olarak işletme faaliyetlerinde ve yatırımlarda gerçekleşen yıllık değişimlerin hangi kaynaklarındaki yıllık değişimlerle finanse edildiği ve yıllık değişimlerin bir önceki yılın finansman kararlarından etkilenip etkilenmediği araştırılacaktır.

Çalışma kapsamına Borsa İstanbul'a kote imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler dâhil edilmiştir. 2013 yılı itibariyle Borsa İstanbul'a kote 192 imalat sektörü

işletmesi mevcut olup, bu işletmelerden 2005 - 2012 yılları arasında kesintisiz faaliyet gösteren ve finansal tablolarına ulaşılabilen ve bütün yıllar için verisi bulunan 119 işletme bulunmaktadır. Çalışmada yer alan değişkenlerin oransal değişkenler olmaması sebebiyle analiz sonuçlarında anlamlı katsayılar elde edebilmek için doğal logaritmaları alınarak normalize edilmiştir. Bu noktada negatif değerler içeren çalışma sermayesi ve kâr gibi değişkenlerin doğal logaritmaları anlamsız olduğundan 59 işletme analize dâhil edilerek diğerleri örnekten çıkarılmıştır.

Çalışmada ele alınan değişkenlerin hem zaman boyutu “t”, hem de yatay kesit boyutu “i” olmak üzere iki boyutu mevcut olduğundan, veri panel verisi olarak dikkate alınmaktadır. Zaman boyutu örnekteki değişkenlerin yıldan yıla değişimlerini, yatay kesit boyutu ise işletmeden işletmeye değişimlerini ifade etmektedir. Dolayısıyla kullanılacak regresyon analizinde zaman içinde ve işletmeler arası olmak üzere iki farklı boyutta ilişki ortaya konulmaktadır. Panel veri analizinin yatay kesit verisi olarak imalat sektöründe faaliyet gösteren BIST’e kote 59 Türk işletmesi dikkate alınırken, zaman serisi olarak ise 2005 - 2012 yılları dâhil 2005 sonrası 8 yıllık dönem analize dâhil edilmiştir. Çalışmada amaçlanan analizleri gerçekleştirmek amacıyla panel veri analiz yöntemlerinden olan Sabit Etkiler Modeli, Arellano-Bover/Blundell-Bond Dinamik Panel Veri Analizi ve Görünüşte İlişkisiz Regresyon (SUREG) yöntemleri kullanılmıştır.

Yürütülecek olan ampirik çalışma ile imalat sektörü işletmelerinin finansman kaynak tercihleri ile yatırımlarının, kârlarının, temettü dağıtım kararları ve risksiz faiz oranının finansman karar ve politikalarında etkili olup olmadığı ve etkiliyse ne yönde etkili olduğu araştırılacaktır. İşletme yatırımları, yatırımların finansman kaynakları ve de özellikle sermaye yapıları üzerine finans literatüründe birçok çalışma mevcuttur. Ancak ilgili çalışmalar ya dengeleme ve finansal hiyerarşi teorisini test etmiş ya da nakit akışlarının ve finansman kaynaklarının finansal kısıtlar altında yatırımlara olan etkisini incelemiştir.

Bunlardan farklı olarak çalışmamızda, finansman gerektiren işletmeye özgü işletme ve yatırım kararlarının işletme finansman kararlarına olan etkileri her bir finansman kaynağı için ayrı ayrı bakılmakta, anlamlı bir ilişki olup olmadığı ampirik olarak test edilmektedir. Bunlara ek olarak 2000’li yıllar sonrası makro ekonomik şartları temsil eden risksiz faiz oranı etkisi altında işletme yatırımlarının finansman kaynaklarına olan etkisine

bakılmaktadır. Dolayısıyla çalışma sonuçlarının imalat sektörü işletmelerine sektörün yatırım ve temettü politikaları ile çalışma sermayesi ihtiyacı ve kârlılıklarının finansman durumunu ve tercihini genel olarak nasıl etkilediğine dair bilgi vermekte yararlı olabileceği ve ilgili teorisyenlere de işletme faaliyetleri ve yatırım politikaları ile finansman kararları arasındaki ilişkiyi ampirik olarak ortaya koymaya çalışarak faydalı olabileceği düşünülmektedir.

### **3.2. Panel Veri Analizi**

Panel veri seti, incelenen ekonomik birimlere ait zaman serisi ve yatay kesit gözlemlerinin bir araya getirilmesi ile oluşturulur. Yatay kesit ve zaman serilerinin aynı anda incelenmesi, ekonomik davranış ve ilişkilerin modellenmesinde yatay kesit ve zaman serisi analizlerine göre daha etkili olmaktadır (Baltagi, 2005). Zaman boyutuna ait kesit verilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi adı verilmektedir (Greene, 2003).

Panel veri, geniş yatay kesit verilerinin az bir zaman dilimi için gözlemlenebilmesi durumunda kısa panel, az sayıdaki yatay kesit verilerinin geniş zaman dilimi için gözlemlenebilmesi durumunda ise uzun panel adını almaktadır (Cameron ve Trivedi, 2005). Panel veri setinin her bir yatay kesit için eşit uzunlukta zaman serisi içermesi durumu dengeli panel; zaman serisi uzunlukları yatay kesitten yatay kesite değişmesi durumu ise dengesiz panel olarak adlandırılmaktadır (Wooldridge, 2003).

Panel veri analizinin avantajlı yönleri şunlardır:

1. Bireylerin, şirketlere ve ülkelere ait belirlenen değişkenler ile ilgili verileri heterojenlik içermektedir. Bu heterojenliği kontrol edemeyen zaman serisi ve yatay kesit analizleri taraflı sonuçlar elde etme riskine yol açarlar. Bazı değişkenler zamana göre değişirken bazı değişkenler zaman içinde değişmez. Bazı değişkenler firma ve ülke gibi yatay kesitlere göre değişirken bazıları da yatay kesitlere göre değişmez. Panel veri bu tip değişkenlerdeki sapmaları kontrol altında tutmaktadır (Baltagi, 2005).

2. Tekrar eden yatay kesit gözlemlerle çalıştığından, incelenen bağımlı değişkenle ilgili zamana göre değişimi ortaya koyabilmektedir (Baltagi, 2005).
3. Panel veri modelleri, daha karmaşık davranışa sahip modellerin oluşturulmasına ve test edilmesine olanak sağlar (Baltagi, 2005).

Genel olarak panel veri ile yapılan regresyon analizinde kullanılan doğrusal model aşağıdaki gibidir (Erol, 2007):

$$y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

Burada,

$i = 1, 2, \dots, N$  adet yatay kesit birimini,

$t = 1, 2, \dots, T$  kadar zaman dönemini,

$y_{it}$  = t zamanında bağımlı değişkenin i'nci biriminin değerini,

$x_{it}$  = t zamanında bağımsız değişkenin i'nci biriminin değerini,

$\varepsilon_{it}$  = Sıfır ortalama ve sabit varyanslı hata terimini,

$\beta$  = Doğrusal Eğim katsayısını göstermektedir.

Panel veri analizinde, modelin hem zaman boyutu hem de kesit veriler boyutu ele alınarak panel regresyon ile tahmini aşamasında kullanılabilecek üç yöntem vardır. Bu yöntemler şunlardır (Gökbulut, 2009):

1. Havuzlanmış Panel Veri Regresyon Yöntemi (Ortak Sabit Regresyon)
2. Sabit Etkiler Yöntemi
3. Rassal Etkiler Yöntemi

## 1. Havuzlanmış Panel Veri Regresyonu

Zaman ve kesitler arası tüm katsayılar sabit ise model havuzlanmış panel veri analizi ile kurulabilir. Bu durumda en basit yaklaşım, havuzlanmış verilerin kesit ve zaman boyutunu ihmal ederek, geleneksel en küçük kareler yöntemi (EKKY) ile tahmin yapmaktır (Kök ve Şimşek, 2012).

Bu yöntemde zaman ve kesit boyutları regresyon sabit katsayısını ve eğim katsayısını etkilememekte ve dolayısıyla panel verisi, iki boyutu olmayan basit regresyona dönüştürülebilmektedir.

Dolayısıyla (4.1) no.lu denklemdeki  $\alpha_{it}$ ,  $\alpha$  'ya;  $\beta_{it}$ ,  $\beta$  'ya dönüşerek model aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir:

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

Bu model panel verisinde sabit ve rassal etkilerin olmadığı varsayımı üzerine kurulmaktadır. Zaman ya da işletme bazlı sabit etki ya da zaman ve işletme kaynaklı rassal etki olması durumunda model anlamsız katsayılar üretmektedir.

Sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinden farklı olarak klasik regresyon sadece modelde yer alan bağımsız değişkenlerin etkisini içerir. Bu sebeple incelenen araştırma problemine dair daha önceden anlamlı oldukları tespit edilen faktörler kontrol değişkenleri olarak havuzlanmış panel veri regresyonuna eklenebilmektedir.

## 2. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler modeli, işletmelerin bireysel etkilerini sabit bir terim gibi ele alarak modeli kurmaktadır. Panel veri kullanılarak yapılan çalışmalarda işletmeler arasındaki farklılıklardan veya işletmeler arasında ve zaman içinde meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişmeyi modele dahil etmenin bir yolu, mevcut değişimin regresyon modelinin katsayılarının bazılarında veya tümünde değişmeye yol açtığını varsaymaktır.

Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modellere “Sabit Etkiler Modeli” denir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007). Eğer bireysel ve zaman etkileri ile açıklayıcı değişkenler arasında bir bağlantı söz konusu ise sabit etkiler modelinin sonuçları daha tutarlı olmaktadır.

Tek değişkenli sabit etkiler modeli şu şekilde gösterilebilir:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

$$i= 1.....N; t= 1.....T$$

Sabit etkiler modelinde bağımsız değişkenlerin katsayıları bireyden bireye ya da zaman içinde değişmemektedir. Bireysel etkileri ölçmek için kukla değişkenler kullanılmaktadır (Greene, 2003).

Sabit etkiler modelinin bir diğer türü de “grup içi etkiler modeli” olarak adlandırılmaktadır. Bu noktada etki işletmeler arasında değil yıllar arasında araştırılmaktadır. Örneğin panel veri N = 100 işletme ve T = 10 yıllık ise, işletmelerin ilgili değişken için yıllık ortalamaları tespit edilerek yıllar arasındaki değişimler irdelenmektedir. Yıldan yıla değişmeyen veriler için bu metot anlamsız olurken işletme sayısının az olduğu, N = 5 ve yıl sayısının çok olduğu, T = 50 durumlarda anlamlı sonuçlar vermektedir.

### 3. Rassal Etkiler Modeli

Sabit  $\alpha$  ve eğim  $\beta$  katsayılarının yatay kesitler ve zaman boyunca bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olarak değiştiği durumlarda rassal etkiler modeli kullanılmaktadır. Bu modelde modele dahil edilmemiş ancak bağımlı değişkeni etkileyen tüm faktörlerin rassal hata terimi ile açıklanabildiği kabul edilmektedir.

Rassal hata terimi “ $w_{it}$ ”, yatay kesite özgü hata bileşeni, “ $\varepsilon_i$ ” ve zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu oluşan hata teriminden, “ $u_{it}$ ” oluşmaktadır.

$$w_{it} = \varepsilon_i + u_{it} \quad (4.4)$$

Birleşik hata terimi, “ $w_{it}$ ”, iki bileşenden oluşmaktadır ve model bu özelliğinden dolayı hata bileşen modeli olarak da anılmaktadır (Kök ve Şimşek, 2012).

Tek değişkenli rassal etkiler modeli genel olarak şu şekilde ifade edilmektedir:

$$y_{it} = \mu + \beta_1 x_{it} + \varepsilon_{it} + u_i \quad (4.5)$$

Modelde bireye özgü hata terimlerinin birbirleri ile korelasyonlarının olmadığı ve yatay kesit ve zaman serisi verileriyle de otokorelasyonlarının olmadığı varsayılmaktadır. Bireye özgü hata terimi ve bağımsız değişkenler arasında korelasyonun olmadığı düşünülüyorsa bu modeli uygulamak daha uygun olacaktır.

Sabit etkiler modeli ya da rassal etkiler modellerinden hangisinin kullanılması gerektiğinin cevabını ararken önemli olan nokta bireysel etkilerle bağımsız değişkenler arasındaki korelasyondur. Eğer bireysel etkiler, örneğin işletmeler ve bağımsız değişkenler arasında korelasyon olduğu düşünülüyorsa uygun olan model sabit etkiler modeli; bireysel etkilerle bağımsız değişkenler arasında korelasyon olmadığı düşünülüyorsa uygun olan model rassal etkiler modelidir. Kullanılacak modelin seçimi özellikle zaman periyodunun kısa ve yatay kesit biriminin fazla olduğu durumlarda önemlidir, çünkü bu durumda iki yöntem birbirinden farklı sonuçlar verebilmektedir (Greene, 2003).

### 3.3. Model

Yatırım finansman kararlarını etkileyen faktörler ile işletme ve yatırım kararlarının finansman kaynakları üzerine etkisini ampirik olarak araştırmak temel amaç olduğundan, bağımlı değişken olarak yabancı kaynaklar, öz kaynaklar ve nakit-nakit benzerleri modelde yer almakta iken; bağımsız değişkenler olarak ise çalışma sermayesi ihtiyacı, yatırımlar ve temettü modelde yer almaktadır. Ayrıca Sayılğan ve diğerleri (2006), Frank ve Goyal (2007), Ata ve Ağ (2010) çalışmalarında da yer aldığı üzere, işletmenin finansman kaynak tercihinde önemli rol üstlenmesi beklenen kârlılık durumu da modelde bağımsız değişken olarak yer almaktadır. Fon kaynakları olarak nitelendirdiğimiz finansman kaynakları çalışmamızın ilk

bölümünde belirtildiği üzere finans teorisine uygun olarak kısa vadeli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar, öz kaynaklar olarak ele alınmaktadır. Nakit ve nakit benzerleri işletmenin kısa dönemli varlıklarındandır ve nakit akışlarının ifadesidir ancak örneğin işletmeye varlıkların nakit olarak alınması durumunda, Frank ve Goyal (2003), Dasgupta ve diğerleri (2008) ve Gatchev ve diğerleri (2010) çalışmalarında yer aldığı üzere finansman kaynağı olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla modelde bağımlı değişken olarak diğer finansman kaynakları ile beraber yer almaktadır. Ancak bağımsız değişkenlerle arasındaki katsayının yönü diğer değişkenlere göre ters işaretli olarak gerçekleşecektir. Örneğin borç ya da öz kaynakla finansmanda pozitif katsayı artış anlamına gelirken, nakit ve nakit benzerlerinde negatif katsayı nakit ile finansmanda artış anlamına gelmektedir.

İşletmenin fon ihtiyaç kalemleri olarak yatırımlar, çalışma sermayesi, kâr ve temettü ödemeleri değişkenleri yer almaktadır. Bu kalemler modelde finansman kaynaklarını etkileyen bağımsız değişkenler olarak yer almaktadır.

Çalışmada odak iki nokta bulunmaktadır. Öncelikle yatırım kararları, çalışma sermayesi ihtiyacı, temettü dağıtım kararları ve kârlılık durumu yani genel olarak finansman ihtiyaçları finansman kararlarını nasıl etkilemektedir sorusuna ampirik olarak cevap aranmaktadır. Ayrıca 2005 sonrası dönemde genel ekonomik şartların finansmana etkisi nasıl olmuştur araştırma konusu da ana modele risksiz faiz oranı değişkeni eklenerek irdelenmektedir. Bunun yanı sıra ekonomiyi irdelemek amaçlı enflasyon oranının da dahil edilmesi düşünülmüş ancak risksiz faiz oranının enflasyonu kapsamı nedeniyle sonuçların sapma yapmaması açısından modele dahil edilmemiştir. Ayrıca risksiz faiz oranının geri ödememe riskini kapsamaması, işletmeye özgü değişken içermemesi ve işletmeye özgü diğer bağımsız değişkenler ile istatistiksel korelasyona ve daha da ötesi sapmaya neden olmaması sebebiyle analizlerde nominal faiz oranı yerine risksiz faiz oranı değişkenine yer verilmektedir. Ancak risksiz faiz oranı tam anlamıyla temel bir makroekonomik gösterge yani sistematik riski yansıtan bir unsurdur. Bu sayede faiz oranlarının zaman içinde işletmelerin finansman kararlarına olan etkisini analiz etmek ve diğer işletme bazlı değişkenlere olan etkisini de ortaya çıkartmak amaçlanmaktadır.

Çalışmamızda yer alacak olan istatistiksel model şu şekildedir:



*Finansman Kaynağı<sub>it</sub>*

$$= \alpha_{it} + \beta_1 \text{Çalışma Sermayesi}_{it} + \beta_2 \text{Yatırımlar}_{it} + \beta_3 \text{Kar}_{it} \\ + \beta_4 \text{Temettü}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Daha sonra 2005 sonrası sistemik riskin ve genel ekonomik şartların finansman kaynak tercihlerine etkisinin de irdelenebilmesi amacıyla modele risksiz faiz oranı değişkeni eklenerek aşağıdaki model oluşturulmuştur:

*Finansman Kaynağı<sub>it</sub>*

$$= \alpha_{it} + \beta_1 \text{Çalışma Sermayesi}_{it} + \beta_2 \text{Yatırımlar}_{it} + \beta_3 \text{Kar}_{it} \\ + \beta_4 \text{Temettü}_{it} + \beta_5 \text{Risksiz Faiz Oranı}_t + \varepsilon_{it}$$

Hem işletme, “i”, hem de zaman, “t”, boyutu olan finansman kaynağı bağımlı değişkenleri “kısa vadeli yabancı kaynaklar”, “uzun vadeli yabancı kaynaklar”, “öz kaynaklar” ve “nakit ve nakit benzerleri”dir. Dolayısıyla aşağıdaki gibi 4 ayrı denklem mevcuttur:

*Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar<sub>it</sub>*

$$= \alpha_{it} + \beta_1 \text{Çalışma Sermayesi}_{it} + \beta_2 \text{Yatırımlar}_{it} + \beta_3 \text{Kar}_{it} \\ + \beta_4 \text{Temettü}_{it} + \beta_5 \text{Risksiz Faiz Oranı}_t + \varepsilon_{it}$$

*Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar<sub>it</sub>*

$$= \alpha_{it} + \beta_1 \text{Çalışma Sermayesi}_{it} + \beta_2 \text{Yatırımlar}_{it} + \beta_3 \text{Kar}_{it} \\ + \beta_4 \text{Temettü}_{it} + \beta_5 \text{Risksiz Faiz Oranı}_t + \varepsilon_{it}$$

*Özkaynaklar<sub>it</sub>*

$$= \alpha_{it} + \beta_1 \text{Çalışma Sermayesi}_{it} + \beta_2 \text{Yatırımlar}_{it} + \beta_3 \text{Kar}_{it} \\ + \beta_4 \text{Temettü}_{it} + \beta_5 \text{Risksiz Faiz Oranı}_t + \varepsilon_{it}$$

$$\begin{aligned}
& \text{NakitveNakitBenzerleri}_{it} \\
& = \alpha_{it} + \beta_1 \text{Çalışma Sermayesi}_{it} + \beta_2 \text{Yatırımlar}_{it} + \beta_3 \text{Kar}_{it} \\
& + \beta_4 \text{Temettü}_{it} + \beta_5 \text{Risksiz Faiz Oranı}_t + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

### 3.3.1 Bağımlı Değişkenler

“Finansman Kaynağı” olarak ana modelde yer alan bağımlı değişkenler, yukarıda da gösterildiği gibi, fon kaynakları olan “kısa vadeli yabancı kaynaklar”, “uzun vadeli yabancı kaynaklar”, “öz kaynaklar” ile işletmeler tarafından finansmanda kullanılan “nakit ve nakit benzerleri”nden oluşmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi, verilerin analize uygun hale getirilebilmesi, standartlaştırılması ve normalize edilmesi ile mümkündür. Bu amaçla değişkenler, işletme verilerinin doğal logaritmaları alınarak oluşturulmuştur.

#### *Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar-KVB*

Kısa Vadeli Borçlar, bilançodaki kısa vadeli yükümlülükler olarak dikkate alınmıştır. Temelde kısa vadeli yükümlülükler kısa vadeli banka kredileri, kısa vadeli satıcı kredilerinden oluşmaktadır.

#### *Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar-UVB*

Benzer şekilde Uzun Vadeli Borçlar, bilançodaki uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak dikkate alınmıştır. Kısa vadeli yükümlülüklerden farklı olarak uzun vadeli yükümlülükler, uzun dönemli banka kredileri ve ihraç edilen şirket tahvillerinden oluşmaktadır.

#### *Öz kaynaklar-OZK*

Öz kaynaklar, temelde işletmenin kuruluş sermayesi, ödenmiş sermaye ile şimdiki ve geçmiş dönem kârlarını ifade etmektedir. İşletmenin net kârı bağımsız değişken olarak modelde yer aldığından öz kaynaklar, net kâr öz kaynaklardan çıkarılarak modele dâhil edilmektedir.

### *Nakit ve Nakit Benzerleri-NNB*

İşletmenin ilgili tarihteki finansal durum tablosunda nakit ve nakit benzerleri aktif kalemindeki değerleri ifade etmektedir.

### **3.3.2. Bağımsız Değişkenler**

Bağımsız değişkenler Çalışma Sermayesi, Yatırımlar, Kâr, Temettü ile makroekonomik gösterge olan risksiz faiz oranından oluşmaktadır. Bu noktada firmaya özgü ihtiyaçlar çalışma sermayesi, sermaye harcamaları yani yatırımlar, kâr ve temettü olarak ele alınırken, sistematik riskin temsilcisi olarak ise risksiz faiz oranı modele dâhil edilmiştir. Değişkenlerden risksiz faiz oranı hariç diğer bağımsız değişkenler ilgili işletme verilerinin doğal logaritmaları alınarak oluşturulmuştur. Bu şekilde değişkenlerin normal dağılıma sahip olmaları amaçlanmaktadır.

### *Çalışma Sermayesi –CSY*

Temel bağımsız değişkenlerden birisi Çalışma Sermayesi İhtiyacı olup, kısa dönem varlıklar ile kısa dönem kaynaklar (yükümlülükler) arasındaki farkı ifade etmektedir. Buna ek olarak nakit ve nakit benzerleri modelde bağımlı değişken olarak yer aldığından, çalışma sermayesi değişkeni nakit ve nakit benzerleri net çalışma sermayesinden çıkarılarak çalışmaya dâhil edilmektedir. Çalışma Sermayesine yatırımın artmasıyla ya da azalmasıyla birlikte finansman kararlarında ve kullanımında da değişiklik olması beklenmektedir.

### *Yatırımlar-MDV*

Yatırımlar maddi duran varlıklara yatırım ile temsil edilmekte olup, bilançoda aktifler bölümünde maddi duran varlıkların net değeri olarak ele alınmaktadır ve genel olarak işletmenin sabit sermaye yatırımlarını ifade etmektedir. Herhangi bir işletme özellikle büyüyebilmek için fabrika, makine vs. gibi duran varlıklara yatırım yapmaktadır. Duran varlıklara yatırım kısa dönem yabancı kaynaklar, uzun dönem yabancı kaynaklar, nakit ya da öz kaynak finansmanı ile finanse edilebilmektedir. Bu çalışmada böylelikle genel olarak

işletmenin sermaye yatırımlarının finansman kaynak bileşkesini ve finansman politikasını nasıl etkilediği test edilecektir. Buna ek olarak yatırımların çalışmanın kapsadığı dönemde hangi kaynaklarla finanse edildiği de araştırılacaktır.

#### *Kârlılık-KAR*

Kârlılık değişkeni işletmenin yıllık net kârı olarak ele alınmaktadır. Literatürde işletmeye dışsal bir değişken olarak yer alan kâr değişkeninin işletmelerin finansman politikaları üzerinde etkili olabilmesi beklenmektedir. Artan kâr durumu kimi zaman dış kaynak sağlayacak olan fon sahiplerine pozitif sinyal vererek dış finansmanın artmasını sağlarken kimi zaman ise finansman hiyerarşisi teorisine uygun olarak, yatırımlar ve harcamalar için iç kaynakların yeterli olabilecek olması sebebiyle dış kaynak kullanımını azaltıcı etki göstermektedir. Ayrıca kârlılık değişkeninin nakit ve nakit benzerleri üzerine etkisinin olması da beklenmektedir. Çünkü kârlılık arttıkça finansal olarak rahatlayacak olan işletmenin, bu kârın bir kısmını likiditeyi artırmakta kullanabileceği beklenmektedir.

#### *Temettü-TEM*

Temettü dağıtımı temelde şirketin elde edilen kârı şirket hissedarlarına dağıtması anlamına gelmektedir ki bu durumda işletmeden nakit çıkışı olmakta, böylelikle yatırımlar için ihtiyaç duyulan bir kısım finansman kaynağı hissedarlara dağıtılmakta ve dolayısıyla işletmenin diğer finansman kaynaklarına odaklanması gerekmektedir. Bu noktada, işletmenin temettü politikasının finansman politikasına olan etkisi araştırılmaktadır.

#### *Risksiz Faiz Oranı-RF*

Bu çalışmada risksiz getiri oranı olarak Devlet İç Borçlanma Senetleri oranı dikkate alınmıştır. Temelde risksiz faiz (getiri) oranı hem kısa dönem hem uzun dönem yükümlülüklerin maliyetini ifade ederken, aynı zamanda öz kaynak finansmanı sağlayacak yatırımcıların şirketin yatırımlarından beklediği getiri oranını belirtmektedir. Bir başka deyişle, getirisi garantili devlet tahvili almak yerine şirkete yatırım yapmanın fırsat maliyetini ifade etmektedir. Risksiz getiri oranının artmasıyla kısa dönem, uzun dönem

kaynak kullanımı ve öz kaynak kullanımının azalması beklenmekte iken, azalmasıyla kaynak kullanımının artması beklenmektedir.

### 3.3.3. Hipotezler ve Varsayımlar

Türkiye İmalat Sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, işletmeye özgü yatırım kararlarının, çalışma sermayesi ihtiyacının, kârlılık ve temettü dağıtım durumlarının finansman kaynaklarının tercihi ile ilgili kararlar üzerinde etkili olup olmadığı, etkili ise finansman bileşkesi üzerine olan etkisi nasıl ve ne düzeyde olmaktadır sorusuna cevap aranmaktadır. Buna ek olarak temel makro ekonomik değişken olan risksiz faiz oranının finansman kararlarındaki etkisi ve bu etki altında yatırım finansman kararları ampirik olarak araştırılmaktadır. Bu çerçevede genel olarak çalışma sermayesi ihtiyacının, yatırım kararlarının, kârın ve temettü dağıtımının finansman kararlarında etkileri yoktur ve temel makroekonomik gösterge risksiz faiz oranı finansman kararlarını etkilemez ana hipotezleri test edilecektir:

H1<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin finansman kararlarında etkisi yoktur.

H2<sub>0</sub> : Yatırımların finansman kararlarında etkisi yoktur.

H3<sub>0</sub> : Kârın finansman kararlarında etkisi yoktur.

H4<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının finansman kararlarında etkisi yoktur.

H5<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının finansman kararlarında etkisi yoktur.

Ana hipotezler ışığında araştırılacak olan alt hipotezler ise şunlardır:

H6<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

H7<sub>0</sub> : Yatırımların Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

H8<sub>0</sub> : Kârın Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

H9<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

H10<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

H11<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

H12<sub>0</sub> : Yatırımların Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

H13<sub>0</sub> : Kârın Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

- H14<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.
- H15<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.
- H16<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.
- H17<sub>0</sub> : Yatırımların Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.
- H18<sub>0</sub> : Kârın Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.
- H19<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.
- H20<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.
- H21<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin Öz Kaynaklara etkisi yoktur.
- H22<sub>0</sub> : Yatırımların Öz Kaynaklara etkisi yoktur.
- H23<sub>0</sub> : Kârın Öz Kaynaklara etkisi yoktur.
- H24<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının Öz Kaynaklara etkisi yoktur.
- H25<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının Öz Kaynaklara etkisi yoktur.

#### **3.3.4. Kısıtlar**

Bu çalışmada sadece şirketler tarafından Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nın tamamen dikkate alınarak yeni değerlemelerin uygulanmaya başlandığı 2005 yılından 2012 yılına kadar olan dönem dikkate alınmıştır. 2005 öncesi dönem muhasebe standartlarının ve finansal tablo değerlendirme yöntemlerinin farklı olması nedeniyle analize dâhil edilememiştir.

Çalışmanın diğer bir kısıtı ise sektörel boyutta olmuştur. Sadece Borsa İstanbul'a kote imalat sektöründe faaliyet gösteren Türk işletmeleri dikkate alınmıştır. Bu çalışmada özellikle yatırım gereksinimleri daha fazla olan imalat sanayi sektörü analiz edilmiştir ki, böylelikle olumlu ekonomik ve finansal yapı dâhilinde yatırım finansman kararlarının çok daha etkili bir şekilde ve hızlıca değişebildiği varsayılmıştır.

Öte yandan BIST imalat sektöründe işlem gören 192 adet işletme yer almaktadır ancak 2005 ten 2012'ye kesintisiz verisi yer alan 59 işletmeye çalışmada yer verilmiştir.

### 3.3.5. Veri

Çalışmada kullanılan veriler işletmelerin finansal tablolarından elde edilmiştir. İşletme bilgileri ve finansal tablolar (Finansal Durum Tablosu, Kapsamlı Gelir Tablosu ve Nakit Akış Tablosu) Kamuyu Aydınlatma Platformu resmi sitesinden (<http://www.kap.gov.tr>) alınmış olup; temettü miktar ve oranları ise Borsa İstanbul'un resmi sitesinde Veriler-Pay piyasası Verileri-Şirket verileri web sayfasında mevcut olan Değerleme Oranları yıllık raporlarından edinilmiştir. Risksiz getiri oranları olarak Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Oranı yıllık olarak dikkate alınıp, Hazine Müsteşarlığı resmi sitesinden edinilmiştir.

### 3.4. Model Analizi ve Sonuçları

Modelde, “ $i=1,2...N$ ” bireysel boyut işletmeleri, “ $t=1,2...T$ ” ise yılları ifade etmektedir. Toplamda yatay kesitte  $N=59$  işletme ve zaman serisi  $T=8$  sene bulunmaktadır. Analizlerde panel veri setini anlamlı metotlarla işleyebilmek açısından Stata 11 istatistik programı kullanılmıştır.

#### 3.4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Stata 11 istatistik programı kullanılarak yapılan analizlerde ilk olarak değişkenlerin özetleyici ve tanımlayıcı istatistikleri tespit edilmiştir.  $N=59$  imalat sektörü işletmesinin 2005 – 2012 yılları arası  $T = 8$  yıllık verileri kullanılmıştır.

Araştırmamızda kullanılan modelde yer alan bağımlı, bağımsız değişkenler için ortalama ve standart sapmalar ile minimum ve maksimum değerler Tablo 1’ de ortaya konmaktadır.

**Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler**

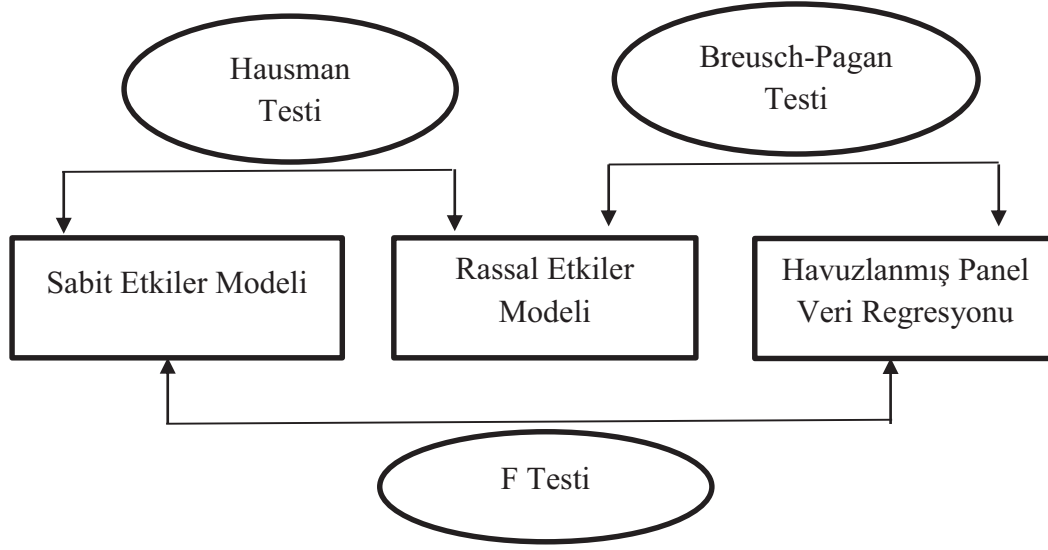
Değişken	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
NNB	16.01	2.40	6.40	21.78
KVB	17.88	1.65	11.23	22.10
UVB	16.62	2.06	7.96	22.01
OZK	18.60	1.53	14.45	22.73
CSY	17.22	1.46	10.65	21.62
MDV	18.11	1.57	13.63	22.67
KAR	9.67	1.78	1.85	14.24
TEM	9.40	1.53	5.91	13.34
RF	13.99	4.53	8.5	19.3

### 3.4.2. Panel Veri Analiz Yönteminin Tespit Edilmesi

Daha önceki bölümlerde belirtildiği üzere, panel veri setini analiz etmek için kullanılan 3 yöntem Havuzlanmış Panel Veri Regresyonu, Sabit Etkiler Modeli ve Rassal Etkiler Modelleridir. Bu noktada öncelikli olarak çalışmada kullanılacak olan mevcut veri setinin hangi analiz yöntemine uygun olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Mevcut veri setine hangi analizin uygulanabileceğine Şekil 1' deki testler yardımı ile Tablo 2 kullanılarak karar verilmektedir.



**Şekil 1. Panel Veri Analizi Yöntem Seçimi**



**Kaynak:** David Bell (2006); *Panel Models: Theoretical Insights*, Lecture Notes, University of Stirling.

Öncelikli olarak kullanılacak olan modele Breusch-Pagan testi uygulanır. Bu test  $H_0$  hipotezinde verilerin havuzlanabileceğini öngörmektedir. Alternatif hipotez ise verilerin havuzlanmasını reddeder ve dolayısıyla rassal etkileri üstün kılar.

Sabit etkiler panel veri analizine F testi uygulandığında,  $H_0$  hipotezine göre bütün bağımsız değişkenlerin kesim noktalarının aynı anda sıfır olması durumu test edilmektedir.  $H_0$  hipotezinin reddedilmesi durumunda bu kesim noktalarının en azından bir tanesinin sıfırdan farklı olduğu ve dolayısıyla sabit etkilerin var olduğu kabul edilir.

Rassal ve sabit etkiler arasında tercih için ise Hausman testine başvurulur. Hausman testi  $H_0$  hipotezi rassal etkilerin var olduğunu kabul eder.  $H_0$  hipotezinin reddedilmesi durumunda sabit etkiler modeli geçerli olur, aksi halde rassal etkiler modeli veri setine uygulanır (Greene, 2003).

**Tablo 2. Panel Veri Analizi Yöntem Seçimi**

Sabit Etkiler (F Testi)	Rassal Etkiler (Breusch-Pagan Testi)	Seçilecek Analiz Yöntemi
H0 reddedilmedi (sabit etki yok)	H0 reddedilmedi (rassal etki yok)	Havuzlanmış Panel Veri Regresyonu
H0 reddedildi (sabit etki var)	H0 reddedilmedi (rassal etki yok)	Sabit Etkiler Modeli
H0 reddedilmedi (sabit etki yok)	H0 reddedildi (rassal etki var)	Rassal Etkiler Modeli
H0 reddedildi (sabit etki var)	H0 reddedildi (rassal etki var)	Hausman Testi H0 reddedilirse Sabit Etkiler Modeli aksi halde Rassal Etkiler Modeli

Kaynak: Hun Myoung Park, 2011. Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step Analysis Using Stata. Tutorial Working Paper. *Graduate School of International Relations, International University of Japan*

Hipotezlerimizi test etmek için kullanacağımız her bir ayrı bağımlı değişken modeli için Breusch-Pagan Testi, F Testi ve Hausman Testi yapılarak modellerde hangi analiz yönteminin kullanılacağı tespit edilmeye çalışılacaktır.

Tablo 3' deki sonuçlar incelendiğinde bütün bağımlı değişkenler için Breusch-Pagan H0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Bu sebeple verilerin havuzlanması ve analiz yöntemi olarak Havuzlanmış Panel Veri Regresyonu uygulanması mümkün değildir.

**Tablo 3. Breusch-Pagan (BP) Testi**

Bağımlı Değişken	Ki-kare	Prob. BP > Ki-kare	BP Test Sonucu
NNB	160.63	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz
KVB	337.03	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz
UVB	270.73	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz
OZK	146.54	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz

Tablo 4’ deki F testi sonuçları incelendiğinde bütün bağımlı değişken modelleri için H0 hipotezinin reddedildiği dolayısıyla veri setinin havuzlanamayacağı ve klasik regresyonun veri setine uygulanamayacağı anlaşılmaktadır.

**Tablo 4. F Testi**

Bağımlı Değişken	F	Prob. > F	F Testi Sonucu
NBB	6.51	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz
KVB	24.13	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz
UVB	14.18	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz
OZK	17.88	0.0000	H0 reddedildi, Veri havuzlanamaz

Hem Breusch-Pagan Testi hem de F Testi sonucunda verilerin havuzlanamayacağı tespit edilmiştir. Bu durumda Hausman Testi ile veri setine Sabit Etkiler Modeli ya da Rassal Etkiler Modeli’nden hangisinin uygulanacağına karar verilebilir.

**Tablo 5. Hausman Testi**

Bağımlı Değişken	Ki-kare	Prob. > Ki-kare	Hausman Test Sonucu
NBB	28.63	0.0000	H0 reddedildi
KVB	13.63	0.0086	H0 reddedildi
UVB	3.11	0.5399	H0 kabul edildi
OZK	48.97	0.0000	H0 reddedildi

Tablo 5’ deki Hausman test sonuçlarında, H0 rassal etkiler mevcuttur hipotezi NBB, KVB ve OZK değişkenleri için reddedilmiştir. Dolayısıyla ilgili değişkenler için sabit etkiler modelinin veri analizinde kullanılması gerekmektedir. UVB değişkeni için ise H0 hipotezi kabul edilmiş yani veride rassal etkiler olduğu tespit edilmiştir. UVB için kullanılacak olan model rassal etkiler modeli olacaktır.

Kurulacak olan analiz modelleri Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Metodu ile tahmin edilirken tutarlı sonuçlar ele edilebilmesi için otokorelasyonun ve değişken varyanslılık

probleminin test edilmesi ve analizlerin varsa bu problemleri giderecek şekilde yapılması gerekmektedir.

Panel veri analizlerinde serisel korelasyon, standart hataların sapmasına ve sonuçların tutarsız olmasına yol açmaktadır (Born ve Breitung, 2011). Serisel korelasyona yani otokorelasyona sahip gözlemler, birbirinden bağımsız gözlemlere göre daha az bilgi içerirler ve zaman boyutu verileri ile yatay kesitler arasındaki otokorelasyonu ihmal etmek taraflı sonuçlara yol açar (Cameron ve Trivedi, 2005). Bu nedenle panel veri modellerinde hata terimleri arasındaki korelasyon tanımlanmalıdır. Otokorelasyonun ortaya konulması için farklı testler önerilmiştir, ancak Wooldridge (2002) testi daha az varsayıma dayandığı ve uygulaması kolay olduğu için tercih edilmektedir (Akman, 2012). Çalışmamızda yer alacak olan modellerde otokorelasyon problemi olup olmadığı Wooldridge testi ile araştırılmıştır.

Tablo 6’ da bağımlı değişkenleri NNB, KVB, UVB ve OZK olan modeller, bağımsız değişken olarak çalışma sermayesi, yatırımlar, kâr ve temettü içerirken; NNB\*, KVB\*, UVB\* ve OZK\* bağımlı değişken modelleri ise çalışma sermayesi, yatırım, kâr ve temettü bağımsız değişkenlerine ek olarak risksiz faiz oranı, RF değişkenini de içermektedir.

Wooldridge Testi H0 hipotezi otokorelasyon yoktur şeklinde kurulmaktadır, buna göre Tablo 6’ da görüldüğü üzere RF’siz ve RF’li bütün modellerde H0 hipotezi katı bir şekilde reddedilmiştir. Sonuç olarak ele alınan bütün modellerde otokorelasyon problemi bulunmaktadır. Otokorelasyon giderilmediği takdirde analiz sonucunda elde edilecek katsayıların güvenilirliği bulunmamaktadır.

**Tablo 6. Wooldridge Otokorelasyon Testi Sonuçları**

Bağımlı Değişken	F Değeri	Prob > F	Otokorelasyon
NBB	16.626	0.0002	(0.0002 < 0.05) VAR
KVB	32.808	0.0000	(0.0000 < 0.05) VAR
UVB	59.105	0.0000	(0.0000 < 0.05) VAR
OZK	18.946	0.0001	(0.0000 < 0.05) VAR
NBB*	15.991	0.0003	(0.0003 < 0.05) VAR
KVB*	27.344	0.0000	(0.0000 < 0.05) VAR
UVB*	59.248	0.0000	(0.0000 < 0.05) VAR
OZK*	16.673	0.0002	(0.0002 < 0.05) VAR

Modellerde değişken varyanslılık probleminin olup olmadığının anlaşılması amacıyla Wald testi uygulanmıştır. Wald testi sıfır hipotezi sabit varyans vardır şeklinde kurulmaktadır. Buna göre H0 kabul edilirse değişken varyanslılık probleminin olmadığı, H0 reddedildiği durumda ise değişken varyanslılık probleminin var olduğu kabul edilmektedir.

**Tablo 7. Wald Değişken Varyanslılık Test Sonuçları**

Bağımlı Değişken	Ki-kare	Prob. > Ki-kare	Wald Test Sonucu
NBB	4.2*10 <sup>26</sup>	0.0000	(0.0002 < 0.05) H0 reddedildi
KVB	2.2*10 <sup>29</sup>	0.0000	(0.0000 < 0.05) H0 reddedildi
UVB	5.4*10 <sup>5</sup>	0.0000	(0.0000 < 0.05) H0 reddedildi
OZK	3.3*10 <sup>28</sup>	0.0000	(0.0000 < 0.05) H0 reddedildi
NBB*	4844	0.0000	(0.0000 < 0.05) H0 reddedildi
KVB*	6*10 <sup>29</sup>	0.0000	(0.0000 < 0.05) H0 reddedildi
UVB*	2.2*10 <sup>5</sup>	0.0000	(0.0000 < 0.05) H0 reddedildi
OZK*	2*10 <sup>29</sup>	0.0000	(0.0000 < 0.05) H0 reddedildi

Otokorelasyon ve değişken varyanslılık tespit edilen panel veri setlerinde dinamik panel veri analizlerinden olan Arellano-Bover/Blundell-Bond analiz yönteminin seçilmesiyle veride mevcut problemler giderilebilmektedir. Arellano-Bover/Blundell-Bond Lineer Dinamik Panel Veri Analizi Modeli bağımlı değişkenin gecikmeli değerine modelde yer vermekte ve gözlemlenemeyen sabit ya da rassal panel seviyesindeki etkileri de içermektedir. İşte bu gözlemlenemeyen panel seviyesindeki etkiler bağımlı değişkenin

gecikmeli değeri ile ilişkilidir ve standart sabit etkiler modeli ile rassal etki modellerini geçersiz kılmaktadır.

Arellano ve Bond (1991) bu sıkıntıyı gidermek amacıyla “Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi” (Generalized Method of Moments-GMM) ni geliştirmişlerdir. Bizim çalışmamızda olduğu gibi değişken varyanslılık probleminin çok büyük ya da otokorelasyonun çok etkin olduğu durumlarda ise Arellano-Bond tahmincisi yetersiz kalıp, güvenilirliği zayıf sonuçlar vermektedir. Bu durumlarda kullanılacak Stata programı “xtdpdpsys” (ABBB) tahmincisi ise Arellano ve Bover (1995) çalışmaları temel alınarak 1998’de Blundell ve Bond tarafından geliştirilmiştir ve ek moment yani hareketli bağımlı değişken analizi şartlarını içeren bir tahmincidir. Dengesiz panel veri setlerinde de kullanılabilen modelde değişken varyanslılık probleminin giderilmesi için “robust” (VCE-ROBUST) standart hataların kullanılması gerekmektedir. Aynı zamanda bu tahminci çalışmamızdaki durumda olduğu gibi, 8 yıl 59 işletme, düşük sayıda yıl ve çok sayıda panel değişkeni olduğu veri seti durumları için tasarlanmıştır.

Metodun veri setinde geçerli olabilmesi için bağımlı değişkenin ilk gecikmeli değerinden sonraki gecikmeli değerlerinin hata terimleri birbirleriyle ilişkili olmamalıdır. Bağımlı değişkenin ilk gecikmeli değerinin hata terimlerinin birbiri ile ilişkili olması durumu ise zaten Arellano-Bover/Blundell-Bond tahmincisinin başlangıç şartlarındandır ve analiz için sıkıntı oluşturmamaktadır.

Sonuç olarak Tablo 6’daki Wooldridge Otokorelasyon ve Tablo 7’deki Wald Değişken Varyanslılık Test Sonuçları göz önüne alındığında, risksiz faiz oranı RF içeren ve içermeyen bütün modeller için korelasyon ve değişken varyanslılık probleminin var olduğu tespit edildiğinden, analizlerde bu sorunları gideren Arellano-Bover/Blundell-Bond tahmincisi kullanılacaktır. Standart regresyon için geçerli olan Durbin-Watson otokorelasyon testinin dinamik panel veri analiz metotları için bir benzeri olan Arellano-Bond otokorelasyon testi ile modellerin geçerliliği sınanmaktadır. Bu teste göre hata terimlerinin birinci dereceden farkları arasındaki korelasyona izin verilirken, daha yüksek dereceden farkları için otokorelasyon bulunmamalıdır  $H_0$  hipotezi test edilmektedir.  $H_0$ ’ın kabul edilmesi durumunda modeller geçerli ve tutarlı,  $H_0$ ’ın reddedilmesi durumunda ise ABBB tahmincisi sonuçları anlamsız olmaktadır.

Tablo 8’ deki sonuçlar incelendiğinde ele alınan tüm modeller için Arellano-Bond testi H0 hipotezinin kabul edildiği görülmektedir. Buna göre test H0 hipotezinin gereklerine uygun olarak modeldeki bağımlı değişkenin birinci dereceden farklarının hata terimleri arasında korelasyon varken, 2. Dereceden farkları arasında korelasyon yoktur ve dolayısıyla modellerde kullanılan Arellano-Bover/Blundell-Bond (ABBB) tahmincisi geçerli ve tutarlıdır.

**Tablo 8. Arellano Bond (Abond) Otokorelasyon Testi**

Bağımlı Değişken	Gecikmeli Hata Terimi	Z değeri	Prob > Z	Abond Test Sonucu
NNB	1.Derece	-2.2983	0.0215	H0 kabul edildi
	2.Derece	0.5092	0.6106	
KVB	1.Derece	-3.0241	0.0025	H0 kabul edildi
	2.Derece	0.5415	0.5882	
UVB	1.Derece	-3.0949	0.0020	H0 kabul edildi
	2.Derece	-1.1486	0.2507	
OZK	1.Derece	-2.9253	0.0034	H0 kabul edildi
	2.Derece	-0.7614	0.4464	
NNB*	1.Derece	-2.3299	0.0198	H0 kabul edildi
	2.Derece	0.4738	0.6357	
KVB*	1.Derece	-3.1792	0.0015	H0 kabul edildi
	2.Derece	0.5590	0.5761	
UVB*	1.Derece	-3.0411	0.0024	H0 kabul edildi
	2.Derece	-0.8304	0.4063	
OZK*	1.Derece	-2.9338	0.0033	H0 kabul edildi
	2.Derece	-0.1328	0.8944	

### 3.4.3. Panel Veri Analiz Sonuçları

Nakit ve Nakit Benzerleri NNB bağımlı değişkeni ve CSY, MDV, KAR ve TEM bağımsız değişkenlerini içeren modele ait dinamik panel veri analizi sonuçları Tablo 9’ da görülmektedir. Ki-kare değeri (36.45) ve Ki-kare testi (0.0000) modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelde değişken varyanslılık probleminin bulunması sebebiyle robust

standart hatalar kullanılmıştır ve Tablo 8’de görülen Arellano-Bond test istatistiğine (1.derece 0.0215, 2.derece 0.6106) göre bağımlı değişkenin birinci dereceden gecikmeli değerini de açıklayıcı değişken olarak kabul eden model geçerlidir. Modelde L.NNB, nakit ve nakit benzerleri değişkeninin gecikmeli değeri olup, 0.4800 katsayısı ile NNB ile %5 seviyesinde anlamlı ilişkili çıkmıştır. Dolayısıyla işletmelerce nakit ve nakit benzerleri kaleminin belirlenmesinde bir önceki yıldan gelen NNB’nin etkisi mevcuttur denebilir.

Otokorelasyon problemini halleden bu ilişki ele alındıktan sonra bakıldığında, modelde NNB ile %1 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan değişken KAR, %5 seviyesinde anlamlı ilişkisi olan değişken TEM, %10 seviyesinde anlamlı ilişkisi olan değişken ise CSY olarak gerçekleşmiştir. Diğer bağımsız değişken MDV ile NNB arasında %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ( $p < 0.351$ ).

**Tablo 9. Nakit ve Nakit Benzerleri Modeli Panel Analizi**

Arellano-Bover/Blundell-Bond Dinamik Panel Veri Analizi, robust standart hatalar	
Bağımlı Değişken: NAKİT ve NAKİT BENZERLERİ, NNB	
Çalışma Sermayesi İhtiyacı, ÇSY	-0.2475* (0.1281)
Yatırımlar, MDV	0.1789 (0.1919)
Kârlılık, KAR	0.3218*** (0.0910)
Temettü, TEM	-0.2169** (0.0907)
Bağımlı Değişkenin Gecikmeli Değeri, L.NNB	0.4800** (0.1431)
Ki-kare	36.45
Prob > Ki-kare	0.0000

\*\*\*%1 seviyesinde anlamlı, \*\*%5 seviyesinde anlamlı, \*%10 seviyesinde anlamlı; standart hatalar parantez içerisinde gösterilmektedir.

NNB ile %1 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan KAR, kârlılık değişkeni 0.3218 katsayıya sahiptir. KAR değişkenindeki 1 standart sapmalı artış, NNB’de 0.3218 standart sapmalı artış demektir ( $p < 0.000$ ). Dönem kârı işletmelerde iç fon kaynağı olarak yer



almaktadır ve dağıtılmamış kârlar olarak öz kaynaklara eklenmektedir. Bu noktada işletmeler kârlılık durumlarına göre kârın bir miktarını nakit olarak tutmaya karar verebilir. Burada amaç likiditeyi artırmaktır. İmalat sektörü dikkate alındığında belli bir miktar nakit ve nakit benzerleri bulundurma politikası geçerli olduğu varsayılırsa, bu karar kârlılık durumunun etkili olduğu analiz sonuçlarında ortaya çıkmaktadır denebilir. Özetle işletmelerin kâr durumları nakit tutma ve likit olma politikalarını etkilemektedir.

İşletmelerde temettü dağıtımını temsil eden TEM değişkeni ile NNB arasında %5 seviyesinde anlamlı ters yönlü ilişkinin katsayısı -0.2169 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bütün değişkenler sabit kabul edildiğinde TEM deki bir birimlik artış, NNB de 0.2169 birimlik azalışa sebep olmaktadır ( $p < 0.017$ ). Temettü dağıtımları nakit olarak gerçekleştiğinde, bu durumun işletmenin nakit ve nakit benzerleri tutma politikasını etkilemesi ve nakit ve nakit benzerlerini azaltması beklenmektedir.

İşletmelerde çalışma sermayesi ihtiyacını temsil eden CSY, Çalışma Sermayesi değişkeni ile NNB arasındaki %10 seviyesinde ters yönlü anlamlı ilişkinin katsayısı -0.2475 olarak gerçekleşmiştir. Çalışma sermayesinde gerçekleşecek 1 standart sapmalı artış Nakit ve nakit benzerlerinde yaklaşık 0.25 standart sapmalı azalışa neden olacaktır ( $p < 0.053$ ). Çalışma sermayesi işletmelerde finanse edilmesi gereken bir ihtiyaç kalemidir. İşletmenin cari dönemde yaptığı kısa dönemli faaliyetleri ele alındığında, elde stok tutması, borç alacak dengelerini koruyup çevirmesi kaynak gerektirmektedir. Nakit ve nakit benzerleri içermeyen işletme sermayesi ihtiyacında artış olması durumunda nakit ve nakit benzerlerinde azalış olması, belirli bir miktar nakdin likit olmayan dönen varlık kalemlerine dönüşmesi anlamına gelebilmektedir.

Sabit sermaye harcamalarını temsil eden MDV değişkeni ile NNB arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu noktada yatırım kararlarının işletmelerin nakit ve nakit benzeri tutma yani likidite kararları üzerinde etkili olmadığı söylenebilir.

Kısa Vadeli Borçlar, KVB bağımlı değişkeni ve CSY, MDV, KAR ve TEM bağımsız değişkenlerini içeren modele ait dinamik panel veri analizi sonuçları Tablo 10' da görülmektedir. Ki-kare değeri (118.04) ve Ki-kare testi (0.0000) modelin anlamlı olduğunu

göstermektedir. Modelde değişken varyanslılık probleminin bulunması sebebiyle robust standart hatalar kullanılmıştır. Tablo 8’ de görülen Arellano-Bond test istatistiğine (1.derece 0.0025, 2.derece 0.5882) göre bağımlı değişkenin birinci dereceden gecikmeli değerini de açıklayıcı değişken olarak kabul eden model geçerlidir. Modelde L.KVB, kısa vadeli yabancı kaynaklar, KVB değişkeninin gecikmeli değeri olup, 0.7994 katsayısı ile KVB ile %1 seviyesinde anlamlı ilişkili çıkmıştır. Bu katsayı bir anlamda kısa vadeli borç miktarının ne kadarının önceki yıldan kalan kısa vadeli borçlarla ilişkili olduğunun bir göstergesidir. Dolayısıyla işletmenin kısa vadeli borç politikası bir önceki yılın borçlanma kararlarından etkilenmektedir.

**Tablo 10. Kısa Vadeli Borçlar Modeli Panel Analizi**

Arellano-Bover/Blundell-Bond Dinamik Panel Veri Analizi, robust standart hatalar	
Bağımlı Değişken: KISA VADELİ BORÇLAR, KVB	
Çalışma Sermayesi İhtiyacı, ÇSY	-0.2449*** (0.0688)
Yatırımlar, MDV	0.2879** (0.1036)
Kârlılık, KAR	0.1205** (0.0546)
Temettü, TEM	-0.0520 (0.0446)
Bağımlı Değişkenin Gecikmeli Değeri, L.KVB	0.7994*** (0.0924)
Ki-kare	118.04
Prob > Ki-kare	0.0000

\*\*\*%1 seviyesinde anlamlı, \*\*%5 seviyesinde anlamlı, \*%10 seviyesinde anlamlı; standart hatalar parantez içerisinde gösterilmektedir.

Otokorelasyon problemini halleden bu ilişki ele alındıktan sonra bakıldığında modelde KVB ile %1 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan değişken CSY, %5 seviyesinde anlamlı ilişkisi olan değişkenler ise MDV ve KAR’dır. Diğer bağımsız değişken TEM ile KVB arasında %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ( $p < 0.244$ ).

KVB ile %1 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan CSY, çalışma sermayesi değişkeni - 0.2449 katsayıya sahiptir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda CSY değişkenindeki 1 standart sapmalık artış, KVB’de 0.2449 standart sapmalık azalışa neden olmaktadır ( $p < 0.000$ ). Buradan anlaşılacağı üzere işletmelerde çalışma sermayesi ihtiyacındaki artış kısa vadeli borçlarda azalışa sebep olmaktadır. Analizlerimizde çalışma sermayesi ihtiyacı olarak yer alan net çalışma sermayesi, işletmelerin uzun vadeli dış kaynak ve öz kaynakları ile finanse ettiği dönen varlıklar tutarındadır.

Bilançodaki varlıklar ve kaynaklar eşitliği göz önünde bulundurularak bakıldığında eğer dönen varlıklar sabitse çalışma sermayesindeki 1 birimlik artış ve bunun sonucu kısa vadeli borçlarda meydana gelecek 0.2449 azalışla beraber diğer fon kaynaklarında kısa vadeli yabancı kaynaklardaki azalışı giderici bir miktarda artış beklenmesi gerektiği söylenebilir. Aynı durumda dönen varlıklarda da bir artış mevcut ise gene CSY deki artışla beraber KVB de azalış olacak ve hem dönen varlık artışının hem de KVB azalışının UVB ve OZK artışı ile telafi edilmesi beklenecektir.

İşletmelerde yatırımları temsil eden MDV değişkeni ile KVB arasında %5 seviyesinde anlamlı ilişkinin katsayısı 0.2879 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bütün değişkenler sabit kabul edildiğinde MDV deki bir birimlik artış, KVB de 0.2879 birimlik artışa sebep olmaktadır ( $p < 0.006$ ). Buna göre işletmelerde sermaye bütçelemesi olarak nitelendirilen yatırım kararları kısa vadeli yabancı kaynak politikası üzerinde etkili olmaktadır.

Kısa vadeli borçlar, KVB ile KAR değişkeni arasındaki %5 seviyesinde anlamlı ilişki mevcuttur ve katsayısı 0.1205 olarak gerçekleşmiştir. KAR değişkeninde yani işletmenin kârında gerçekleşecek 1 birimlik artış KVB’de 0.1205 birimlik artışa neden olmaktadır ( $p < 0.027$ ). İşletmelerde kârlılık finansman kaynak tercihlerini hem artış hem de azalış yönünde etkileyebilmektedir. Finansman hiyerarşisi teorisine göre işletme kârı artarsa iç fonlar artacağından dış kaynaklara gereksinim azalacak, ihtiyaçlar içsel olarak karşılanabilecek ve bu sebeple borçlanma da azalma olacaktır. Dengeleme teorisine göre ise kârlılıktaki artış dışarıdan fon sağlayacak olanlara işletme faaliyetleri ile ilgili olumlu sinyaller vererek işletmenin kredibilitésini yükseltmektedir. Ayrıca işletmelerde kârlılık durumunda yüksek miktarlarda vergi yükleri olacağından borçlanmanın vergi avantajından faydalanmak

isteyeceklerdir. Bu sebeplerle kârdaki artış kısa vadeli yabancı kaynak kullanım politikasında artışa sebep olmaktadır.

Temettü dağıtımı, TEM değişkeni ile KVB arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu noktada işletmelerin temettü dağıtım politikalarının kısa vadeli yabancı kaynak tercihleri üzerinde etkili olmadığı söylenebilir.

**Tablo 11. Uzun Vadeli Borçlar Modeli Panel Analizi**

Arellano-Bover/Blundell-Bond Dinamik Panel Veri Analizi, robust standart hatalar	
Bağımlı Değişken: UZUN VADELİ BORÇLAR, UVB	
Çalışma Sermayesi İhtiyacı, ÇSY	0.1505* (0.0897)
Yatırımlar, MDV	0.4995* (0.2792)
Kârlılık, KAR	-0.1087 (0.0835)
Temettü, TEM	0.0571 (0.0691)
Bağımlı Değişkenin Gecikmeli Değeri, L.UVB	0.7172*** (0.1488)
Ki-kare	331.97
Prob > Ki-kare	0.0000

\*\*\*%1 seviyesinde anlamlı, \*\*%5 seviyesinde anlamlı, \*%10 seviyesinde anlamlı; standart hatalar parantez içerisinde gösterilmektedir.

Uzun Vadeli Borçlar, UVB bağımlı değişkeni ve ÇSY, MDV, KAR ve TEM bağımsız değişkenlerini içeren modele ait dinamik panel veri analizi sonuçları Tablo 11’de görülmektedir. Ki-kare değeri (331.97) ve Ki-kare testi (0.0000) modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelde değişken varyanslılık probleminin bulunması sebebiyle robust standart hatalar kullanılmıştır ve Tablo 8’ de görülen Arellano-Bond test istatistiğine (1.derece 0.0020, 2.derece 0.2507) göre bağımlı değişkenin birinci dereceden gecikmeli değerini de açıklayıcı değişken olarak kabul eden model geçerlidir. Modelde L.UVB, uzun vadeli yabancı kaynaklar değişkeninin gecikmeli değeri olup, 0.7172 katsayısı ile UVB ile %1 seviyesinde anlamlı ilişkili çıkmıştır. Bu katsayı bir anlamda uzun vadeli borç miktarının

ne kadarının önceki yıldan gelen uzun vadeli borçlarla ilişkili olduğunun bir göstergesidir. Dolayısıyla işletmenin uzun vadeli borç politikası bir önceki yılın borçlanma kararlarından etkilenmektedir.

Otokorelasyon problemini halleden bu ilişki ele alındıktan sonra bakıldığında modelde UVB ile %10 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan değişkenler CSY ve MDV değişkenleridir. Diğer bağımsız değişkenler KAR ve TEM ile UVB arasında %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ( $p < 0.193$  ve  $p < .409$ ).

Uzun vadeli borçlar, UVB değişkeni ile %10 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan çalışma sermayesi, CSY değişkeni 0.1505 katsayıya sahiptir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda CSY değişkenindeki 1 standart sapmalık artış, UVB'de 0.1505 standart sapmalık artışa neden olmaktadır ( $p < 0.094$ ). Buradan anlaşılacağı üzere işletmelerde çalışma sermayesi ihtiyacındaki artış uzun vadeli borçlarda artışa sebep olmaktadır. Net çalışma sermayesi olarak da ifade edebileceğimiz çalışma sermayesi ihtiyacı işletmelerin uzun vadeli dış kaynak ve öz kaynakları ile finanse ettiği dönen varlıklar tutarındır. Dolayısıyla çalışma sermayesindeki artışın uzun vadeli yabancı kaynak politikasını etkilemesi ve kullanımını artırması olasıdır.

İşletmelerde yatırımları temsil eden MDV değişkeni ile UVB arasında %10 seviyesinde anlamlı ilişkinin katsayısı 0.4995 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bütün değişkenler sabit kabul edildiğinde MDV deki bir birimlik artış, UVB de 0.4995 birimlik artışa sebep olmaktadır ( $p < 0.074$ ). Buna göre işletmelerde sermaye bütçelemesi olarak nitelendirilen yatırım kararları uzun vadeli yabancı kaynak politikası üzerinde seçilen değişkenler arasında en etkili kalem olmaktadır.

Kârlılık değişkeni KAR ve temettü dağıtımı TEM değişkeni ile UVB arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. İşletmelerde uzun vadeli yabancı kaynaklar ile ilgili kararlar alınırken, bu kararlarda kârlılığın ve de temettü dağıtım politikasının etkili olmadığı söylenebilir. Kâr ve temettü dönemsel kararlar olduğundan, bir dönemden daha fazlası ile ilgili yani orta ve uzun dönemli finanslama politikaları olan uzun vadeli finanslama planlarında etkili olamayabildikleri söylenebilir.

Öz Kaynaklar, OZK bağımlı değişkeni ve CSY, MDV, KAR ve TEM bağımsız değişkenlerini içeren modele ait dinamik panel veri analizi sonuçları Tablo 12’de görülmektedir. Ki-kare değeri (1361.47) ve Ki-kare testi (0.0000) modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelde değişken varyanslılık probleminin bulunması sebebiyle robust standart hatalar kullanılmıştır ve Tablo 8’ de görülen Arellano-Bond test istatistiğine (1.derece 0.0034, 2.derece 0.4464) göre bağımlı değişkenin birinci dereceden gecikmeli değerini de açıklayıcı değişken olarak kabul eden model geçerlidir. Modelde L.OZK, öz kaynaklar değişkenininin gecikmeli değeri olup, 0.9651 katsayısı ile OZK ile %1 seviyesinde anlamlı ilişkili çıkmıştır. Buna göre işletmelerin öz kaynak politikaları önceki dönem öz kaynak kararlarından büyük miktarlarda etkilenmektedir.

**Tablo 12. Öz Kaynaklar Modeli Panel Analizi**

Arellano-Bover/Blundell-Bond Dinamik Panel Veri Analizi, robust standart hatalar	
Bağımlı Değişken: ÖZ KAYNAKLAR, OZK	
Çalışma Sermayesi İhtiyacı, ÇSY	0.0331 (0.0213)
Yatırımlar, MDV	0.0397 (0.0546)
Kârlılık, KAR	0.0904*** (0.0130)
Temettü, TEM	-0.1028*** (0.0127)
Bağımlı Değişkenin Gecikmeli Değeri, L.OZK	0.9651*** (0.0639)
Ki-kare	1361.47
Prob > Ki-kare	0.0000

\*\*\*%1 seviyesinde anlamlı, \*\*%5 seviyesinde anlamlı, \*%10 seviyesinde anlamlı; standart hatalar parantez içerisinde gösterilmektedir.

Otokorelasyon problemini halleden bu ilişki ele alındıktan sonra bakıldığında modelde OZK ile %1 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan değişkenler KAR ve TEM değişkenleridir. Diğer bağımsız değişkenler CSY ve MDV ile OZK arasında %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ( $p < 0.121$  ve  $p < .468$ ).

Öz kaynaklar, OZK bağımlı değişkeni ile KAR değişkeni arasında %1 seviyesinde anlamlı ilişki mevcuttur ve katsayısı 0.0904 olarak gerçekleşmiştir. KAR değişkeninde yani işletmenin kârında gerçekleşecek 1 birimlik artış öz kaynaklarda 0.0904 birimlik artışa neden olmaktadır ( $p < 0.000$ ). Çalışmamızda yer alan öz kaynak değişkeni dönem net kârını içermeyen net öz kaynaklardır. Dolayısıyla tespit edilen pozitif anlamlı ilişki net kârda meydana gelen artışın öz kaynak politikasına olan etkisinin karşılığı olmaktadır. Dolayısıyla net kârın ne kadarının öz kaynaklara ne miktarda aktarıldığının ve kârlılık vasıtasıyla herhangi bir sebeple öz kaynakların ne kadar arttığına bir göstergesidir. Bu artışın artan kârlılık sebebiyle olumlu sinyaller sonrası hisse senedi ihracı ile ya da ortakların sermaye koyması ile de gerçekleşmiş olabileceği söylenebilir.

OZK ile %1 anlamlılık seviyesinde ilişkili olan TEM, temettü dağıtım değişkeni - 0.1028 katsayıya sahiptir. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda TEM değişkenindeki 1 standart sapmalık artış, öz kaynaklarda 0.1028 standart sapmalık azalışa neden olmaktadır ( $p < 0.000$ ). İmalat sektörü işletmelerinde 2005 - 2012 arası dönemde nakit temettü dağıtım politikaları ilgili işletmelerin öz kaynaklarında beklenildiği üzere belirli bir miktar azalışa neden olmaktadır. Ancak buna ek olarak işletmenin kâr dağıtım politikası elde edilen net kârın, ortaklar ve dağıtılmamış kârlar arasında dağılımını belirlemektedir. Dolayısıyla nakit kâr payı ödemeleri işletme bünyesinde alıkonacak kâr tutarını azalttığından, kâr dağıtım politikası firma için finansman politikasının ayrılmaz bir parçası olmaktadır (Akgüç, 1998).

Çalışma sermayesi, ÇSY ve yatırımları ifade eden, MDV ile OZK, öz kaynaklar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. ÇSY ya da MDV'nin finansmanı için öz kaynak kullanılmaktadır ancak işletmelerin öz kaynak politikalarını belirlemede hem çalışma sermayesi ihtiyacının hem yatırım kararlarının etkili olmadığı söylenebilir. Böyle bir durumda öz kaynakların bileşimi dikkate alınarak incelendiğinde öz kaynaklarda değişikliğe neden olacak etkenler, ör. sermaye artırımı, çalışma sermayesi ve yatırımlardan ilintisiz kararlar olduğunun ortaya çıktığı söylenebilir. Burada ayrıca öz kaynaklar değişkeninin gecikmeli değerinin OZK üzerindeki etkinliği dikkate alınarak bakıldığında belirtmek gerekir ki işletmelerde bir kere sermaye koyulduktan sonra yatırımlar ya da çalışma sermayesindeki ihtiyaç etkileri olmaksızın, kâr ve temettü dağıtım etkileri ile öz kaynak yapısı şekillenmektedir.

## *Risksiz Faiz Oranı, RF'li Modeller*

Sistemik riskin temsilcisi olarak ele alınan risksiz faiz (getiri) oranı RF, çalışmada ele alınan 2005 – 2012 tarihleri arasında, temel makroekonomik değişken olarak finansman kaynak politikalarını nasıl etkilemekte ve diğer bağımsız değişkenlerin finansman kaynaklarına olan etkilerini nasıl değiştirmekte olduğu, ana modele bağımsız değişken olarak eklenerek test edilmektedir.

Bağımlı değişkenler NNB, KVB, UVB ve OZK ile CSY, MDV, KAR, TEM ve RF bağımsız değişkenlerini içeren modellere ait dinamik panel veri analizi sonuçları Tablo 13' de görülmektedir. Ki-kare değerleri (40.27, 164.55, 302.03, 1402.31) ve Ki-kare testleri (0.0000) modellerin anlamlı olduğunu göstermektedir. Modellerde değişken varyanslılık probleminin bulunması sebebiyle robust standart hatalar kullanılmıştır ve Tablo 8' de görülen RF'li NNB, KVB, UVB ve OZK modellerine ait Arellano-Bond test istatistiğine göre bağımlı değişkenin birinci dereceden gecikmeli değerini de açıklayıcı değişken olarak kabul eden modeller geçerlidir.

Modellerde yer alan ve analiz sonuçlarına göre bağımlı değişkenlerle anlamlı ilişkili çıkan, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayıları NNB için 0.4681, KVB için 0.6806, UVB için 0.6892 ve OZK için 0.9065 olarak gerçekleşmiştir. RF bulundurmayan modellerdeki bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri katsayıları ise NNB için 0.4800, KVB için 0.7994, UVB için 0.7172 ve OZK için 0.9651'dir. Buna göre modellere ilgili 2005 – 2012 dönemi için risksiz faiz oranı RF değişkeninin eklenmesi, otokorelasyonun ifadesi olan bağımlı değişkenin katsayılarını düşürmesi sebebiyle açıklayıcılığı artırıcı etki yaptığı söylenebilir.



**Tablo 13. RF'li Modeller Panel Analizi**

Arellano-Bover/Blundell-Bond Dinamik Panel Veri Analizi, robust standart hatalar	Bağımlı değişken: NNB	Bağımlı değişken: KVB	Bağımlı değişken: UVB	Bağımlı değişken: OZK
Çalışma Sermayesi, ÇSY	-0.2396* (0.1318)	-0.2990*** (0.0677)	0.0975 (0.0933)	0.0202 (0.0184)
Yatırımlar, MDV	0.1883 (0.1950)	0.3004** (0.1297)	0.5585** (0.2729)	0.0377 (0.0493)
Kârlılık, KAR	0.3186*** (0.0867)	0.1278** (0.0516)	-0.0759 (0.0918)	0.0915*** (0.0130)
Temettü, TEM	-0.2180** (0.0929)	0.0003 (0.1318)	0.0695 (0.0701)	-0.0875*** (0.0120)
Risksiz Faiz Oranı, RF	0.0028 (0.0139)	-0.0262** (0.0076)	-0.0254** (0.0099)	-0.0050** (0.0021)
Bağımlı Değ. Gecikmeli Değeri	0.4681** (0.1396)	0.6806*** (0.1189)	0.6892*** (0.1488)	0.9065*** (0.0705)
Ki-kare	40.27	164.55	302.03	1402.31
Prob > Ki-kare	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

\*\*\*%1 seviyesinde anlamlı, \*\*%5 seviyesinde anlamlı, \*%10 seviyesinde anlamlı; standart hatalar parantez içerisinde gösterilmektedir.

Otokorelasyon problemini halleden bu ilişkiler ele alındıktan sonra bakıldığında modellerde RF değişkeninin KVB, UVB ve OZK ile %5 anlamlılık seviyesinde ve ters yönde ilişkili olduğu gözükmemektedir. RF ile KVB arasındaki anlamlı ilişkinin katsayısı -0.0262, RF ile UVB arasındaki anlamlı ilişkinin katsayısı -0.0254 ve RF ile OZK arasındaki anlamlı ilişkinin katsayısı -0.0050 olarak gerçekleşmiştir. RF, risksiz faiz oranındaki 1 standart sapmalık azalış sırasıyla KVB de 0.0262, UVB de 0.0254 ve OZK'da 0.0050 standart sapmalık artışa sebep olmaktadır ( $p < 0.001$ ,  $p < 0.011$ ,  $p < 0.016$ ).

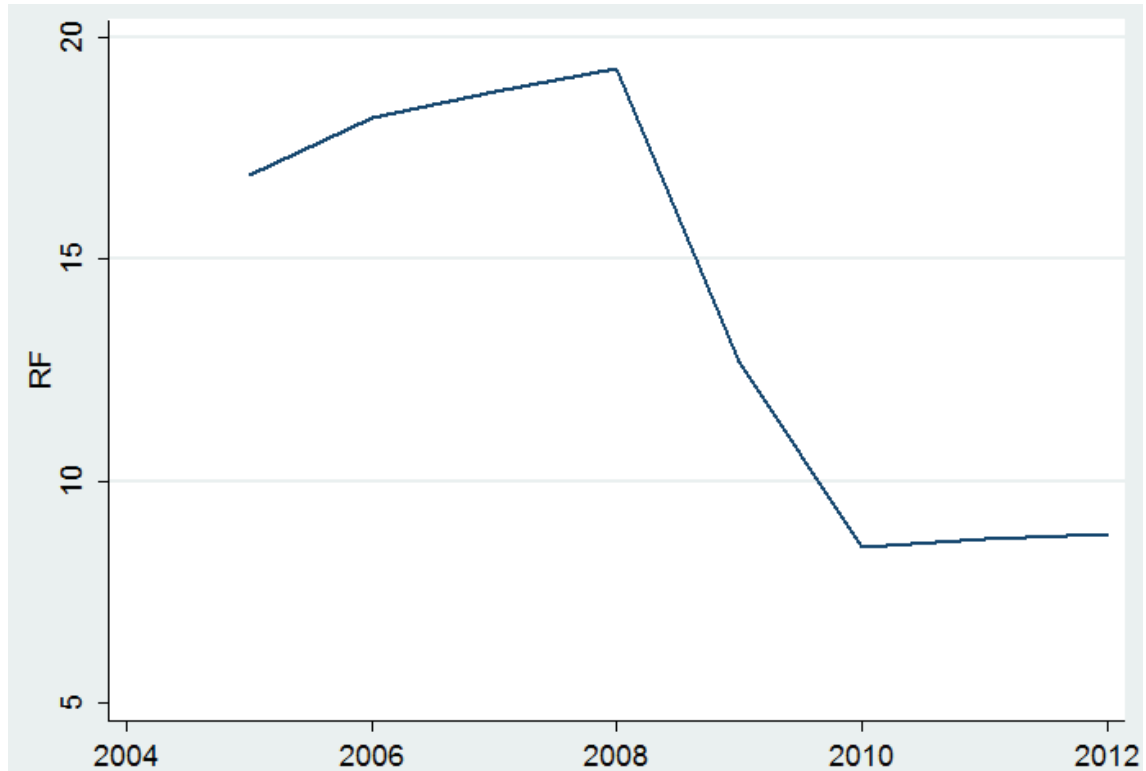
Risksiz faiz oranı borçlanma araçları için maliyetlerin temelini oluşturmaktadır. Dolayısıyla artan risksiz faiz oranı borçlanma maliyetlerini artıracak ve dış kaynak kullanımında düşüşe neden olabilecektir ya da aksi durumda risksiz faiz oranı azaldığında işletmelerin dış kaynak kullanım tercihlerinde artış beklenebilir. RF aynı zamanda risksiz getiri olarak da tanımlanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında ise öz kaynaklardan beklenen

getiri oranının temelini oluşturmaktadır ve öz kaynak maliyetinin bir unsuru olarak nitelendirilebilir.

Dolayısıyla RF de meydana gelecek düşüşler ile birlikte hem beklenen getiri yani maliyetler düşecek hem de riskler azalacak ve bu sebeplerle öz kaynak kullanımını artacaktır. 2005 – 2012 dönemine ait risksiz faiz oranı değişimi Şekil 2’ de görülmektedir. İlgili dönemde 2008 sonrasında risksiz faiz oranındaki düşüş dikkat çekmektedir. Bu bağlamda çalışmaya konu dönemde RF azalışıyla beraber hem dış kaynaklar olan KVB, UVB’de hem de OZK’da belirli bir miktar artış olabileceği söylenebilir.

RF ile NNB arasında %1, %5 ve %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ( $p < 0.841$ ). Dolayısıyla risksiz faiz oranının işletmelerin nakit ve nakit benzerleri bulundurma politikası üzerinde etkili olmadığını göstermektedir.

**Şekil 2. Risksiz Faiz Oranı, 2005 - 2012**



Tablo 14’ de RF’siz finansman kaynakları modellerinin özeti görülebilirken, Tablo 15’ de RF’li modellerin özetleri görülebilmektedir. RF, risksiz faiz oranı eklenerek, modellerdeki otokorelasyon etkilerinin azaltılması RF’siz modellerdeki anlamlı etkileri

değiştirmemiş ve dolayısıyla tutarlılıklarını artırmıştır, sadece UVB modelinde CSY'nin etkisi anlamsız hale gelmiştir. 2005 – 2012 dönemi ele alınarak bakıldığında azalan risksiz faiz oranı ile birlikte, sistemik riskin azalması ve istikrarlı finansal yapı ile birlikte çalışma sermayesi politikası uzun vadeli borç finansman politikası üzerindeki etkisini yitirmiş gözükmektedir.

**Tablo 14. RF'siz Modeller Özet**

Değişken	NNB	KVB	UVB	OZK
CSY	_*	_***	_*	
MDV		+**	_*	
KAR	+***	+**		+***
TEM	_**			_***
*** %1 seviyesinde anlamlı, ** %5 seviyesinde anlamlı, * %10 seviyesinde anlamlı				

**Tablo 15. RF'li Modeller Özet**

Değişken	NNB	KVB	UVB	OZK
CSY	_*	_***		
MDV		+**	+**	
KAR	+***	+**		+***
TEM	_**			_***
RF		_**	_**	_**
*** %1 seviyesinde anlamlı, ** %5 seviyesinde anlamlı, * %10 seviyesinde anlamlı				

#### *Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin Yıllık Değişimleri Arasındaki İlişki*

İşletmelerde çalışma sermayesi, yatırımlar, kârlar, temettü dağıtımları ve risksiz faiz oranının finansman politikalarını nasıl etkilediği ortaya konmaktadır. Bununla birlikte yıldan yıla finansman kaynaklarındaki değişimler ile yıl içindeki yatırımlar, çalışma sermayesindeki değişim, kâr ve temettü arasındaki ilişki de araştırılmıştır. SUREG (Seemingly Unrelated Regression), Görünüşte İlişkisiz Regresyon yöntemi ile bağımlı ve bağımsız değişkenlerin yıldan yıla değişimleri incelenmiştir. SUREG metodu birden çok

bağımlı değişkenin eş zamanlı olarak çoklu regresyona sokulabildiği ve hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olduğu modellerde tercih edilmektedir. Bu noktada NNB, KVB, UVB ve OZK bağımlı değişkenlerinin yıldan yıla değişimleri ele alındığında hata terimleri birbiri ile ilişkili olmaktadır. Çünkü örneğin çalışma sermayesi ÇSY değişkeni hem KVB hem de UVB ile finanse edilmektedir dolayısıyla bağımlı değişkenleri KVB ve UVB olan modellerde ortak kullanılacak olan CSY bağımsız değişkeni ile ilgili hata terimleri birbirlerini etkileyecektir.

Kurulan SUREG modeli eş zamanlı olarak hangi finansman ihtiyacının hangi kaynaklar ile finanse edildiğini ortaya koymaktadır. KAR, TEM ve RF değişkenleri haricindeki değişkenlerin yıldan yıla değişimlerinin tespiti için “t” ile “t-1” yılları arasındaki farkları X değişkeni için “D.X” olarak ele alınmaktadır. İşletmelerde daha önceki yıllara ait yatırım finansman kararlarının cari yıldaki finansman kaynak tercihlerine etkisinin tespiti amacıyla bağımlı değişkenlerin gecikmeli değeri de modeller yer almaktadır. Buna göre genel bir yıllık finansman kaynakları fark modeli:

*D.Finansman Kaynağı<sub>it</sub>*

$$\begin{aligned} &= \alpha_{it} + \beta_1 D.Çalışma Sermayesi_{it} + \beta_2 D.Yatırımlar_{it} + \beta_3 Kar_{it} \\ &+ \beta_4 Temettü_{it} + \beta_5 Risksiz Faiz Oranı_t \\ &+ \beta_6 L.(D.Finansman Kaynağı)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

D.Finansman Kaynağı ilgili finansman kaynağındaki yıldan yıla değişimi; D.çalışma sermayesi D.ÇSY, çalışma sermayesindeki yıldan yıla değişimi; D.Yatırımlar D.MDV, yıl içindeki yatırım miktarını ifade etmektedir.

Bağımlı değişkenleri nakit ve nakit benzerlerindeki, kısa vadeli borçlardaki, uzun vadeli borçlardaki ve öz kaynaklardaki yıllık değişimler olan ve bağımsız değişkenleri çalışma sermayesindeki yıllık değişim, yıllık yatırım miktarı, kâr, dağıtılan temettü, risksiz faiz oranı ve ilgili bağımlı değişkenin gecikmeli değeri olan çoklu regresyon modellerine ait SUREG veri analizi sonuçları Tablo 16’ da görülebilmektedir. Çoklu regresyon modelleri sırasıyla 43.76, 61.05, 29.43 ve 163.37 Ki-kare değerlerine sahiptir ve Ki-kare testi (0.0000, 0.0000, 0.0001 ve 0.0000) modellerin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Yıllık nakit ve nakit benzerlerindeki değişim D.NNB bağımlı değişkeni çalışma sermayesindeki değişim D.ÇSY ve temettü TEM ile %1 seviyesinde ters yönde anlamlı ilişkili, yıllık yatırım miktarı D.MDV ile ters yönde ve kâr değişkeni KAR ile %5 seviyesinde anlamlı ilişkili, bağımlı değişkenin gecikmeli değeri yani bir önceki yılın nakit ve nakit benzerlerindeki değişim değişkeni ile ise ters yönde %10 seviyesinde anlamlı ilişkili çıkmaktadır. RF ile D.NNB arasında istatistiksel anlamlı ilişki bulunamamıştır.

**Tablo 16. Görünüşte İlişkisiz Regresyon Analiz Sonuçları**

SUREG	Bağımlı değişken: D.NNB	Bağımlı değişken: D.KVB	Bağımlı değişken: D.UVB	Bağımlı değişken: D.OZK
Çalışma Sermayesi, D.ÇSY	-0.3548*** (0.820)	-0.2124*** (0.0340)	0.0108 (0.0518)	0.0424*** (0.0093)
Yatırımlar, D.MDV	-0.5975** (0.2557)	0.1219 (0.1077)	0.6629*** (0.1567)	0.1942*** (0.0300)
Kârlılık, KAR	0.1989** (0.0623)	0.0133 (0.0264)	-0.0402 (0.0380)	0.0540*** (0.0074)
Temettü, TEM	-0.2227*** (0.0546)	-0.0047 (0.0231)	0.0147 (0.0333)	-0.0544*** (0.0064)
Risksiz Faiz Oranı, RF	0.0058 (0.0098)	-0.0138** (0.0042)	-0.0125** (0.0060)	-0.0027** (0.0011)
Bağımlı Değ. Gecikmeli Değeri, L.BD	-0.1171* (0.0650)	-0.2110** (0.0620)	-0.2165** (0.0724)	0.0294 (0.0571)
R-kare	0.1981	0.2445	0.1355	0.4802
Ki-kare	43.76	61.05	29.43	163.37
Prob > Ki-kare	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000

\*\*\*%1 seviyesinde anlamlı, \*\*%5 seviyesinde anlamlı, \*%10 seviyesinde anlamlı; standart hatalar parantez içerisinde gösterilmektedir.

Kısa vadeli borçlardaki yıllık değişim D.KVB değişkeni çalışma sermayesindeki yıllık değişim D.ÇSY ile ters yönde %1 anlamlı ilişkili, risksiz faiz oranı RF ve kısa vadeli borçlardaki yıllık değişimin bir yıl gecikmeli değeri L.BD ile ise ters yönde %5 seviyesinde anlamlı ilişkili olarak gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli borçlardaki yıllık değişimler ile yıllık yatırım miktarı D.MDV %1 seviyesinde anlamlı ilişkili, RF ve L.BD ise ters yönde %5 seviyesinde anlamlı ilişkili olarak ortaya çıkmaktadır.

Öz kaynaklardaki yıllık değişim D.OZK ile D.ÇSY, D.MDV ve KAR %1 seviyesinde anlamlı ilişkili, TEM ise %1 seviyesinde ters yönde anlamlı ilişkili ve RF ise %5 seviyesinde ters yönde anlamlı ilişkili olarak gerçekleşmiştir.

Buna göre Tablo 16 göze alınarak incelendiğinde çalışma sermayesinde “t-1” yılından “t” yılına olan değişim nedeniyle ortaya çıkan finansman ihtiyacı nakit ve nakit benzerleri, kısa vadeli borçlardaki azalış ve de öz kaynaklar ile karşılanmaktadır denebilir. Aynı şekilde sermaye bütçelemesi olarak nitelendirilen yatırımlar nakit, uzun vadeli borçlar ve öz kaynaklar ile finanse edilmektedir. Beklenebileceği üzere kârdaki artış nakit-nakit benzerleri ve öz kaynaklarda artışa neden olurken, temettü (kâr payı) dağıtımı nakit ve öz kaynaklarda azalışa neden olmaktadır. Risksiz faiz oranı nakitteki yıllık değişime etki etmezken, dış kaynaklardaki ve öz kaynaklardaki değişimi ters orantılı olarak etkilemektedir.

Modellerde kullanılan bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ele alındığında ise nakit ve nakit benzerlerindeki değişim bir önceki yılın nakit ve nakit benzerlerindeki değişim ile %10 seviyesinde ters yönde anlamlı ilişkili, kısa vadeli borçlardaki değişimler bir önceki yıl kısa vadeli borçlarda meydana gelen değişim ile %5 seviyesinde ters yönde anlamlı ilişkili, uzun vadeli borçlardaki değişimler bir önceki yıl uzun vadeli borçlardaki değişimler ile %5 seviyesinde ters yönde anlamlı ilişkili olarak gerçekleşmiştir. Öz kaynaklardaki değişimler ile bir önceki yıl öz kaynaklarda meydana gelen değişimler arasında ise istatistiksel anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Buna göre işletmelerde nakit, kısa vadeli borç ve uzun vadeli borçların geçmiş finansman kararlarından etkilendikleri söylenebilir. Bu etki 2005 – 2012 dönemi için ters yönde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bir önceki yıl nakit, kısa vadeli borç ve uzun vadeli borçlarda artış olmuşsa, bunun etkisi işletmenin bir sonraki yıl nakit tutma ve borçlanma davranışında düşüş olarak gerçekleşmektedir. Yıllık öz kaynaklar değişimleri ise bir önceki yılın öz kaynak artış ya da azalışlarından etkilenmemektedir.

## BÖLÜM IV. BULGULAR VE DEĞERLENDİRİLMESİ

İşletmelerin çalışma sermayesi, yatırımlar, kâr, temettü politikaları ve risksiz faiz oranı ile nakit ve nakit benzerleri, kısa vadeli yabancı kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar politikaları arasındaki ilişkileri inceleyen modellere ait analiz sonuçlarının özetleri Tablo 17’ de görülebilmektedir. Öte yandan finansman kaynaklarında yıldan yıla değişiklikler ile çalışma sermayesindeki yıllık değişim, yıllık yatırım miktarı, kâr, temettü ve risksiz faiz oranı arasındaki ilişkilerin yönüne ait özet analiz sonuçları ise Tablo 18’ de yer almaktadır.

**Tablo 17. Dinamik Panel Veri Analizi Özet**

Değişken	NNB	KVB	UVB	OZK
CSY	-	-		
MDV		+	+	
KAR	+	+		+
TEM	-			-
RF		-	-	-

**Tablo 18. Görünüşte İlişkisiz Regresyon Analizi Özet**

Değişken	D.NNB	D.KVB	D.UVB	D.OZK
D.CSY	-	-		+
D.MDV	-		+	+
KAR	+			+
TEM	-			-
RF		-	-	-
L.BD	-	-	-	

Tablo 17 göz önünde bulundurularak çalışmada yer verilen hipotezler ele alındığında;

H<sub>60</sub> : Çalışma sermayesinin Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında negatif bir ilişki mevcuttur.

H<sub>70</sub> : Yatırımların Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H<sub>80</sub> : Kârın Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

H<sub>90</sub> : Temettü dağıtımının Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur.

H<sub>100</sub> : Risksiz faiz oranının Nakit ve Nakit Benzerlerine etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H<sub>110</sub> : Çalışma sermayesinin Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve negatif bir ilişki mevcuttur.

H<sub>120</sub> : Yatırımların Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

H<sub>130</sub> : Kârın Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.



H14<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H15<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının Kısa Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve negatif bir ilişki vardır.

H16<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H17<sub>0</sub> : Yatırımların Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

H18<sub>0</sub> : Kârın Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H19<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H20<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının Uzun Vadeli Borçlara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve negatif bir ilişki mevcuttur.

H21<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin Öz Kaynaklara etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H22<sub>0</sub> : Yatırımların Öz Kaynaklara etkisi yoktur.

Hipotezi kabul edilmektedir.

H23<sub>0</sub> : Kârın Öz Kaynaklara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur.

H24<sub>0</sub> : Temettü dağıtımının Öz Kaynaklara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve negatif bir ilişki mevcuttur.

H25<sub>0</sub> : Risksiz faiz oranının Öz Kaynaklara etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. İstatistiki analiz sonuçlarına göre bu iki değişken arasında anlamlı ve negatif bir ilişki mevcuttur.

Bu sonuçlar ele alındığında ana hipotezler ise şu şekilde değerlendirilmektedir:

H1<sub>0</sub> : Çalışma sermayesinin finansman kararlarında etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. Çalışma sermayesi ihtiyacı uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak tercihi üzerinde etkin olmamakla birlikte, diğer finansman kaynakları olan kısa vadeli yabancı kaynaklar ve nakit ve nakit benzerleri politikaları üzerinde istatistiksel anlamlı ilişkili çıkmaktadır. Bu durumda işletmelerin nakit ve nakit benzerleri bulundurma ile kısa vadeli borçlanma kararları alırken çalışma sermayesi ihtiyaçlarını göz önünde bulundurmakta oldukları belirtilebilir.

H2<sub>0</sub> : Yatırımların finansman kararlarında etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. Yatırım kararlarının nakit ve nakit benzerleri ile öz kaynak politikaları üzerinde etkisi olmamasına rağmen dış kaynak finansman kararlarında etkili olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla işletmeler yatırım kararları aldıktan sonraki borçlanmalarını, var olan sermaye bütçelemesi kararlarını göz önünde bulundurarak gerçekleştirirler.

H3<sub>0</sub> : Kârın finansman kararlarında etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. Uzun vadeli borçlanma ve öz kaynakla finansman kararları yani genel olarak uzun vadeli finansman politikaları üzerinde kârlılığın etkisini olmadığı tespit edilmiştir. Burada kârın ilgili faaliyet dönemine ait ve dönemden döneme değişebilen, işletmeye dışsal bir değişken olması sebebiyle uzun dönem kararlarda etkin olmadığı söylenebilir. Öte yandan kâr, nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli borçlanma tercihleri üzerinde anlamlı etkili çıkmaktadır. Bu noktada işletmelerin faaliyetlerinin kârlı gerçekleşmesi sonucunda kredibilitelerini artırarak daha rahat kısa vadeli borçlanabildikleri

söylenbilir. Aynı zamanda yüksek kârlılık nedeniyle ortaya çıkacak vergiyi azaltıcı faiz gider etkisi sebebiyle kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri de belirtilebilir. Diğer taraftan kârlılık artışı ile imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin nakit ve nakit benzerlerini yani likiditeyi artırmak yönünde karar aldıkları da ortaya çıkmaktadır.

H<sub>40</sub> : Temettü dağıtımının finansman kararlarında etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. Temettü dağıtımının kısa ve uzun vadeli borçlanmada etkili olmadığı tespit edilmiştir. Öte yandan temettü dağıtımı nakit ve nakit benzerleri ile öz kaynak politikaları üzerinde ilgili dönemde etkili olmaktadır.

H<sub>50</sub> : Risksiz faiz oranının finansman kararlarında etkisi yoktur.

Hipotezi reddedilmektedir. Hem borçlanma hem de ortaklık hakkı veren finansman kaynakları üzerinde temel makroekonomik değişken risksiz faiz oranının anlamlı etkisi olduğu ortaya çıkmaktadır. Nakit ve nakit benzerleri bulundurma kararları üzerinde ise risksiz faiz oranı etkili olmamaktadır.

Bunlara ek olarak Tablo 18’ de görüldüğü üzere Türkiye imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler çalışma sermayesindeki artışları nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli yabancı borçlardaki azalış ve öz kaynaklar ile finanse etmektedir. Uzun dönemli yatırımlar ise nakit, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar ile finanse edilmektedir. Dolayısıyla işletmelerin sermaye bütçelemesi finansmanını hem borç hem öz kaynak içeren karma finansman yaklaşımı ile yaptıkları söylenebilir.

Yıllık net kâr hem nakit olarak ayrılmakta hem de bir kısmı öz kaynaklarda tutulmaktadır. Temettü nakit olarak ödenmekte ve nakit ve nakit benzerlerini ile öz kaynakları azaltıcı etkisi bulunmaktadır. Risksiz faiz oranı Tablo 17’de görüldüğü üzere kısa vadeli yabancı kaynak, uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak politikalarını ters orantılı bir şekilde etkilediği gibi, azalmasıyla birlikte dış kaynak finansmanını artırıcı etkide bulunmaktadır. Yani finansman kaynaklarındaki yıllık değişimleri ve yıllık finansman tercihlerini de etkilemektedir.

Nakit ve nakit benzerlerindeki yıllık değişim, kısa vadeli borçlardaki ve uzun vadeli borçlardaki yıllık değişimler için bu değişkenlerin gecikmeli değerlerinin ters yönde anlamlı

ilişkili çıkması, geçmişteki finansman kaynak tercihlerinin bir sonraki yılda etkili olduğunun göstergesidir. Örneğin bir önceki yılda kısa vadeli borç edinimi arttığında, bu durumun cari yıldaki kısa vadeli yabancı kaynak edinimi negatif yönde etkilemekte olduğu ve azaltıcı etki ettiği söylenebilir. Öte yandan yıllık öz kaynak finansman tercihinin bir önceki yıldaki öz kaynak finansmanından etkilenmediği görülmüştür.

## BÖLÜM V. GENEL DEĞERLENDİRMELER VE SONUÇ

İşletmeler esas amaçları olan varlıklarını sürdürmek, değerlerini artırmak ve kârlarını en üst düzeye çıkarmak için hem bir takım işletme faaliyetlerinde bulunurlar hem de bir yandan yatırımlar yaparlar. Varlıklarını sürdürmek için ve faaliyetlerini kısa vadede devam ettirmek için nakit, alacak ve borç çevriminin belirli bir sürede gerçekleşmesi sebebiyle her faaliyet döneminde belirli bir miktar çalışma sermayesine ihtiyaç duyarlar. Değerlerini artırabilmek açısından ise hem faaliyetlerinden kâr etmek hem de yeni yatırımlar yapmak zorundadırlar. Bu noktada hem işletme hem de yatırım faaliyetlerinin finansmanı önemli hale gelmektedir. En nihai hedef olan kârı en üst düzeye çıkarmak, en az maliyetle finansman sağlamaktan geçmektedir. Bu noktada işletmelerin elde ettiği kâr ve nakit akışları yanında borç ve öz kaynak ile finansman kararları ön plana çıkmaktadır.

Türkiye ekonomisi 1950'lerden itibaren pek çok iktisadi politika değişikliği yaşamış olup bunun sonucunda özellikle imalat sektörünün yatırımlarının desteklenmesinde ve kaynak kullanımında dönemsellik görülmektedir. 1980'lerde Türk ekonomisinin hızla liberalleştirilmesi beraberinde pek çok riski de getirmiştir. Özellikle finansal sektörde disiplinin sağlanamamış olması, Türkiye'nin 1990'larda ve 2000'lerin başlarında ciddi finansal krizler yaşamasına neden olmuş ve sonuçta bu krizler, finansal sistemi olumsuz etkileyerek imalat sektöründeki işletmelerin ihtiyaç duyduğu yatırım finansman kaynaklarının edinimini ve maliyetini olumsuz etkilemiştir.

Diğer taraftan, 2000'li yıllarda iktisadi ve finansal politikaların daha kontrollü ve finansal sistemi düzenlemeye yönelik olarak gerçekleştirilmesi, işletme faaliyetleri, kısa ve uzun vadeli yatırım kararları ve finansman politikalarının nasıl şekilleneceği ve bu işletme ana fonksiyonlarının birbirleri üzerinde etkili olup olmadığı sorgulanır olmuştur.

Bu bağlamda bu çalışmamızda işletme, yatırım ve finansman faaliyetleri arasındaki ilişkiler ve risksiz faiz oranının bunlara etkilerini araştırmak ve değerlendirmek amaçlanmıştır. Bu sebeple Türkiye Muhasebe Standartları'nın finansal tablolarda uygulanmaya başlanma tarihi olan 2005 ve sonrası yıllarda Türk İmalat Sektöründe faaliyet gösteren Borsa İstanbul' a kote olmuş işletmelerin yatırım ve finansman kararları arasındaki

ilişki araştırılmış, yatırım finansman kararlarını etkileyen faktörler analiz edilmiş ve bu faktörlerden yatırımların, çalışma sermayesinin, kârlılık durumunun, temettü dağıtımının ve risksiz faiz oranının finansman kaynak tercihine olan etkisine bakılmıştır. Ayrıca işletmelerin yatırımlarını ne tür kaynaklar ile finanse ettikleri ve finansman politikalarında geçmiş dönemlerdeki kararlarının etkisi olup olmadığı analiz edilmiştir.

Çalışmada Borsa İstanbul'a kote imalat sektöründe faaliyet gösteren 59 işletmenin 2005 – 2012 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Verilerin analizinde, panel veri analiz yöntemlerinden olan Arellano-Bover/Blundell-Bond Dinamik Panel Veri Analizi (GMM) ve birbirleriyle bağlantılı çoklu bağımlı değişkenlerin analizinde kullanılan Görünüşte İlişkisiz Regresyon Analizi (SUREG) yöntemlerinden faydalanılmıştır.

2005 - 2012 dönemini kapsayan ekonometrik analizin sonuçları göstermektedir ki çalışma sermayesi ihtiyacı, yatırım kararları, kâr durumu ve temettü dağıtımı finansman karar ve politikalarını etkilemektedir. Bunun yanı sıra beklenildiği gibi risksiz faiz oranlarının yatırım finansman kararları üzerindeki etkisi olumlu gerçekleşmektedir. Öte yandan risksiz faiz oranının işletmelerin likidite kararları üzerine etkisi tespit edilememiştir.

İşletmelerin nakit bulundurma kararlarını çalışma sermayesi ihtiyaçları, kârlılık durumları ve temettü dağıtımları etkilemekte ancak yatırım kararları ve risksiz faiz oranı bu kararlarda etkili olmamaktadır. Bu nakit ve nakit benzerleri çalışma sermayesi, yatırımlar ile temettü finansmanında kullanılmaktadır. İşletmeler kârlarının bir kısmını nakit olarak ayırmaktadırlar. Risksiz faiz oranı ne nakit tutma kararlarını ne de yıllık nakit kullanım miktarlarını etkilemektedir.

Öte yandan kısa vadeli borçlanma politikasını çalışma sermayesi ihtiyacı, yatırımlar, kârlılık durumu ve risksiz faiz oranı etkilemektedir. Kısa vadeli borçlanmadaki yıllık değişim çalışma sermayesi için kullanılmaktadır. Uzun vadeli borçlanma kararlarını yatırımlar ve risksiz faiz oranı etkilemektedir. Alınan bu uzun vadeli borçlar yatırımların finansmanında kullanılmaktadır.

Ancak öz kaynak politikasını yatırımlar etkilememekte fakat yıllık net kâr, temettü ve risksiz faiz oranı etkilemektedir. Öz kaynak ile işletmeler çalışma sermayesini ve yatırımları finanse etmektedirler.

2005 – 2012 döneminde imalat sektörü işletmeleri çalışma sermayesini nakit ve nakit benzerleri, kısa vadeli borç ve öz kaynaklar ile finanse etmektedir. Sermaye bütçeleme kararları ile gerçekleştirilen yatırımlar ise nakit, uzun vadeli borç ve öz kaynaklar kullanılarak yapılmaktadır. Öte yandan işletmelerin finansman faaliyetlerinde geçmiş dönem kararları önemli bir etken olmakta ve cari faaliyet dönemi nakit ve nakit benzerleri değişimleri ve borçlanma miktarları bir önceki dönem finansmanı ile ters yönde ilişkili gerçekleşmektedir. Yıllık öz kaynak değişimi ise bir önceki dönem öz kaynak değişiminden etkilenmemektedir.

Türkiye imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin çalışma sermayesi yönetimi nakit ve kısa vadeli borçlanma kararlarında etkili olmaktadır. Borçlanma kararları alınırken yapılan yatırımlar göz önünde bulundurulmaktadır. Dönem sonu net kâr hem nakit ve nakit benzerleri bulundurma, hem kısa vadeli borçlanma ve hem de öz kaynak politikaları üzerinde etkindir. İşletmeler temettü dağıttıklarında beklenildiği üzere bu hem nakit ve nakit benzerlerini hem de öz kaynaklarını etkilemektedir.

Sonuç olarak, işletme, finansman ve yatırım kararlarının birbiri ile ilişkili kararlar olduğu ampirik olarak ortaya konulmaktadır. İşletmeler finansal kaynak ararken, işletme ve yatırım politikalarını göz önünde bulundurmadan herhangi bir kaynak seçiminde bulunmamaktadırlar. Öte yandan stok bulundurma gibi kısa vadeli çalışma sermayesi ihtiyaçlarının, yeni bir sermaye bütçeleme gibi uzun vadeli yatırım kararlarının, kârlılık durumlarının, kâr payı dağıtım kararlarının ve temel makroekonomik değişken olarak risksiz faiz oranının işletmelerin finansal kaynak bileşiminin oluşumunda önemli faktörler olduğu söylenebilir.

## KAYNAKÇA

- Agoraki, M. E. K., Delis, M. D. ve Pasiouras, F. 2011. Regulations, competition and bank risk-taking in transition countries. *Journal of Financial Stability*, 7(1): 38-48.
- Ahsan, K., ve Gunawan, I. 2010. Analysis of cost and schedule performance of international development projects. *International Journal of Project Management*, 28(1): 68-78.
- Akbulut, E. 2000. *KOBİ'lerin Sermaye Piyasası'na Katılımı*. IMKB Eğitim ve Yayın Müdürlüğü, İstanbul.
- Akgüç, Ö. 1998. *Finansal Yönetim*. Yenilenmiş 7.Baskı, İstanbul.
- Akhmedjonov, A., Güç, Y. ve Akinci, F. 2011. Healthcare financing: how does Turkey compare?. *Hospital topics*, 89(3): 59-68.
- Akın, A., Bayyurt, N. ve Zaim, S. 2013. Managerial and Technical Inefficiencies of Foreign and Domestic Banks in Turkey During the 2008 Global Crisis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(3): 48-63.
- Akın, G. G., Aysan, A. F., Kara, G. I. ve Yıldırım, L. 2010. The failure of price competition in the Turkish credit card market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46: 23-35.
- Akkemik, K. A. ve Özen, Ş. 2013. Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey. *Socio-Economic Review*.
- Akman, E. 2012. *Sermaye Yapısını Belirleyen İşletmeye Özgü Faktörler: İMKB'de İşlem Gören Sanayi Firmaları Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Aksoy, A. ve Yalçiner, K. 2008. *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara, Gazi Kitabevi, 4. Baskı.
- Aktar, I. ve Öztürk, L. 2009. Can unemployment be cured by economic growth and foreign direct investment in Turkey. *International research journal of finance and economics*, 27: 203-211.
- Aktaş, E., Özenç, Ç. ve Arıca, F. 2010. *The Impact of Oil Prices in Turkey on Macroeconomics* (No. 8658). University Library of Munich, Germany.
- Aktaş, Z., Kaya, N. ve Özlale, Ü. 2010. Coordination between monetary policy and fiscal policy for an inflation targeting emerging market. *Journal of International Money and Finance*, 29(1): 123-138.
- Akyürek, C., Kutun, A. M. ve Yilmazkuday, H. 2011. Can inflation targeting regimes be effective in developing countries? The Turkish experience. *Journal of Asian Economics*, 22(5): 343-355.
- Akyüz, K. C., Akyüz, I., Serin, H. ve Cindik, H. 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*, 8(3): 301-311.
- Alam, M. M. ve Uddin, M. G. S. 2009. Relationship between interest rate and stock price: empirical evidence from developed and developing countries. *International journal of business and management*, 4(3): P43.
- Ali, A., Klasa, S. ve Yeung, E. 2009. The limitations of industry concentration measures constructed with Compustat data: Implications for finance research. *Review of Financial Studies*, 22(10): 3839-3871.



- Allen, W. A. ve Allen, B. 2013. *International liquidity and the financial crisis*. Cambridge University Press.
- Almeida, H. ve Campello, M. 2010. Financing frictions and the substitution between internal and external funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(03): 589-622.
- Alper, D. ve Anbar, A. 2011. Bank specific and macroeconomic determinants of commercial bank profitability: empirical evidence from Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 2(2): 139-152.
- Altug, S., Filiztekin, A. ve Pamuk, Ş. 2008. Sources of long-term economic growth for Turkey, 1880–2005. *European Review of Economic History*, 12(3): 393-430.
- Amiram, D. 2012. Financial information globalization and foreign investment decisions. *Journal of International Accounting Research*, 11(2): 57-81.
- Angeletos, G. M. ve Panousi, V. 2011. Financial integration, entrepreneurial risk and global dynamics. *Journal of Economic Theory*, 146(3): 863-896.
- Anıl, İ., Çakır, O., Canel, C. ve Porterfield, R. 2010. A Comparison of Inward and Outward Foreign Direct Investment Determinants in Turkey. *In Southeast Decision Sciences Institute Fortieth Annual Conference Proceedings* (pp. 528-542).
- Aras, G. ve Müslümov, A. 2003. Kredi Piyasalarından Asimetrik Bilgi Ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. *II Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, 17-18 Mayıs, Kocaeli, İzmit.
- Arellano, C. 2008. Default risk and income fluctuations in emerging economies. *The American Economic Review*, 690-712.
- Arellano, M. ve Bond, S. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58: 277–297.
- Arellano, M. ve Bover, O. 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68: 29–51.
- Arslan, Ö. 2003. Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi Ve Bazı Finansal Yönetim Uygulamaları. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(1).
- Ashta, A. 2009. Microcredit capital flows and interest rates: an alternative explanation. *Journal of Economic Issues*, 43(3): 661-684.
- Ata, A. ve Ağ, Y. 2010. Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi. *İstanbul Üniversitesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11: 45-60.
- Atıcı, G. ve Gürsoy, G. 2011. Financial crises and capital buffer: evidence from the Turkish banking sector. *Business Perspectives, Banks and Bank Systems International Research Journal*, 6(1).
- Aydın, Z. 2013. Global crisis, Turkey and the regulation of economic crisis. *Capital & Class*, 37(1): 95-109.
- Bachmann, R., ve Bayer, C. 2011. *Investment dispersion and the business cycle* (No. w16861). National Bureau of Economic Research.
- Bai, Y., Green, C. J. ve Leger, L. 2012. Industry and country factors in emerging market returns: Did the Asian crisis make a difference?. *Emerging Markets Review*.
- Ball, R., Hail, L. ve Vasvari, F. 2011. Equity cross-listings in the US and the price of debt. *In CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper*.
- Baltagi, B. 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*. The Atrium Southern Gate Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
- Barbosa-Filho, N. H. 2012. The balance-of-payments constraint: from balanced trade to sustainable debt. *PSL Quarterly Review*, 54(219).

- Barışık, S. ve etintaş, H. 2009. Export, import and economic growth: the ecase of transition economies. *Transition Studies Review*, 15(4): 636-649.
- Barış, E., Mollahaliloglu, S. ve Aydın, S. 2011. Healthcare in Turkey: from laggard to leader. *BMJ*, 342.
- Başçetinelik, A., Öztürk, H. H., Ekinci, K., Kaya, D., Kacira, M. ve Karaca, C. 2009. Strategy development and determination of barriers for thermal energy and electricity generation from agricultural biomass in Turkey. *Energy, Exploration & Exploitation*, 27(4): 277-294.
- Batten, J. A., Ciner, C. ve Lucey, B. M. 2010. The macroeconomic determinants of volatility in precious metals markets. *Resources Policy*, 35(2): 65-71.
- Baum, C. F., ağlayan, M. ve Talavera, O. 2010. Parliamentary election cycles and the Turkish banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 34(11): 2709-2719.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ve Peria, M. S. M. 2011. Bank financing for SMEs: Evidence across countries and bank ownership types. *Journal of Financial Services Research*, 39(1-2): 35-54.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ve Singer, D. 2011. Is Small Beautiful? Financial Structure, Size and Access to Finance. *World Bank Policy Research Working Paper Series*.
- Becker, B. ve Milbourn, T. 2011. How did increased competition affect credit ratings?. *Journal of Financial Economics*, 101(3): 493-514.
- Bekaert, G., Engstrom, E. ve Xing, Y. 2009. Risk, uncertainty, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 91(1): 59-82.
- Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C. T. ve Siegel, S. 2011. What segments equity markets?. *Review of Financial Studies*, 24(12): 3841-3890.
- Bell, D. 2006. *Panel Models: Theoretical Insights*. Lecture Notes, University of Stirling.
- Belz, F. M. ve Schmidt-Riediger, B. 2010. Marketing strategies in the age of sustainable development: evidence from the food industry. *Business Strategy and the Environment*, 19(7): 401-416.
- Berg, G. ve Fuchs, M. 2013. *Bank financing of SMEs in five Sub-Saharan African countries: the role of competition, innovation, and the government* (No. 6563). The World Bank.
- Berger, A. N. ve Black, L. K. 2011a. Bank size, lending technologies, and small business finance. *Journal of Banking & Finance*, 35(3): 724-735.
- Berger, A. N. ve Schaeck, K. 2011b. Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength, and the Use of Venture Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(2-3): 461-490.
- Berger, A. N., Center, W. F. I., Cerqueiro, G. ve Penas, M. F. 2013. Market size structure and small business lending: Are crisis times different from normal times?. *Available at SSRN 2261932*.
- Berk, G. G. 2009. A Case Study of the Strategic Role of Design Processes in Brand Name Development in Turkey. *Fashion Practice: The Journal of Design, Creative Process & the Fashion*, 1(2): 187-214.
- Berkmen, S. P., Gelos, G., Rennhack, R. ve Walsh, J. P. 2012. The global financial crisis: Explaining cross-country differences in the output impact. *Journal of International Money and Finance*, 31(1): 42-59.
- Berument, M. H., Doğan, N. ve Tansel, A. 2009. Macroeconomic policy and unemployment by economic activity: evidence from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(3): 21-34.
- Betz, F. 2011. *Managing technological innovation: competitive advantage from change*. Wiley-Interscience.

- Bierman Jr, H. ve Smidt, S. 2012. *The capital budgeting decision: economic analysis of investment projects*. Routledge.
- Bischi, G. I., Chiarella, C. ve Sushko, I. (Eds.). 2013. *Global analysis of dynamic models in economics and finance*. Springer.
- Blundell, R. ve Bond, S. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87: 115–143.
- Bod, P. Á. 2013. Crisis after Crisis—Any Lessons Learnt?. *Hungarian Review*, (02): 18-28.
- Born, B. ve Breitung, J. 2011. *Testing for Serial Correlation in Fixed-Effects Panel Data Models*. University of Bonn.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. ve Allen, F. 2006. *Corporate finance (Vol. 8)*. Boston et al.: McGraw-Hill/Irwin.
- Brown, J. R. ve Petersen, B. C. 2010. Public entrants, public equity finance and creative destruction. *Journal of Banking & Finance*, 34(5): 1077-1088.
- Cameron, C. ve Pravin, T. 2005. *Microeconometrics: Methods and Applications*. *New York, Cambridge Press*.
- Carbó-Valverde, S., Rodriguez-Fernandez, F. ve Udell, G. F. 2009. Bank Market Power and SME Financing Constraints. *Review of Finance*, 13(2): 309-340.
- Carpentier, C. ve Suret, J. M. 2012. Entrepreneurial equity financing and securities regulation: An empirical analysis. *International Small Business Journal*, 30(1): 41-64.
- Carpentier, C., L'Her, J. F. ve Suret, J. M. 2012. Seasoned equity offerings by small and medium-sized enterprises. *Small Business Economics*, 38(4): 449-465.
- Carter, S. H. 2013. Financial Intermediation, Growth, and Microfinance in Turkey: A Quantitative Study. *Economics - Theses*. Paper 1. < [http://surface.syr.edu/ecn\\_thesis/1](http://surface.syr.edu/ecn_thesis/1) >
- Cassar, G. 2011. Discussion of the value of financial statement verification in debt financing: Evidence from private US firms. *Journal of Accounting Research*, 49(2): 507-528.
- Castells, M. 2011. *The rise of the network society: The information age: Economy, society, and culture (Vol. 1)*. Wiley-Blackwell.
- Cazzavillan, G. ve Olszewski, K. 2012. Interaction between foreign financial services and foreign direct investment in Transition Economies: An empirical analysis with focus on the manufacturing sector. *Research in Economics*.
- Ceballos, F., Didier, T., Hevia, C. ve Schmukler, S. 2013. *Policy Responses to the Global Financial Crisis: What Did Emerging Economies Do Differently?* (No. 2013-002).
- Chang, X., Dasgupta, S. ve Wong, G. 2010. Cash Flows, Firm Valuation, and Corporate Policies. *2010 China International Conference in Finance*, July 4-7, Beijing, China.
- Cheung, W., Fung, S. ve Tsai, S. C. 2010. Global capital market interdependence and spillover effect of credit risk: evidence from the 2007–2009 global financial crisis. *Applied Financial Economics*, 20(1-2): 85-103.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Kellermanns, F. ve Wu, Z. 2011. Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 26(4): 472-488.
- Cilasun, S. M. ve Günalp, B. 2012. An Empirical Analysis of the Average Plant Start-Up Size in Turkish Manufacturing Industries. *Review of Industrial Organization*, 40(4): 273-289.
- Clist, P. ve Morrissey, O. 2011. Aid and tax revenue: Signs of a positive effect since the 1980s. *Journal of International Development*, 23(2): 165-180.

- Cohen, A. ve Mazzeo, M. J. 2010. Investment strategies and market structure: An empirical analysis of bank branching decisions. *Journal of Financial Services Research*, 38(1): 1-21.
- Cole, S., Sampson, T. ve Zia, B. 2011. Prices or knowledge? What drives demand for financial services in emerging markets?. *The journal of finance*, 66(6): 1933-1967.
- Coleman, S. ve Robb, A. 2009. A comparison of new firm financing by gender: evidence from the Kauffman Firm Survey data. *Small Business Economics*, 33(4): 397-411.
- Covas, F. ve Den Haan, W. J. 2011. The cyclical behavior of debt and equity finance. *The American Economic Review*, 101(2): 877-899.
- Covas, F. ve Den Haan, W. J. 2012. The Role of Debt and Equity Finance Over the Business Cycle\*. *The Economic Journal*, 122(565): 1262-1286.
- Cull, R., Davis, L. E., Lamoreaux, N. R. ve Rosenthal, J. L. 2006. Historical financing of small-and medium-size enterprises. *Journal of Banking & Finance*, 30(11): 3017-3042.
- Cull, R., Demirgüç-Kunt, A. ve Morduch, J. 2009. *Microfinance Tradeoffs: Regulation, Competition, And Financing*. The Handbook of Microfinance.
- Czarnitzki, D. ve Hottenrott, H. 2011. R&D investment and financing constraints of small and medium-sized firms. *Small Business Economics*, 36(1): 65-83.
- Czarnitzki, D. ve Kraft, K. 2009. Capital control, debt financing and innovative activity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 71(2): 372-383.
- Çakmakçı, U. M. ve Karabatı, S. 2008. Exploring managerial values in the changing Turkish business context. *Journal of Management Development*, 27(7): 693-707.
- Çatalbaş, G. K. ve Çatalbaş, E. 2008. *Finansman Sorunu Yaşayan Kobi'ler, Basel II ve Bankacılık Sektörü*. Konferans-Seminer, 3.
- D'Mello, R. ve Miranda, M. 2010. Long-term debt and overinvestment agency problem. *Journal of Banking & Finance*, 34(2): 324-335.
- Damodaran, A. 2010. *Applied corporate finance*. Wiley.
- Dasgupta, A., Prat, A. ve Verardo, M. 2011. Institutional Trade Persistence and Long-Term Equity Returns. *The Journal of Finance*, 66(2): 635-653.
- Dasgupta, S., Noe T.H. ve Wang Z. 2008. Where Did All the Dollars Go? The Effect of Cash Flow Shocks on Capital and Asset Structure. *Available at SSRN 1270066*.
- De Clercq, D., Meuleman, M. ve Wright, M. 2012. A cross-country investigation of micro-angel investment activity: The roles of new business opportunities and institutions. *International Business Review*, 21(2): 117-129.
- De Jong, A., Verbeek, M. ve Verwijmeren, P. 2011. Firms' debt–equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35(5): 1303-1314.
- De Mooij, R. A. 2011. *Tax Elasticity of Corporate Debt: A Synthesis of Size and Variations*. International Monetary Fund.
- De Mooij, R. A. 2012. Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions. *Fiscal Studies*, 33(4): 489-512.
- Delis, M. D. ve Kouretas, G. P. 2011. Interest rates and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, 35(4): 840-855.
- Demirgüç-Kunt, A. ve Maksimovic, V. 1996. Stock market development and financing choices of firms. *The World Bank Economic Review*, 10(2): 341-369.
- Denis, D. J. ve McKeon, S. B. 2012. Debt Financing and Financial Flexibility Evidence from Proactive Leverage Increases. *Review of Financial Studies*, 25(6): 1897-1929.
- Denis, D. J. ve Sibilkov, V. 2010. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1): 247-269.

- Denizer, C. A., Dinc, M. ve Tarımcılar, M. 2007. Financial liberalization and banking efficiency: evidence from Turkey. *Journal of Productivity Analysis*, 27(3): 177-195.
- Diamond, D. W. ve He, Z. (2012). *A theory of debt maturity: the long and short of debt overhang* (No. w18160). National Bureau of Economic Research.
- Dinçer, N., Kandil, M. ve Trabelsi, M. 2011. On Capital Flows and Macroeconomic Performance: Evidence Before and After the Financial Crisis in Turkey. *In ERF 17th Annual Conference in Turkey*, 20th-22th March.
- Donaldson, G. 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determinants of the Corporate Debt Capacity, Boston: Division of Research*. Harvard Graduate School of Business Administration.
- Dudu, H. ve Çakmak, E. H. 2013. *Trade Liberalization and Productivity Growth: A Recursive Dynamic CGE Analysis for Turkey* (No. 152357). International Agricultural Trade Research Consortium.
- Dufour, M. ve Orhangazi, Ö. 2009. The 2000–2001 financial crisis in Turkey: A crisis for whom?. *Review of Political Economy*, 21(1): 101-122.
- Duran, S. ve Zehir, C. 2011. Analyzing the technical efficiency on the effects of foreign portfolio investment in the financing of small and medium-sized enterprises (SMEs) in Turkey. *African Journal of Business Management*, 5(21): 8567-8575.
- Dushnitsky, G. ve Shapira, Z. 2010. Entrepreneurial Finance meets organizational reality: comparing investment practices and performance of corporate and independent venture capitalists. *Strategic Management Journal*, 31(9): 990-1017.
- Edmans, A. ve Liu, Q. 2011. Inside debt\*. *Review of Finance*, 15(1): 75-102.
- Ekşi, H. I., Senturk, M. ve Yıldırım, S. H. 2012. Sensitivity of stock market indices to oil prices: Evidence from manufacturing sub-sectors in Turkey. *Panoeconomicus*, 59(4): 463-474.
- Elliott, D. J. 2010. *A further exploration of bank capital requirements: effects of competition from other financial sectors and effects of size of bank or borrower and of loan type*. Brookings Institution.
- Eriotis, N. P., Frangouli, Z. ve Ventoura-Neokosmides, Z. 2011. Profit margin and capital structure: an empirical relationship. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 18(2).
- Erol, E. D. 2013. Consideration about global finance crisis and solution offers. *African Journal of Business Management*, 7(4): 244-249.
- Erol, H. 2007. *Bankalarda Net Faiz Marjının Belirleyicileri, Risk Duyarlılığı ve Politika Önerileri, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Fama, E. F. 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3): 283-306.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G. ve Petersen, B. 1988. Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141–195.
- Flavin, T. ve O'Connor, T. 2010. The sequencing of stock market liberalization events and corporate financing decisions. *Emerging markets review*, 11(3): 183-204.
- Frank, M.Z. ve Goyal, V.K. 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67: 217-248.
- Frank, M.Z. ve Goyal, V.K. 2007. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?. *Available at SSRN 567650*.
- Frankel, J. A. ve Saravelos, G. 2010. *Are leading indicators of financial crises useful for assessing country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global crisis* (No. w16047). National Bureau of Economic Research.

- Frederick, S. ve Gereffi, G. 2011. Upgrading and restructuring in the global apparel value chain: why China and Asia are outperforming Mexico and Central America. *International Journal of Technological Learning, Innovation and Development*, 4(1): 67-95.
- Fulghieri, P. ve Sevilir, M. 2009. Organization and financing of innovation, and the choice between corporate and independent venture capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(6): 1291.
- Garcia-Appendini, E. ve Montoriol-Garriga, J. 2013. Firms as liquidity providers: Evidence from the 2007–2008 financial crisis. *Journal of Financial Economics*.
- Garofalo, G. ve Morganti, P. 2010. The Financing of R&D Investments: Effects on Growth and Financial Structure. *Journal of Applied Economic Sciences (JAES)*, (12): 70-93.
- Gatchev, V. A., Spindt, P. A. ve Tarhan, V. 2009. How do firms finance their investments?: The relative importance of equity issuance and debt contracting costs. *Journal of Corporate Finance*, 15(2): 179-195.
- Gatchev, V. A., Pulvino, T. ve Tarhan, V. 2010. The Interdependent and Intertemporal Nature of Financial Decisions: An Application to Cash Flow Sensitivities. *The Journal of Finance*, 65(2): 725-763.
- Gatti, S. 2012. *Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects*. Academic Press.
- Gauthier, C., He, Z. ve Souissi, M. 2010. Understanding systemic risk: The trade-offs between capital, short-term funding and liquid asset holdings (No. 2010, 29). *Bank of Canada Working Paper*.
- Gerber, D. 2012. *Global competition: law, markets, and globalization*. OUP Oxford.
- Gereffi, G. ve Frederick, S. 2010. The global apparel value chain, trade and the crisis: challenges and opportunities for developing countries. *World Bank Policy Research Working Paper Series*.
- Gertler, M. ve Kiyotaki, N. 2010. Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis. *Handbook of monetary economics*, 3(3): 547-599.
- Gilchrist, S. ve Zakrajšek, E. 2011. *Credit spreads and business cycle fluctuations* (No. w17021). National Bureau of Economic Research.
- Gompers, P. ve Lerner, J. 2010. *Equity financing*. In Handbook of entrepreneurship research. Springer New York, 183-214.
- Gönenç, H. 2005. Comparison of debt financing between international and domestic firms: Evidence from Turkey, Germany and UK. *International Journal of Managerial Finance*, 1(1): 49-68.
- González-Hermosillo, B. ve Hesse, H. 2011. Global market conditions and systemic risk. *Journal of Emerging Market Finance*, 10(2): 227-252.
- Gökbulut, R.İ. 2009. *Hissedar Değeri İle Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Ana Bilim Dalı.
- Greene, W. 2003. *Econometric Analysis*. Prentice Hall.
- Grinblatt, M. ve Titman, S. 2002. *Financial markets and corporate strategy (Vol. 2)*. McGraw-Hill/Irwin.
- Gros, D. ve Selçuki, C. 2013. The Changing Structure of Turkey's Trade and Industrial Competitiveness: Implications for the EU. *Global Turkey in Europe*, 85.
- Günçavdi, Ö. ve Küçük, A. E. 2012. Investment expenditure and capital accumulation in an inflationary environment: The case of Turkey. *Journal of Policy Modeling*.

- Günerergin, M., Penbek, Ş. ve Zaptçioğlu, D. 2012. Exploring the Problems and Advantages of Turkish SMEs for Sustainability. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 58: 244-251.
- Guo, L. H. ve Ma, W. J. 2011. Debt Financing, Trade Credit and SMEs' Investment: Evidence from Unlisted Manufacturing SMEs in China. *Journal of Finance and Economics*, 3(014).
- Halov, N. ve Heider, F. 2011. Capital structure, risk and asymmetric information. *The Quarterly Journal of Finance*, 1(04): 767-809.
- Han, R. ve Melecký, M. 2013. *Financial Inclusion for Stability: Access to Bank Deposits and the Deposit Growth during the Global Financial Crisis*. University Library of Munich, Germany.
- Harris, G. S. 2011. Military Coups and Turkish Democracy, 1960–1980. *Turkish Studies*, 12(2): 203-213.
- Harris, J. M. 2010. *Agricultural income and finance outlook*. DIANE Publishing.
- Hasan, I., Kobeissi, N. ve Wang, H. 2011. Global equity offerings, corporate valuation, and subsequent international diversification. *Strategic Management Journal*, 32(7): 787-796.
- Haushalter, G. D. 2000. Financing policy, basis risk, and corporate hedging: Evidence from oil and gas producers. *The Journal of Finance*, 55(1): 107-152.
- Henry, P. B. 2000. Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *The Journal of Finance*, 55(2): 529-564.
- Hirshleifer, D. ve Jiang, D. 2010. A financing-based misvaluation factor and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies*, 23(9): 3401-3436.
- Huang, R., Ritter, J. ve Zhang, D. 2013. Private Equity Firms' Reputational Concerns and the Costs of Debt Financing. *Available at SSRN 2205720*.
- Hubbard, R. G. (Ed.). 2009. *Asymmetric information, corporate finance, and investment*. University of Chicago Press.
- Hull, J. 2012. *Risk Management and Financial Institutions + Web Site (Vol. 733)*. Wiley.
- Hull, R. M. 2011. Debt-equity decision-making with and without growth. *Managerial Finance*, 37(8): 765-787.
- Ivashina, V. ve Kovner, A. 2011. The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking. *Review of Financial Studies*, 24(7): 2462-2498.
- Jacoby, N. H. ve Saulnier, R. J. 2011. *Business Finance and Banking*. NBER Books.
- Jiang, H. 2010. Institutional investors, intangible information, and the book-to-market effect. *Journal of Financial Economics*, 96(1): 98-126.
- Johari, R., Weintraub, G. Y. ve Van Roy, B. 2010. Investment and market structure in industries with congestion. *Operations Research*, 58(5): 1303-1317.
- Julio, B. ve Yook, Y. 2012. Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1): 45-83.
- Kara, A. H. 2013. Monetary Policy after the Global Crisis. *Atlantic Economic Journal*, 1-24.
- Karabulut, A. T. 2013. Internationalization of Turkish SMEs: An Empirical Study. *International Journal of Business and Management*, 8(6): 68.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., Balcılar, M. ve Önal, Y. B. 2009. Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5): 594-609.
- Karahan, M. ve Okay, Ş. 2011. A field research on the determination of entrepreneurial characteristics of SMEs businesses in Turkey. *African Journal of Business Management*, 5(11): 4121-4132.

- Karan, M. B. ve Arslan, Ö. 2009. Credit risks and internationalization of SMES. **Journal of Business Economics and Management**, 4: 361-368.
- Karpak, B. ve Topcu, I. 2010. Small medium manufacturing enterprises in Turkey: An analytic network process framework for prioritizing factors affecting success. **International Journal of Production Economics**, 125(1): 60-70.
- Kasman, S. ve Kasman, A. 2011. Efficiency, productivity and stock performance: Evidence from the Turkish banking sector. **Panoeconomicus**, 58(3): 355-372.
- Kaya, F. ve Yılar, S. 2011. Fiscal Transformation in Turkey over the Last Two Decades. **OECD Journal on Budgeting**, 2011, 1.
- Kaya, N. ve Patton, J. 2011. The effects of knowledge-based resources, market orientation and learning orientation on innovation performance: An empirical study of Turkish firms. **Journal of International Development**, 23(2): 204-219.
- Kaya, S. ve Alpkan, L. 2012. Problems and Solution Proposals for SMEs in Turkey. **EMAJ: Emerging Markets Journal**, 2(2): 30-45.
- Kia, A. 2010. Money, Deficits, Debts and Inflation in Emerging Countries: Evidence from Turkey. **Money**, 1(1): 136-151.
- Kılınç, M., Kılınç, Z. ve Turhan, M. I. (2012). Resilience of the Turkish Economy During the Global Financial Crisis of 2008. **Emerging Markets Finance and Trade**, 48: 19-34.
- Kıray, V. ve Şağbanşua, L. 2013. Barriers in front of solar energy plants in Turkey and investment analysis of solution scenarios-case study on a 10 MW system. **Journal of Renewable and Sustainable Energy**, 5, 041812.
- Koç, A. A., Boluk, G. ve Kovacı, S. 2010. Concentration of food retailing and anti-competitive practices in Turkey. **Food Economics–Acta Agricult Scand C**, 7(2-4): 151-162.
- Koçak, A., Morris, M. H., Buttar, H. M. ve Cifci, S. 2010. Entrepreneurial Exit and Reentry: An Exploratory Study of Turkish Entrepreneurs. **Journal of Developmental Entrepreneurship**, 15(04): 439-459.
- Köksal, M. H. ve Özgül, E. 2010. The export competitive advantages of Turkish manufacturing companies. **Marketing Intelligence & Planning**, 28(2): 206-222.
- Kök, R. ve Şimşek, N. 2012. **Panel Veri Analizi Sunumu**. s.1-28. < <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> >
- Lau, C. K. M., Suvankulov, F. ve Karabag, S. F. 2012. **Determinants of firm competitiveness: case of the Turkish textile and apparel industry** (No. 46974). University Library of Munich, Germany.
- Le Fur, Y., Dallochio, M. ve Salvi, A. 2011. **Corporate finance: theory and practice**. Wiley.
- Lerner, J., Sorensen, M. ve Strömberg, P. 2011. Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation. **The Journal of Finance**, 66(2): 445-477.
- Levchenko, A. A., Lewis, L. T. ve Tesar, L. L. 2010. The collapse of international trade during the 2008–09 crisis: in search of the smoking gun. **IMF Economic Review**, 58(2): 214-253.
- Lewellen, J. ve Lewellen, K. 2011. **Investment and cash flow: New evidence**. Working Paper. < <http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/jonathan-lewellen/Investment and cashflow.pdf> >
- Lewis, M. ve Verhoeven, M. 2010. Financial Crises and Social Spending: The Impact of the 2008-2009 Crisis. **Available at SSRN 1670341**.
- Lions, C. 2010. **Relationship Between The Profitability and Working Capital Policy Of Swedish Companies**. Umeå School of Business. Spring semester, Master thesis.



- Lin, C. Y. Y., Edvinsson, L., Chen, J. ve Beding, T. 2013. Beyond the 2008 Global Financial Crisis. *In National Intellectual Capital and the Financial Crisis in Brazil, Russia, India, China, Korea, and South Africa* (pp. 63-70). Springer New York.
- Liu, F., Wang, T. N. ve Chen, M. Y. 2012. Theoretical study of the debt financing structure's impact on solvency. *In Management Science and Engineering (ICMSE), 2012 International Conference on* (pp. 1342-1347). IEEE.
- Los, B., Timmer, M. P. ve de Vries, G. J. 2012. *China and the World Economy: A Global Value Chain Perspective on Exports, Incomes and Jobs*. University of Groningen, Groningen Growth and Development Centre.
- Ma, J., Wang, S. ve Gui, J. 2010. A Study on the Influences of Financing on Technological Innovation in Small and Medium-Sized Enterprises. *International Journal of Business and Management*, 5(2): 209.
- Macbean, A. (Ed.). 2011. *Export instability and economic development (Vol. 45)*. Routledge.
- Margaritis, D. ve Psillaki, M. 2010. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3): 621-632.
- Marois, T. 2011. Emerging market bank rescues in an era of finance-led neoliberalism: A comparison of Mexico and Turkey. *Review of International Political Economy*, 18(2): 168-196.
- Marshall, K. G. 2011. The factor content of Chinese trade. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 20(6): 769-787.
- McAllister, G. ve Sauvant, K. P. 2012. Foreign Direct Investment by Emerging Economy Multinationals: Coping with the Global Crisis. *Emerging Economies and Firms in the Global Crisis*, 14.
- Minea, A. ve Villieu, P. 2010. Financial development, institutional quality and maximizing-growth trade-off in government finance. *Economic Modelling*, 27(1): 324-335.
- Morellec, E. ve Schürhoff, N. 2011. Corporate investment and financing under asymmetric information. *Journal of Financial Economics*, 99(2): 262-288.
- Morellec, E., Valta, P. ve Zhdanov, A. 2012. Financing investment: The choice between public and private debt. *Available at SSRN 2162896*.
- Mulder, C., Perrelli, R. ve Rocha, M. D. 2012. External vulnerability, balance sheet effects, and the institutional framework—Lessons from the Asian crisis. *International Review of Economics & Finance*, 21(1): 16-28.
- Müller, E. ve Zimmermann, V. 2009. The importance of equity finance for R&D activity. *Small Business Economics*, 33(3): 303-318.
- Muradoğlu, Y., Onay, C. ve Phylaktis, K. 2013. European Integration and Corporate Financing. *Available at SSRN 1157868*.
- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2): 187-221.
- Myers, S.C. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3): 575-592.
- Natividad, G. 2013. Financial Capacity and Discontinuous Investment: Evidence from Emerging Market Multibusiness Firms. *Review of Financial Studies*.
- Nelson, J. M. (Ed.). 1990. *Economic crisis and policy choice: the politics of adjustment in developing countries*. Princeton University Press.
- Nesipbekov, Y. N., Ashimova, R. M. ve Uteyev, B. Z. 2013. Innovative Stock Market in Terms of the Crisis. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 14(8): 1022-1028.
- Noe, T. H. ve Rebbello, M. J. 1996. Asymmetric information, managerial opportunism, financing, and payout policies. *The Journal of Finance*, 51(2): 637-660.

- Nordas, H. K. 2009. *The global textile and clothing industry post the agreement on textiles and clothing*. World Trade Organization (WTO).
- Obstfeld, M. 2009. International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? *IMF Staff Papers*, 56(1): 63-111.
- Öcü, A. 1988. The politics of the urban land market in Turkey: 1950–1980. *International Journal of Urban and Regional Research*, 12(1): 38-64.
- Önder, Z. ve Ozyıldırım, S. 2011. Political connection, bank credits and growth: evidence from Turkey. *The World Economy*, 34(6): 1042-1065.
- Öniş, Z. 2009. Beyond the 2001 financial crisis: The political economy of the new phase of neo-liberal restructuring in Turkey. *Review of International Political Economy*, 16(3): 409-432.
- Öniş, Z. 2011. Power, Interests and Coalitions: the political economy of mass privatisation in Turkey. *Third World Quarterly*, 32(4): 707-724.
- Öniş, Z. ve Güven, A. B. 2011. Global crisis, national responses: The political economy of Turkish exceptionalism. *New Political Economy*, 16(5): 585-608.
- Özcan, G. B. ve Turunç, H. 2011. Economic Liberalization and Class Dynamics in Turkey: New Business Groups and Islamic Mobilization. *Insight Turkey*, 13(3): 63-86.
- Özdemir, D. 2011. The role of the public sector in the provision of housing supply in Turkey, 1950–2009. *International Journal of Urban and Regional Research*, 35(6): 1099-1117.
- Özdemir, S., Ersöz, H. Y. ve Sarıoğlu, H. İ. 2011. Küçük Girişimciliğin Artan Önemi ve KOBİ'lerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri. *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, (53).
- Özgen, H. ve Doğan, S. 1997. *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Uluslararası Pazarlara Açılmada Karşılaştıkları Yönetim Sorunları ve Çözüm Önerileri*. KOSGEB Yayını.
- Özmen, E., Şahinöz, S. ve Yalçın, C. 2012. *Profitability, Saving and Investment of Non-Financial Firms in Turkey*. Central Bank of Republic of Turkey.
- Öztürk, M. ve Aras, O. 2011. Foreign Capital Investments and Economic Crises in Turkey. *International Journal of Social Sciences and Humanity Studies*, 3(1).
- Paligorova, T. ve Yang, J. 2011. Corporate Governance, Product Market Competition, and Cost of Debt Financing [W]. *In Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper*.
- Pamuk, Ş. 2010. Economic Growth and Institutional Change in Turkey before 1980. *Understanding the Process of Economic Change in Turkey*, Nova Science Publishers.
- Park, H.M. 2011. Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step Analysis Using Stata. *Tutorial Working Paper*. Graduate School of International Relations, International University of Japan.
- Pazarlıoğlu, V. ve Gürler, Ö. 2007. Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı. *8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, Malatya İnönü Üniversitesi, 24-25 Mayıs: 4-5.
- Polk, C. ve Sapienza, P. 2009. The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review of Financial Studies*, 22(1): 187-217.
- Rawdanowicz, L. 2010. *The 2008-09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Responses and Challenges for Sustaining the Recovery* (No. 819). OECD Publishing.
- Rego, S. O. ve Wilson, R. 2012. Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50(3): 775-810.

- Rice, T. ve Strahan, P. E. 2010. Does Credit Competition Affect Small-Firm Finance?. *The Journal of Finance*, 65(3): 861-889.
- Sakarya, S., Eckman, M. ve Hyllegard, K. H. 2007. Market selection for international expansion: assessing opportunities in emerging markets. *International Marketing Review*, 24(2): 208-238.
- Saltoğlu, B. 2013. Turkish Banking Sector Current Status and the Future Challenges. *Atlantic Economic Journal*, 1-12.
- Sarıaslan, H. 1994. *Orta ve Küçük Ölçekli İşletmelerin Finansman Sorunları, Çözüm İçin Bir Finansal Paket Önerisi*. Ankara: TOBB Yayınları, 281-25.
- Sayılgan, G., Karabacak, H. ve Küçükkocaoğlu, G. 2006. The Firm - Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(3).
- Schmidt-Eisenlohr, T. 2011. Towards a theory of trade finance. *Available at SSRN 1967399*.
- Schularick, M. ve Steger, T. M. 2010. Financial integration, investment, and economic growth: evidence from two eras of financial globalization. *The Review of Economics and Statistics*, 92(4): 756-768.
- Scott, J. A. ve Dunkelberg, W. C. 2010. Competition for small firm banking business: Bank actions versus market structure. *Journal of Banking & Finance*, 34(11): 2788-2800.
- Seidel, M. ve Coronel, M. C. 2011. A new approach for assessing offshore piles subjected to cyclic axial loading. *Geotechnik*, 34(4): 276-284.
- Sentürk, C., Keskin, H., Kiriş, Y., Türköz, P. ve Kiriş, H. M. 2008. Can SMEs in developing countries resist crisis? An analysis on Turkish and Albanian cases. *Epoka University Center For European Studies*, 208.
- Serrasqueiro, Z. 2011. Are capital structure decisions of service SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *Management research review*, 34(1): 34-57.
- Servén, L. ve Nguyen, H. 2013. Global Imbalances: Origins and Prospects. *The World Bank Research Observer*.
- Seydel, R. 2012. *Tools for computational finance*. Springer.
- Sirmon, D. G. ve Hitt, M. A. 2009. Contingencies within dynamic managerial capabilities: interdependent effects of resource investment and deployment on firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(13): 1375-1394.
- Slavec, A. ve Prodan, I. 2012. The influence of entrepreneur's characteristics on small manufacturing firm debt financing. *Journal for East European Management Studies*, 17(1): 104-130.
- Smith, J., Smith, R. ve Bliss, R. 2011. *Entrepreneurial Finance: Strategy, Valuation, and Deal Structure*. Stanford Economics and Finance.
- Smith, S. 2011. Beg, Borrow, and Deal? *Entrepreneurs' Choice of Financing and New Firm Innovation*.
- Sorge, M. 2011. The nature of credit risk in project finance. *BIS Quarterly Review*.
- Soytaş, U. 2009. Modeling firm population dynamics: an application to the Turkish manufacturing industry for the 1950-2000 period. *International Journal of Business and Economics*, 8: 213-223.
- Soytaş, U., Sarı, R., Hammoudeh, S. ve Hacıhasanoğlu, E. 2009. World oil prices, precious metal prices and macroeconomy in Turkey. *Energy Policy*, 37(12): 5557-5566.
- Spasić, I. 2010. Assignment of short term and long term claims as a method of financing in business practice: Factoring and forfeiting contracts. *Pravo i privreda*, 47(7-9): 77-93.

- Spencer, P. ve Liu, Z. 2010. An open-economy macro-finance model of international interdependence: The OECD, US and the UK. *Journal of banking & finance*, 34(3): 667-680.
- Srinivasa Raghavan, N. R. ve Mishra, V. K. 2011. Short-term financing in a cash-constrained supply chain. *International Journal of Production Economics*, 134(2): 407-412.
- Starks, L. T. ve Wei, K. D. 2013. Cross-Border Mergers and Differences in Corporate Governance. *International Review of Finance*.
- Stein, H. 2010. Financial liberalisation, institutional transformation and credit allocation in developing countries: the World Bank and the internationalisation of banking. *Cambridge Journal of Economics*, 34(2): 257-273.
- Subrahmanyam, A. ve Titman, S. 2012. Financial Markets and Macroeconomy: A Feedback-Based Perspective. *Available at SSRN 2195184*.
- Suhrcke, M. 2010. *The contribution of health to the economy in the European Union*. European Commission.
- Szirmai, A. 2012. Industrialisation as an engine of growth in developing countries, 1950–2005. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23(4): 406-420.
- Taggart Jr, R. A. 1977. Capital budgeting and the financing decision: an exposition. *Financial management*, 59-64.
- Tarca, A., Morris, R. D. ve Moy, M. 2012. An investigation of the relationship between use of international accounting standards and source of company finance in Germany. *Abacus*.
- Tirole, J. 2009. *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.
- Tong, H. ve Wei, S. J. 2011. The composition matters: capital inflows and liquidity crunch during a global economic crisis. *Review of Financial Studies*, 24(6): 2023-2052.
- Turk Ariss, R. 2010. On the implications of market power in banking: Evidence from developing countries. *Journal of Banking & Finance*, 34(4): 765-775.
- Tykvová, T. ve Borell, M. 2012. Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy?. *Journal of Corporate Finance*, 18(1): 138-150.
- Ulussever, T. 2011. A welfare policy analysis in the Turkish economy: A simulation based macroeconomic application of the deficit financing policies. *Journal of the Franklin Institute*, 348(7): 1416-1434.
- Uygur, E. 2010. *The global crisis and the Turkish economy*. Third world network (TWN).
- Valdez, S. ve Molyneux, P. 2010. *An introduction to global financial markets*. Palgrave Macmillan.
- Van Auken, H. ve Carraher, S. 2012. An Analysis Of Funding Decisions For Niche Agricultural Products. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 17(02).
- Van Rooij, M., Lusardi, A. ve Alessie, R. 2011. Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2): 449-472.
- Varis, M. ve Littunen, H. 2010. Types of innovation, sources of information and performance in entrepreneurial SMEs. *European Journal of Innovation Management*, 13(2): 128-154.
- Verbeke, A. 2013. *International business strategy*. Cambridge University Press.
- Vukoje, V. ve Dobrenov, I. 2011. Financial position of food industry in Vojvodina during the transition period. *Agricultural Economics (Zemědělská Ekonomika)*, 57(4): 188-195.
- Wagner, J. 2012. International trade and firm performance: a survey of empirical studies since 2006. *Review of World Economics*, 148(2): 235-267.

- Wang, W. ve Whyte, A. M. 2010. Managerial rights, use of investment banks, and the wealth effects for acquiring firms' shareholders. *Journal of Banking & Finance*, 34(1): 44-54.
- Warusawitharana, M. ve Whited, T. 2012. Equity market misvaluation, financing, and investment. *Financing, and Investment*.
- Wikström, K., Artto, K., Kujala, J. ve Söderlund, J. 2010. Business models in project business. *International Journal of Project Management*, 28(8): 832-841.
- Wilson, R. (Ed.). 2012. *Islamic Financial Markets (RLE Banking & Finance)*. Routledge.
- Wooldridge, J.M. 2003. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. The MIT Press, Cambridge.
- Woolsey, B. ve Schulz, M. 2010. *Credit card statistics, industry facts, debt statistics*. Google Search Engine.
- Yıldırım, H. H. ve Yıldırım, T. 2011. Healthcare financing reform in Turkey: context and salient features. *Journal of European Social Policy*, 21(2): 178-193.
- Yıldırım, H. S., Akcı, Y. ve Ekşi, I. H. 2013. The effect of firm characteristics in accessing credit for SMEs. *Journal of Financial Services Marketing*, 18(1): 40-52.
- Yıldırım, N. ve Tastan, H. 2012. Capital flows and economic growth across spectral frequencies: Evidence from Turkey. *Panoeconomicus*, 59(4): 441-462.
- Yücel, M. ve Yıldırım, Y. 2010. The Last Three Significant Crises That Faced in Turkey's Economy and Their Effects to Manufacturing Sector. *Turgut Ozal International Conference On Economics And Politics-I Global Crises and Economic Governance*.
- Yücel, T. 2001. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Çalışma Sermayesi ve Finansal Yönetim Uygulamaları. *Nevşehir: Orta Anadolu Kongresi*.
- Yükeri, Y. 2009. *İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir Uygulama*. T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Yurttadur, M. ve Kaya, F. 2012. A research on impact of the capital structure and financing cost of small and medium sized enterprises (SME) on growth. *African Journal of Business Management*, 6(3): 1076-1088.
- Zareipour, H., Canizares, C. A. ve Bhattacharya, K. 2010. Economic impact of electricity market price forecasting errors: a demand-side analysis. *Power Systems, IEEE Transactions*, 25(1): 254-262.