

**T.C.  
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
İŞLETME BİLİM DALI**

**SERMAYE YAPISININ İŞLETMELERİN FİNANSAL  
PERFORMANSINA ETKİSİ: MALAVİ BORSASINDA İŞLEM GÖREN  
İŞLETMELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Mbali Supiano MALUKULA**

**17811101168**

**DANIŞMAN**

**Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR**

**KONYA, 2020**

## Bilimsel Etik Sayfası

Öğrencinin	Adı Soyadı	Mbali Supiano MALUKULA		
	Numarası	17811101168		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme / İşletme		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans		
		Doktora		
Tezin Adı	Sermaye yapısının işletmelerin finansal performansına etkisi: Malavi Borsasında işlem gören işletmeler üzerine bir uygulama			

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

**Mbali Supiano MALUKULA**

## ÖZET

İşletmelerin sermaye yapısı, esas olarak işletmeler tarafından kullanılan sermaye kaynakları ile ilgilidir. Bir işletme özsermaye veya borç veya her ikisini ihraç ederek sermaye elde etmektedir. Bir işletme tarafından kullanılan öz sermaye ve borç kombinasyonları, o işletmenin sermaye yapısını oluşturmaktadır. Finansman kararları ile işletmenin performansları önemli ölçüde birbiriyle bağlantılıdır.

Çalışmada, 2012-2017 yılları arasında, Malavi Menkul Kıymetler Borsasında listelenen işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performans arasındaki etkisi incelenmiştir. Çalışma, aktif karlılığı, hisse başına kazanç ve Tobin Q oranlar bağımlı değişken olarak kullanılırken, borç oranı ve borç-özsermaye oranı bağımsız değişkeni temsil etmiştir. SPSS programı ile tanımlayıcı istatistiksel, regresyon analizi ve korelasyon analiz teknikleri uygulanmıştır. Şirketin büyüklüğü, modelin kontrol değişkenidir. Malavi Borsası'nda 2012-2017 yılları arasındaki veriler kullanılarak, işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansları arasında anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye Yapısı, Malavi Menkul Kıymet Borsası, Borç Oranı, Aktif Karlılık, Tobin Q

## **ABSTRACT**

**Capital structure of firms is mainly concerned with the sources of capital used by firms. A firm can raise capital by issuing equity or debt or both. The various combinations of equity and debt chosen by a firm are the firm's capital structure. These choices are very important because they are directly linked to the performance of the firm.**

**The purpose of this study was to determine the effects of capital structure decisions on firm's financial performance of companies listed on Malawi stock Exchange. The study used secondary data from 2012-2017. We used Return on Assets, Earnings per share and Tobin Q ratios as financial measures and debt ratio and debt equity ratio as measures of capital structure. Using Spss version 25.0, we analysed the data using descriptive statistics, regression analysis and correlation analysis. Size was included in the model as a control variable. The results of the data analysis has shown that there is a significant and negative relationship between capital structure and financial performance of the firms listed on the Malawi stock exchange.**

**Key Words: Capital Structure, Malawi Stock Exchange, Debt Ratio, Return On Asset, Tobin Q Ratio**

## İÇİNDEKİLER

Özet.....	i
İçindekiler.....	iii
Tablo	
Listesi.....	vi
Şekil	
Listesi.....	vi
GİRİŞ.....	1

### 1. BÖLÜM

#### ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPISI

1.1. OPTIMUM SERMAYE YAPISI VE HEDEFLenen SERMAYE YAPISI.....	5
1.2. SERMAYE YAPISI ÖLÇÜTLERİ.....	6
1.2.1. Borç Oranı.....	6
1.2.2. Borç-Özkaynak Oranı .....	7
1.2.3. Faiz Karşılama Oranı .....	7
1.3. SERMAYE MALİYETİ .....	7
1.3.1. Borç Maliyeti ( $K_d$ ), .....	7
1.3.2. Özkaynak Maliyeti ( $K_e$ ).....	8
1.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	8
1.4. SERMAYE YAPISI KURAMLARI.....	9
1.5. SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI .....	10
1.5.1. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları .....	10
1.5.1.1. Net Gelir Yaklaşımı .....	10
1.5.1.2. Net Faaliyet Gelir Yaklaşımı .....	11
1.5.1.3. Geleneksel Yaklaşım .....	12
1.5.1.4. Modigliani-Miller Teorisi .....	12
1.5.2. Modern Sermaye Yapısı Yaklaşımları .....	13
1.5.2.1. Dengeleme (Ödünleşme) Teorisi .....	14
1.5.2.1.1. Statik Dengeleme Teorisi .....	14
1.5.2.1.2. Dinamik Dengeleme Teorisi .....	15

1.5.2.2.	Finansal Hiyerarşi Teorisi.....	15
1.5.2.3.	Piyasa Zamanlaması Teorisi .....	16
1.5.2.4.	Vekalet Teorisi.....	17
1.5.2.5.	Açıklama (İşaret) Teorisi .....	18
1.6.	SERMAYE YAPISI SEÇİMLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER .....	18
1.6.1.	Kaldıraç.....	20
1.6.2.	Likidite .....	21
1.6.3.	Kârlılık .....	22
1.6.4.	Firma Büyüklüğü .....	23
1.6.5.	Satışlardaki Değişkenlik ve Büyüme .....	24
1.6.6.	İşletmenin Büyüme Fırsatları.....	25
1.6.7.	İşletmenin Maddi Duran Varlıkları.....	25
1.6.8.	İşletmenin Sürekliliği.....	26
1.6.9.	İşletme Nakit Akışı .....	26
1.7.	İŞLETMELERDE BORÇ KULLANMANIN DEZAVANTAJLARI.....	27
1.7.1.	Finansal Sıkıntı.....	27
1.7.2.	İflas Maliyetleri .....	27
1.7.3.	Vekille Yönetme Maliyeti .....	28
1.7.4.	Finansal Esneklik .....	29

## 2. BÖLÜM

### FİNANSAL PERFORMANS KAVRAMI

2.1.	FINANSAL PERFORMANS ORANLARIN ÖNEMİ .....	30
2.2.	PERFORMANS ÖLÇÜMLERİ .....	31
2.2.1.	Muhasebe Temelli Finansal Performans Ölçütleri.....	31
2.2.1.1.	Özsermaye Karlılık Oranı .....	31
2.2.1.2.	Aktif Karlılığı.....	32
2.2.1.3.	Hisse Başına Kar Oranı.....	32
2.2.1.4.	Yatırım Getirisi .....	32

2.2.2. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri .....	33
2.2.2.1. Tobin's Q Oranı .....	33
2.2.2.2. Fiyat/Kazanç Oranı .....	33
2.2.2.3. Piyasa Katma Değeri.....	34

### 3. BÖLÜM

#### İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: MALAVİ BORSASI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. MALAVİ MENKUL KIYMETLER BORSASI (MSE) .....	35
3.2. SERMAYE YAPISI İLE FİNANSAL PERFORMANS ARASINDA İLİŞKİ .....	36
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	41
3.3.1. Veri Kaynakları ve Örneklem .....	41
3.3.2. Araştırmanın Değişkenleri .....	42
3.3.3. Araştırmanın Yöntemi ve Model .....	42
3.4. ARAŞTIRMANIN ANALİZİ.....	44
3.4.1. Normallik Testi .....	44
3.4.2. Eş Varyanslık .....	44
3.4.3. Çoklu Doğrusal Bağlantı.....	44
3.5. ÇALIŞMANIN BULGULARI.....	45
3.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler .....	45
3.5.2. Çoklu Regresyon Analizi .....	46
3.6. Korelasyon Analizi.....	51
SONUÇ.....	54
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>56</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>61</b>

## **KISALTMALAR**

MK : Malavi Kvaçası (Malavinin para birimi)

MSE: Malavi Menkul Kıymetler Borsası

AKO: Aktif Karlılığı

HBK: Hisse Başına Kazanç

M-M Teorisi: Melton Miller teorisi

AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini



## ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİL 1: MALAVİ BORSASI GENEL YAPISI..... 36

ŞEKİL 2: SERMAYE YAPISI VE FİNANSAL PERFORMANSIN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ..... 43



## TABLolar LİSTESİ

TABLO 1: MALAVI BORSASINDA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLER .....	35
TABLO 2: DEĞİŞKENLERİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLERİ.....	45
TABLO 3: AKTİF KARLILIĞI İLE BORÇ ORAN VE BORÇ-ÖZSERMAYE İÇİN REGRESYON KATSAYISI ....	46
TABLO 4: AKTİF KARLILIĞI İLE SERMAYE YAPISI İÇİN KORELASYON KATSAYISI.....	47
TABLO 5: AKTİF KARLILIĞI İLE SERMAYE YAPISI İÇİN ANOVA TEST SONUÇLARI .....	47
TABLO 6: HİSSE BAŞINA KAZANÇ İLE SERMAYE YAPISI İÇİN KATSAYISI.....	48
TABLO 7: HİSSE BAŞINA KAR İLE SERMAYE YAPISI İÇİN KORELASYON KATSAYISI .....	49
TABLO 8: HİSSE BAŞINA KAR İLE SERMAYE YAPISI İÇİN ANOVA TEST SONUÇLARI .....	49
TABLO 9: TOBİN Q İLE SERMAYE YAPISI İÇİN KATSAYISI.....	50
TABLO 10: TOBİN Q ORANI İLE SERMAYE YAPISI İÇİN KORELASYON KATSAYISI.....	50
TABLO 11: TOBİN Q ORANI İLE SERMAYE YAPISI İÇİN ANOVA TEST SONUÇLARI .....	50
TABLO 12: DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ KORELASYON ANALİZ SONUÇLARI .....	51
TABLO 13: AKTİF KARLILIK İLE SERMAYE YAPISI NORMALLIK TEST SONUÇLARI .....	61
TABLO 14: AKTİF KARLILIĞI İLE SERMAYE YAPISI İÇİN EŞ VARIANSLIK TEST.....	61
TABLO 15: HİSSE BAŞINA İLE SERMAYE YAPISI İÇİN NORMALLIK TEST .....	62
TABLO 16: HİSSE BAŞINA İLE SERMAYE YAPISI İÇİN EŞ VARIANSLIK TEST .....	62
TABLO 17: TOBİN Q ORANI İLE SERMAYE YAPISI İÇİN NORMALLIK TEST .....	63
TABLO 18: TOBİN Q ORANI İLE SERMAYE YAPISI İÇİN EŞ VARIANSLIK TEST.....	63

## GİRİŞ

Kurumsal finansmandaki genel varsayımlarından biri, yöneticilerin ana amacının, kaynakların etkin tahsisini kullanarak şirket değerinin en üst düzeye çıkarılması anlamına gelen hissedar zenginliğini en üst düzeye çıkarmaktır (Brigham ve Houston, 2007). Yöneticiler, işletmelerin, bu hedefe ulaşmasına yardımcı olacak finansman kaynağını belirlemek için birçok faktöre dikkat eder.

İşletmeler ek gelir elde etmek amacıyla hem yeni tesislere hem de ekipmanlara yatırım yapmaktadır. Bu faaliyetler şirketlerin büyümesine katkı sağlamaktadır. Ancak, yatırım yapmak için fona ihtiyaç vardır. Gereken fonların elde edilmesi için şirket ya içerde ya da dışarıda bulunan kaynaklardan faydalanmaktadır. İşletmelerde bulunan fonlar genellikle o işletmenin sahipleri tarafından sağlanmaktadır. Yatırımcılar, sağlandığı fonlar karşılığında yöneticilerden şirketin değerini ve dolayısıyla özkaynaklarının değerini artıracak projelere yatırım yapmasını beklemektedir.

Bazı şirketlerde sadece sahiplerce sağlanan fonlar kullanılmaktadır. Bazıları ise aynı anda sahiplerce sağlanmış fonları ve borçları kullanmaktadır. Sermaye yapılarında fon kullanmayan şirketler kaldıraçsız olarak tanımlanmaktadır. Diğer taraftan, sermaye yapılarında özsermaye ve borç kullanılan şirketler, kaldıraçlı diye tanımlanmaktadır.

Kârlı projeler için ek fon ihtiyacı olduğunda; yöneticiler gerekli fonları borç olarak veya ek mülkiyet hakları satarak elde edilmektedir (Drake, 2009). Borçlanma, firmayı sabit ödemelere ve vadeye kadar anapara ödemelerine mecbur bırakmaktadır. Borç sahipleri, yükümlülüğünü yerine getirmemezse şirketi tasfiyeye zorlamak mümkündür.

Lalith'e (1999) göre, sermaye yapısı hakkındaki mevcut teorik tartışmalara rağmen, göreceli olarak çok az ampirik çalışma, şirketlerin herhangi bir zamanda optimum kârlılık elde etmek için finansman araçları arasında gerçekte nasıl davrandıklarını açık bir şekilde açıklamaktadır (Kahuria ve Waweru, 2015). Bir firmanın sermaye yapısının ilgi düzeyini açıklamak için, finansal iktisatçılar, dengeleme teorisi (Kraus ve Litzenberger 1973), finansal hiyerarşi teorisi (Myers 1984; Myers ve Majluf 1984), piyasa zamanlaması teorisi (Baker and Wurgler

2002) gibi çeşitli sermaye yapısı modellerini ortaya koymuştur. Bu modellerin, diğer sermaye piyasası araçları arasında vergiler, iflas maliyetleri ve asimetrik bilgilerle doğrudan ilişkisi bulunmaktadır (Baker ve Martin, 2011).

Zaman gittikçe, sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar artmıştır. Diğer yandan, yöneticiler, bir şirketin hissedarlarının kazançlarını en üst düzeye çıkaracak doğru miktarda borç ve özkaynak oranını bulmaya çalışmaktadır. Ancak, kullanılacak borç, özsermaye ve melez menkul kıymetlerin miktarının ne olması gerektiği hala belirsizliğini korumaya devam etmektedir. Başka bir ifade ile ne kadar borç ve ne kadar özsermaye kullanılması gerektiğini belirlemek kolay bir süreç değildir (Myers, 1984).

Sermaye yapısı kararları, şirketin kârlılığını en üst düzeye çıkaracak en uygun sermaye karmasını bulmak için bir işletmenin özkaynak, imtiyazlı sermaye, borç sermayesi ve kendi kaynakları arasındaki etkileşimi içermektedir (Ms. Rosario ve Dr. Chavali, 2019). Sermaye yapısı bir kuruluşun finansman yapısı olarak tanımlanmaktadır. Bu kararlar çok önemlidir, çünkü hem işletmenin riski hem de o işletmenin getirisi ile doğrudan ilişkilidir. Bu nedenle, işletme yönetimi eğer uygun ve yerinde olmayan kararlar alırsa, işletme şirketin değerini düşürebilecek yüksek sermaye maliyetiyle karşı karşıya kalacaktır. Aynı şekilde, işletmenin yönetimi doğru kararlar alırsa, şirketin değerini en üst düzeye çıkaran sermaye maliyetinin düşmesine neden olacaktır (Hassan, Ahsan, Rahamazan ve Alan, 2014).

Yüksek performans elde etmek için işletmeler projelerini bir fon kaynağı ile finanse etmektedir. Ancak, işletme faaliyetlerinin özkaynak, borç veya her ikisi ile finanse edilmesi konusunda kritik bir karar alınması gerekmektedir. Borç, vergi avantajları olmasına rağmen, daha fazla borç kullanılması işletme için riski arttırmaktadır. Bu nedenle işletmelerin, sermaye yapılarındaki borç ve özsermaye, işletmenin finansal performansını en üst düzeye çıkarmak için bir araya getirilmektedir. Bu kombinasyonun işletmenin beklenen değerini en üst düzeye çıkaracağı varsayılmaktadır. Finans alanında en çok çalışılan alanlardan biri olmasına rağmen, araştırmacılar tarafından sermaye yapısının işletmenin finansal performansı üzerindeki etkileri konusunda fikir birliği yoktur. Çalışmada Malavi

Borsası'nda faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılmaktadır.

Çalışmamızın birinci bölümünde sermaye yapısı kavramının tanımı yapılarak sermaye yapısı yaklaşımları, sermaye maliyeti ve finansman kararlarını etkileyen faktörler geniş bir şekilde açıklanmıştır. İkinci bölümde ise, finansal performans kavramı açıklanarak işletmelerde finansal performans ölçümlerine ilişkin önemli bilgiler verilmiştir.

Son olarak üçüncü bölümde ise işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişkiye değinilerek Malavi Borsasında gerçekleştirdiğimiz uygulamamız ile finansman kararları kalitesinin işletmelerin finansal performansları üzerinde ne kadar etkili olduğu istatistiksel sonuçlar verilerek açıklanmıştır.

## 1. BÖLÜM

### ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPISI

Sermaye yapısı, bir şirketin yatırımlarını ve projelerini finanse etmek için ihraç ettiği finansal menkul kıymetlerin birleşimi olarak tanımlanmaktadır (Joshua, 2005). Bu tanıma göre, bir şirket uzun vadeli borç, kısa vadeli borç, adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi, finansal kiralama, varant, vadeli işlem sözleşmeleri veya ticari tahvil swapları ihraç edebilmektedir. Ayrıca, ihtiyaç duyulan sermayeyi temin etmek için dağıtılmamış kârları da kullanmaktadır (Joshua, 2005). Mireku, Mensa & Ogoe (2014) sermaye yapısını, bir şirketin faaliyetlerini finanse etmek amacıyla kullandığı herhangi bir özkaynak ve borcun bir kombinasyonu olarak tanımlamıştır. Özkaynak, iç ve dış özkaynak olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Adından da anlaşılacağı gibi, iç özkaynak yatırım için kolayca bulunmaktadır. Ancak dış özkaynak dış kaynaklardan elde edilmesi gereken sermayeyi kapsamaktadır (Rao, Al-Yahyee ve Syed, 2007).

Sermaye yapısı kavramı kısaca bir şirketin borç (uzun vadeli veya kısa vadeli), adi hisse sendi ve imtiyazlı hisse senedi miktarını ifade etmektedir (Arulvel ve Ajanthan, 2013). Teori ve pratikte, değeri en üst düzeye çıkarmak isteyen yöneticilerin sermaye maliyetinden daha fazla getiri sağlayacak tüm iş fırsatları için taahhüt ve finansman bulmaları gerekmektedir (Agarwal, 2013).

Franco Modigliani ve Merton Miller (1958), sermaye yapısı kararlarının vergiler ve işlem maliyetleri gibi faktörlerin mevcut olmadığı mükemmel bir piyasa koşuluyla ilgisiz olduğunu iddia etmişlerdir. Aksine, kurumlar vergisinin varlığının tanınması üzerine Modigliani ve Miller (1963) daha sonra sermaye yapısının hissedarların kazançlarını etkileyebileceğini bildirmiştir. Modigliani ve Miller'ın (1963) bu iddiası, borca ödenen faizin vergiden düşülebilir olduğu gerçeğine dayanmaktadır. Bu durum, işletme kazançlarının vergi sonrası yüksek gelire dönüşmesine neden olabilmesi için söylenmiştir. Modiglian ve Miller (1963)'e göre firmaların değerlerini maksimize etmeleri için özkaynaklara göre daha fazla borç kullanmaları gerekmektedir (Mireku, Mensah ve Ogoe, 2014).

İşletme için süreç içerisinde sermaye yapısını değiştirme imkânı vardır, ancak bu değişiklik işletme borcunun ağırlığının yüksek veya düşük olmasına

bağlıdır. Bu alanda yapılan çalışmalara göre, daha fazla borç, hissedar riskinde artışa yol açılmaktadır. Ancak, eğer koşullar uygunsa, daha fazla borç getiride de önemli bir artışa yol açmaktadır. Aziz & Abbas (2019) iyi yapılandırılmış borç-özsermaye oranının sermaye maliyetini düşürdüğünü ve nihayetinde şirketin değerini artırdığını öne sürmüştür (E. Ayunku, 2019).

### **1.1.Optimum Sermaye Yapısı ve Hedeflenen Sermaye Yapısı**

İşletmelerin sermaye yapısı kararları genellikle iki şekilde yapılmaktadır: Birincisi, bir işletmenin gereken sermaye miktarını belirlemek, ki buradaki amaç, gerekli sermaye miktarını belirlemektir. İkinci ise, belirtilen miktarın ne kadar borçtan ve ne kadar özkaynaktan temin edileceğini belirlemektir. Bir başka ifadeyle, bu durumu fon kaynaklarının karışımı belirlemektir.

Genel varsayım, işletmelerde ihtiyaç duyulan sermaye miktarının zaten belli olduğudur. Geleneksel olarak sermaye yapısı borç ve özsermayeden oluşmaktadır. Ancak, doğru borç ve özkaynak karışımını belirlemek ise bir gizemdir (Moghaddam, et al., 2015). Bugüne kadar yapılan çalışmalarda araştırmacılar, optimum sermaye yapısının ve hedeflenen sermaye yapısının varlığı hakkında çok tartışmışlardır.

İşletmelerin değerini en üst düzeye çıkaran sermaye yapısının aynı zamanda ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini en aza indirdiği öne sürülmektedir (Brigham ve Houston, 2007). Bu konuda yapılan diğer bazı çalışmalarda da araştırmacılar Brusov, Filatova, Orehova & Brusova (2011), Baker & Martin (2011), Mireku, Mensah & Ogoe (2014) optimum sermaye yapısını aynı şekilde açıklamışlardır. Bu yazarlara göre, optimum sermaye yapısı, bir işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini en aza indirirken, işletmenin değerini en üst düzeye çıkaran borç ve özkaynak karışımı olarak tanımlanmıştır.

Agarwal (2013)'e göre; optimum sermaye yapısı, şirket değerini en üst düzeye çıkarırken sermaye maliyetini azaltacak olan borç ve özsermaye karışımı olarak tanımlanmasına rağmen Kwame, Samuel, & Emanuel, (2014)'e göre bu durum tam tersidir. Optimum sermaye yapısı yaygın olarak araştırılan bir konu olmasına rağmen, bir işletme için kararlı bir şekilde optimum sermaye yapısı sağlayan hiçbir formül veya teori yoktur (Arulvel & Ajanthan, 2013).

Hedeflenen sermaye yapısı ise, bir işletmenin sermaye yapısını zaman içinde değiştirdiği finansman biçimini ifade etmektedir (Baker & Martin, 2011). Hedeflenen sermaye yapısı aynı zamanda bir işletmenin elde etmeyi planladığı borç, imtiyazlı hisse senedi ve adi hisse senedi karışımı olarak da tanımlanmıştır (Eugene & Houston, 2016: 348). Örneğin, bir işletme hedeflenen sermaye yapısı olarak % 45'lik bir hisse senedi ihraç ederek borçlanmaktadır. Fiili borç oranı, hedeflenen borç seviyenin altında olduğunda, hisse senedi ihraç edilerek borçlanma yoluyla sermaye temin edilecektir. Ancak, fiili borç oranı hedeflenen sermaye yapısının üzerindeyse, işletme özsermaye ihraç etmektedir. Koşullar değiştikçe hedeflenen sermaye yapıları değişmektedir, ancak işletmenin yönetimi genellikle belirli bir yapıyı göz önünde bulundurmaktadır.

Baker & Martin, (2011)'ee göre, optimum sermaye yapısı belirlenirken, vergi avantajlarındaki marjinal artış ile finansal sıkıntı maliyetlerindeki marjinal düşüş, vekalet maliyeti ve işlem maliyetleri arasındaki değişimlerin dikkate alınması gerekmektedir. Hedeflenen orandan daha az borcu olan işletmeler, ihraç sırasındaki marjinal özsermaye maliyeti, ihraç sırasındaki marjinal borç maliyetinden düşükse, yine de özkaynak vermesi mümkündür.

## **1.2.Sermaye Yapısı Ölçütleri**

İşletmelerin sermaye yapıları çeşitli araçlar ile hesaplanmaktadır. Bunlar arasında, borç oranı, borç-özkaynak oranı ve faiz karşılama oranı en başta sayılmaktadır.

### **1.2.1. Borç Oranı**

Borç oranı, bir şirketin borç ile finanse edilen varlıklarının yüzdesini göstermektedir. Borç oranı daha yüksek ise, şirket özsermayesine oranla yüksek borca sahip şirket olarak sayılmaktadır. Başka bir ifadeyle, şirket varlıklarının dış borçlanma ile finanse edildiğini göstermektedir. Borç oranı şu şekilde hesaplanır:

$$Borç\ Oranı = \frac{Toplam\ Borçlar}{Toplam\ Aktifler}$$

### 1.2.2. Borç-Özkaynak Oranı

Borç-özkaynak oranı, bir şirketin sermaye yapısında borç seviyesini özkaynak ile karşılaştırma yapmaya çalışmaktadır. Eğer hesaplanan oran 1 veya % 100 ise, şirketin faaliyetlerinin eşit bir şekilde özkaynak ve borç ile finanse edildiğini göstermektedir. Ancak, hesaplanmış oran 1'den az ise, firmanın sermaye yapısının borçtan daha fazla özkaynaktan oluştuğunu göstermektedir. Aynı şekilde, hesaplanmış oran 1'den büyük ise, şirketin finansman yapısında özkaynaktan daha fazla borç olduğunu göstermektedir. Borç-özkaynak oranı hesaplamak için kullanılan formül aşağıdaki şekildedir:

$$\text{Borç / Özkaynak Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Özkaynak}}$$

### 1.2.3. Faiz Karşılama Oranı

Faiz karşılama oranları, faizin vergi öncesi faaliyet gelirleri tarafından kaç defa karşılandığını göstermektedir. Firmalar daha fazla borç kullandıkça faiz karşılama oranı da artar. Faiz karşılama oranı hesaplamak için kullanılan formülü:

$$\text{Faiz karşılama oranı} = \frac{\text{faiz ve vergi Öncesi kazanç}}{\text{Ödenen faiz}}$$

## 1.3.Sermaye Maliyeti

Sermaye yapısı kavramını açıklayan getiri oranları; borç maliyeti ( $K_d$ ), özkaynak maliyeti ( $K_e$ ) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ( $K_o$ ) kapsamaktadır.

### 1.3.1. Borç Maliyeti ( $K_d$ ),

Borç maliyeti ( $k_d$ ), yatırımcıların bir işletmenin borcunu elinde tutması için gerektirecek getiri oranını göstermektedir. Genellikle borç, vadesiz tahvil, sabit veya kuponsuz olarak hesaplanmaktadır. Borcun hesaplamak için kullanılan formülü:

$$\frac{\text{Yıllık Faiz Giderleri}}{\text{Ödenmemiş Borcun Piyasa Değeri}}$$

### 1.3.2. Özkaynak Maliyeti (Ke)

Özkaynak maliyeti (Ke) ise, özkaynak sahiplerinin hem fırsat maliyetini hem de onların karşılaştığı riskini telafi etmesi için beklenen getiri oranıdır. Özkaynak maliyeti hesaplanırken aşağıdaki varsayımlar dikkate alınmalıdır:

- Şirket yıllık temettü ödemesi yapmayı planlamaktadır.
- Şirketin her yıl ödemek istediği tutar bilinmektedir.
- Şirket hem büyüme oranının hem de ödeme politikasının ne kadar süreceğini bilmelidir.

Özkaynak maliyeti hesaplanmakta kullanılan formül:

$$Ke = \frac{\text{Temettü}}{\text{Hisse Başına Değer}}$$

### 1.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, bir şirket tarafından seçilen borç ve özkaynak kombinasyonuna göre sermaye elde etmenin maliyetidir. Aynı zamanda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yatırımcılar tarafından sermaye sağlanması için gereken getiri oranını da temsil etmektedir. Yatırımcıların gereken getiri oranı hem mevcut iş riski hem de işletmenin finansal stratejisinden etkilenmektedir. Yöneticilerin amacı, hissedar kazancını en üst düzeye çıkaracak doğru borç ve özkaynak kombinasyonunu belirlemeye çalışmaktır. Firma değeri, şirket gelirlerinin sermaye maliyetinden yüksek olduğunda oluşmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), yatırımcıların borç (Kd) ve özkaynak (Ke) için gereken vergi sonrası ağırlıklı getiri ortalaması olarak hesaplanmaktadır. Ağırlıklar borç (Wd) ve özkaynak (We) finansmanının oranlarıdır (Conry ve Harris, 2011).

*Kurumlar vergisi olmadan ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması:*

$$WACC = WdKd(1 - 1) + WeKe$$

$$WACC = Kd \left( \frac{D}{V} \right) + Ke \left( \frac{E}{V} \right)$$

Öte yandan, Kurumlar Vergisi ile Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamada;

$$WACC = \frac{D}{V}Kd(1 - t) + \frac{E}{V}Ke$$

Buradaki:

t = Kurumlar Vergisini,

D = Borcun piyasa değerini,

E = Ödenmemiş hisse senetlerinin piyasa değerini,

V = Firmanın toplam değerini, (D + E)

(1-t) = Borçtan alınan vergiyi temsil etmektedir.

Alternatif olarak, firmanın toplam aktifleştirme oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti verilebilir. Bu durumda, kullanılan formülü;

$$WACC = \frac{FVÖK}{V} = \frac{FVÖK}{\text{Firmanın toplam piyasa değeri}}$$

Buradaki “FVÖK”, Faiz ve vergi öncesi kârı ifade etmektedir.

#### 1.4.Sermaye Yapısı Kuramları

Finansal iktisatçılar sermaye yapısının hiçbir durumdan etkilenmediğini iddia etmemişlerdir. Ancak, tüm ampirik gözlemleri kapsayan hiçbir sermaye yapısı teorisi yoktur. Mevcut olan sermaye yapısı modelleri ya gerçekteki mevcut durumu açıklamaktadır ya da bunlarla çelişmektedir. Hatta bazı modellerin reel durumla ilgili de sorunları bulunmaktadır (Bessler, Drobotz, & Kazemieh, 2011).

Sermaye yapısı ile ilgili teorilerinin bazı genel varsayımları şunlardır;

- Şirket sermayeyi sadece borç ve öz kaynaklardan temin etmektedir.
- Şirketin varlıkları büyüyemez, bu nedenle, gelecekteki Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK)'ün sabit kalması beklentisi bulunmaktadır.
- Şirket tarafından seçilen sermaye yapısı değiştirilebilir. Sermaye yapısı, özkaynakların azaltılması için ihraç yoluyla borçlanma ile değiştirilebilir.

Yapılan bilimsel çalışmalarda araştırmacılar tarafından sermaye yapısının uygunluğunu açıklamak için birtakım teoriler ortaya atılmıştır. Vergiler, asimetrik bilgi, vekille yönetme maliyeti ve iflas maliyetleri doğrudan bu teorilerle ilgilidir. Kusursuz bir pazar, verginin olmadığı, asimetrik bilgi içermeyen ve iflas masrafları olmayan bir dünya olduğunu varsayar. Bu kavram şunları öngörmektedir:

- Sermaye yapısının önemi yoktur (Modigliani ve Miller 1958).
- Menkul kıymet fiyatları, gelecekteki beklenen kazancın değerine eşittir. Ayrıca yatırım ve sermaye yapısı kararları bağımsızdır (Fisher separation theorem 1930).
- Net bugünkü değeri (NPV) pozitif olan tüm yatırım projeleri gerçekleştirilmelidir.

Bununla birlikte, gerçek dünyada ampirik kanıtlar, sermaye yapısının önemli olduğunu, yeni çıkarılan hisselerin düşük olduğunu ve pozitif net bugünkü değer projelerine sahip şirketlerin kredilere farklı erişim seviyelerine sahip olabileceğini tespit ettiği için kusursuz pazarın tahminleriyle çelişmektedir (Miglo, 2016).

### **1.5.Sermaye Yapısı Yaklaşımları**

Sermaye yapısı yaklaşımlarını iki başlık altında ele almak mümkündür. Bunlar; klasik yaklaşım ve modern yaklaşımdır.

#### **1.5.1. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları**

Sermaye yapısı yaklaşımları içerisinde yer alan klasik yaklaşımı; Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modiglian-Miller Yaklaşımı'ndan oluşmaktadır.

##### **1.5.1.1. Net Gelir Yaklaşımı**

Net gelir yaklaşımı, 1959 yılında Durand David tarafından geliştirilmiştir (Maheswari, Maheswari, & Maheswari, 2011). Net Gelir yaklaşımı, sermaye yapısı kararlarının firma değeri ile ilgili olduğunu savunmuştur. Dolayısıyla firmanın sermaye yapısındaki değişikliklerin hem sermaye maliyeti hem de firmanın değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır. Örneğin: sermaye yapısında artan

borç, toplam ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde düşüşe neden olur. Sonuç olarak, bir işletme değerinin artması beklenmektedir.

Net gelir yaklaşımının varsayımları şunlardır:

- Kurumlar Vergisi yoktur.
- Borç özkaynaktan daha ucuzdur.
- Borç düzeyi yatırımcıların risk algılamasını etkilemez.
- Herhangi bir borç seviyesinde maliyet sabit kalır.
- Temettü ödeme oranı % 100'dür.

Net Gelir yaklaşımına göre, firma değeri özkaynakların piyasa değeri ile borcun piyasa değerinin toplamıdır.

İşletme değeri (V) = Özkaynakların piyasa değeri (E) + Borcun piyasa değeri (D)

Burada;

$$\text{Özkaynakların Piyasa Değeri (E)} = \frac{\text{Net Gelir}}{\text{Özkaynak Maliyeti (K}_e)}$$

$$\text{Borcun Piyasa Değeri (D)} = \frac{\text{Borç Faizi (I)}}{\text{Borç Maliyeti (K}_d)}$$

Toplam sermaye maliyeti (K<sub>o</sub>) hesaplamak için,

$$(AOSM) = \frac{\text{Net Faaliyet Geliri}}{\text{Firmanın Piyasa Değeri}}$$

#### 1.5.1.2. Net Faaliyet Gelir Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı ise, sermaye yapısı kararlarının önemsiz olduğunu savunmuştur. Bu yaklaşıma göre sermaye yapısı değişiklikleri bir işletme değerini etkilememektedir. Sermaye yapısındaki borç düzeyi ne sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini ne de işletmenin piyasa değerini etkilemeyecektir. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre bir işletmenin değeri belirlemek için:

$$\text{İşletme değeri (V)} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (FVÖK)}}{\text{Sermaye maliyeti (K)}}$$

Net faaliyet geliri yaklaşımına dayanarak, herhangi bir sermaye yapısı optimum olarak kabul etmektedir.

#### 1.5.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşımı, Ezra Solomon tarafından 1963'te geliştirilmiştir. Net gelir yaklaşımından farklı olarak, geleneksel yaklaşım sabit bir özkaynak maliyeti üstlenmez. Ayrıca, bu yaklaşım ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşmesini de varsaymamaktadır. Net faaliyet geliri yaklaşımından farklı olarak, geleneksel yaklaşım hem artan özkaynak maliyetini hem de sabit borç maliyetini üstlenmeyecektir.

Geleneksel yaklaşım, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sadece belirli bir borç seviyesine kadar düştüğünü göstermektedir. Daha sonra, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti artmaya başlayacaktır. Optimum sermaye yapısı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti minimum olduğunda ortaya çıkmaktadır.

#### 1.5.1.4. Modigliani-Miller Teorisi

Modern sermaye yapısı teorileri, Franco Modigliani ve Merton Miller'ın bir makalesinin yayınlanmasının ardından 1958'de başlamıştır. Makale finans literatüründe Modigliani-Meller teorisi veya kısaca M&M teorisi olarak bilinmektedir. M&M teorisi, kusursuz sermaye piyasasında, finansman stratejilerinin firmanın değeri üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını öne sürmektedir. Başka bir ifade ile, işletmeler tarafından fon elde etmek için kullanılan borç ve özkaynak kompozisyonunun toplam hisse senedi fiyatı ve dolayısıyla firma değeri üzerinde hiçbir etkisi yoktur (Brigham & Houston, 2007). M&M teorisine göre, hem işletmenin varlıklarının riski hem de o işletmenin kazanma gücü firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Buna ek olarak, firmanın değeri de yatırım finansmanı veya temettü politikası seçimlerinin yapılmasından bağımsızdır (Kahuria & Waweru, 2015).

M&M teorisine göre, firmanın sermaye yapısı ve temettü kararları hissedar değerini arttırmaz ve bu durum önemsiz sayılmıştır (Catherine & Gabriel, 2015). M&M teorisinin temel varsayımları şunlardır:

- Mükemmel rekabet ve minimum işlem maliyetleri vardır.

- Hem yatırımcılar hem de yöneticiler, firmanın gelecekteki yatırım fırsatları hakkında aynı bilgilere sahiptir. Diğer bir ifadeyle, asimetrik bilgi yoktur.

- Kurumlar vergisi yoktur.
- İflas maliyeti yoktur.
- İş sözleşmeleri kolayca uygulanabilir.
- Arbitraj fırsatı yoktur. Burada yatırımcı herhangi bir ek yatırım maliyeti ödemediği menkul kıymet satarak veya satın alarak kâr elde edebilir.

Teoriye göre hem firma varlıklarının verimliliği hem de varlıkların kalitesi firmanın değerini belirlemektedir. Bilançonun sağ tarafındaki firmanın değeri (D), borç ve özkaynak kompozisyonunun değişmesine bakılmaksızın sabit kalacaktır (Arulvel & Ajanthan, 2013).

Ancak, M&M teorisinin varsayımlarının reel dünyada gerçekçi olmadığı söylenebilir. Modigliani ve Miller daha sonra sermaye yapısının değiştirilmesinin işletme değerini arttıracaklarını savunmuşlardır. Modigliani ve Miller'e göre, bu durum borcun vergi avantajından kaynaklanmaktadır. Çünkü faiz vergiden düşülebilir bir giderdir. Bu nedenle bir işletme daha fazla borç sermayesi kullanarak o işletmenin değerini en üst düzeye çıkarmaktadır (Modigliani & Miller, 1963). Miller daha sonra 1977'de yayınladığı makalesinde borç-özsermaye oranının artmasının işletme için vergi sonrası daha yüksek kar elde edebileceğini savunmuştur. Sonuç olarak bu durum hem hissedarlara hem de tahvil sahiplerine daha yüksek bir ödeme oranı ile sonuçlanacaktır (Kahuria & Waweru, 2015).

Sonraki yıllarda yapılan çalışmalar, daha gerçekçi bir sermaye yapısı teorisi geliştirmek için M&M teorisinin kısıtlayıcı varsayımlarından bazılarını dikkate almamıştır. (Baker & Martin, 2011).

### **1.5.2. Modern Sermaye Yapısı Yaklaşımları**

Modern sermaye yapısı yaklaşımlarını dengeleme (ödünleşme teorisi), finansal hiyerarşi teorisi, piyasa zamanlaması teorisi, vekalet teorisi ve açıklama (işaret) teorisi olarak sınıflandırmak mümkündür.

### 1.5.2.1. Dengeleme (Ödünleşme) Teorisi

Teori Modigliani ve Miller (1958) tarafından geliştirilmiştir. Dengeleme teorisi, statik dengeleme teorisi ve dinamik dengeleme teorisi olarak ikiye ayrılmaktadır.

#### 1.5.2.1.1. Statik Dengeleme Teorisi

İşletmelerin borç finansmanını tercih etmesinin nedenleri, borç kullanımında vergi avantajları vardır. Faizlere ödenen vergi, vergi kalkını sağlamaktadır. Ancak, yüksek borç oranı iflas ihtimalinin artmasına da neden olmaktadır. Statik dengeleme modelinde, işletmeler borç finansmanından elde edilen vergi avantajlarını finansal sıkıntı, iflas ve vekalet maliyetlerinin ağırlıklı maliyetleri ile dengeleme yapmaktadır.

Statik dengeleme teorisi, iş organizasyonlarının optimal bir seviyeye sahip olması gerektiğini düşündürmektedir. Borçlanma maliyetinin faydalarını dengelemek suretiyle optimal borç-özkaynak oranı elde edilmektedir. Fazladan borç almanın ilave kazançları, fazla borcu üstlenmenin maliyetine eşit olduğu durumlar buna örnek olarak verilebilir (Arulvel & Ajanthan, 2013). Hedeflenen sermaye oranı, yöneticilerin ulaşmak istediği işletmenin optimal sermaye yapısı haline gelmektedir (Chatzinas & Papadopoulos, 2018). Dolayısıyla, bir şirket kaldırıcı, borcun vergi avantajları ile iflasın ağırlıklı maliyetleri, borçlanma ve özsermaye vekalet maliyetleri arasındaki tek bir dengeleme ile belirlenirse, statik vekalet modelini takip ettiği söylenmektedir (Bessler, Drobotz, & Kazemieh, 2011).

Dengeleme teorisi, işletmenin sermaye yapısının optimum kaldıraç yönünde hareket ettiği varsayımına dayanmaktadır. Optimum kaldıraç, ana borçlar ile finansal sıkıntı maliyetleri dengelenerek elde edilebilir (Kwame, Samuel, & Emanuel, 2014). Bu nedenle statik vekalet teorisi, işletmelerin optimum düzeyde bir seviyeye sahip olması gerektiğini düşündürmektedir.

Shyma-Sundar ve Myers (1999) dengeleme teorisinin kazanç ve kaldıraç arasında pozitif bir ilişki beklediğini öne sürmüşlerdir (Kahuria ve Waweru, 2015). Jensen ve Meckling'e (1976) göre, bir firmanın optimal sermayesi,

kurumlar ve gelir vergileri, iflas ve vekalet maliyetlerinin etkilerinin dengelenmesini içerecektir (Salehi & Biglar, 2009).

Ancak, dengeleme teorisi diğer bazı sermaye yapısı yaklaşımları tarafından eleştirilmiştir. Eleştirinin temel nedeni, işletmelerin en uygun geçiş seviyesine sahip olmamasıdır (E. Ayunku, 2019).

#### 1.5.2.1.2. Dinamik Dengeleme Teorisi

Statik dengeleme teorisinin aksine dinamik dengeleme teorisi, işletmelerin sermaye yapısının düzeltilmesi ile ilgili geçiş seviyesini iyi ayarladığını göstermektedir. Bu düzeltmeler sadece getiriler maliyetlerden daha fazla olduğunda yapılmaktadır (Arulvel & Ajanthan, 2013). Birçok işletmenin borç oranı, dinamik dengeleme modelinde firmanın borç oranından çoğu zaman sapma eğilimindedir (Bessler, Drobetz, & Kazemieh, 2011). Bunun nedeni, bir firma kar elde ettiğinde, borçlarını ödeyebilecek ve kaldıraç oranı kendiliğinden düşecektir (Baker & Martin, 2011).

#### 1.5.2.2. Finansal Hiyerarşi Teorisi

Finansal hiyerarşi teorisi, işletmelerin optimal bir düzeltme seviyesine sahip olmasını öneren statik dengeleme teorisini eleştirmeye çalışmaktadır. Bu teori ilk olarak Myers ve Majluf (1984) & Myers (1984) tarafından önerilmiştir (E. Ayunku, 2019). Dengeleme teorisinden farklı olarak, finansal hiyerarşi teorisinin optimal borç oranı hakkında bir varsayımı yoktur. Bu nedenle bu teoriye göre hedeflenen sermaye yapısı kavramından bahsetmek mümkün değildir (Dharmendra, 2016).

Finansal hiyerarşi teorisine göre işletmeler önce o işletmenin içindeki mevcut finansman yöntemlerini dikkate almalıdır. Bir işletmedeki iç finansman yöntemleri değerlendirirken de sonrasında da işletmelerin ilk önce en düşük maliyetli kaynağı kullanmaları gerekmektedir (Narendar, Khamis, & Lateef, 2007). Teori ayrıca firmaların önce özkaynaklarını kullanarak yeni projeyi finanse etmeyi düşünmeleri gerektiğini öne sürmüştür. Özkaynakları yeterli olmadığında, bir işletme borçlanabilir ve son olarak bu sırayla dış kaynaklardan fon temin edebilir. İade edilen kaynaklardan kaynak kullanımı daha düşük maliyetli kabul edilmiştir. Diğer finansman kaynaklarına kıyasla da en uygun

olanı budur. Bu, bir şirketin ilk halka arzdan (IPO) sonra borç finansmanı olanaksız hale gelinceye kadar hisse senedi ihraç etmemesi gerektiğini önermektedir (Bessler, Drobotz ve Kazemih, 2011). Ancak, iç fonlar veya dağıtılmamış kazançlar yeterli olduğunda, borcun bir sonraki en iyi alternatif olduğu kabul edilmektedir. Bu teoriye göre, finansal kaynakların sırası, dağıtılmamış karlar, borç ve özkaynak olarak sınıflandırılmaktadır. Fama ve French (2002) ve Meyers (1984)'in görüşleri, bir işletmenin borç koşullarının, daha önceki yatırım ve sermaye bütçeleme kararlarının birikmiş bir sonucu olduğudur (Mireku, Mensah, & Ogoe, 2014).

Finansal hiyerarşi teorisi, yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisiyle de ilişkilidir. Bu teori hem asimetrik bilgi hem de işlem maliyetleri ile desteklenmiştir (Frydenberg, 2011). Teorisinin varsayımı, yöneticilerin işletmenin yatırımcılara kıyasla beklentileri ve gelecekteki büyüme fırsatları hakkında daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Buna göre, borçların çıkarılması, firmanın iç kaynaklı fonlarla baş edebileceğinden daha fazla yatırım fırsatına ve büyüme beklentisine sahip olduğunu göstermektedir (Baker & Martin, 2011). Sonuç olarak, yüksek kârlı firmaların kârlılığı düşük firmalara göre daha az borçlanması beklenmektedir. Bunun aksine, Joshua (2005) çalışmasında, Gana Borsasında işlem gören firmalarda yaptığı çalışmada sermaye yapısının kârlılık üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucu, kârlı firmaların kısa vadeli borçta temsil edilen borcun % 85'i ile ana finansman kaynağı olarak borca daha fazla bağlı olduğunu ortaya çıkarmıştır.

#### 1.5.2.3. Piyasa Zamanlaması Teorisi

Hisse senedi piyasası zamanlama teorisi bir uygulamaya dayanmaktadır. Buna göre, şirketler özkaynak değerinin ya defter değerinden yüksek olduğu ya da geçmiş piyasaya değerine döndüğünde hisse senedi ihraç etmektedir. Benzer şekilde de hisse senedi geri alımları piyasa değerleri düşük olduğunda gerçekleşmektedir (Arulvel & Ajanthan, 2013). Piyasa zamanlama teorisi, finansman yöntemlerinin seçiminin sermaye piyasasının mevcut fırsatlarından etkilendiğini göstermektedir. Bu teoriye dayanarak, bir işletmenin karar vericilerinin işletmenin gelecekteki beklentilerinin durumunu yatırımcıların

beklentilerinden daha iyi anlaması gerektiğini ortaya koymaktadır. İşletmenin karar vericilerinin, gelecekteki fırsatların yatırımcının beklentilerinden daha kötü olduğunda da önceden anlaması gerekmektedir. Sonuç olarak, karar vericiler işletmenin hisselerinin piyasa değerinin değer düşüklüğüne uğradığı ya da aşırı değerlenmiş olduğu şeklinde durum tespiti yapmalıdır. Bu bilgilere de dayanarak işletme, hisse fiyatının aşırı değerli olduğunu düşünüyorsa yeni hisse senedi ihraç edebilir. Aksi durumda ise, işletmenin hisse fiyatının düşük olduğu tespit edilmişse, hisse senetlerinin geri satın alımı yapılabilir (E. Ayunku, 2019).

Piyasa zamanlama teorisi, işletmel özkaynaklarının borçlara oranının optimal seviyeye sahip olduğu statik vekalet teorisine karşıdır. Teoriye göre hem piyasadaki fırsatlar hem de piyasa zamanlaması finansman kararlarını etkilemektedir. Leary ve Roberts (2005), Altı (2006), Kayhan & Titman (2007) tarafından yapılan çalışmalarda, piyasa zamanlamasının firmaların finansman faaliyetlerini şekillendirmede önemli bir rol oynadığı düşünülmektedir (Bessler, Drobetz, & Kazemieh, 2011).

Piyasa zamanlaması, ya finansal hiyerarşi teorisinde ifade edildiği gibi bilgi asimetrisine dayanabilir ya da hisse senedi piyasası zamanlamasını ve rasyonel olmayan yatırımcıları içeren bir bilgiye dayanabilir (Baker & Martin, 2011).

#### 1.5.2.4. Vekalet Teorisi

Vekille yönetme maliyeti, mülkiyet ve kontrolün ayrılması ve çeşitli gruplar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanmaktadır (Salehi & Biglar, 2009). Hissedarlar, borç sahipleri ve yöneticilerin birleşimi firmanın sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Bu ilgi gruplarının her birinin hem tercihleri hem de beklentileri bulunmaktadır. Bu nedenle, finansman kaynaklarını seçerken, bu çıkar gruplarının çıkarlarını da göz önünde bulundurmaya ihtiyaç vardır. Başka bir ifadeyle, vekalet maliyetine dayalı modeller, sermaye yapısının hissedarların, yöneticilerin ve borç sahiplerinin çıkarlarını sıralayarak vekalet maliyetini en aza indirmeye nasıl yardımcı olabileceğine odaklanmaktadır.

Bu teori, 1976 yılında Jensen ve Meckling tarafından “İşletme Teorisi: Yönetimsel Davranış, Vekalet Maliyeti ve Mülkiyet Yapısı” isimli çalışmanın

yayınlanmasından sonra finans alanındaki en temel teorilerden biri haline gelmiştir. Jensen ve Meckling (1976) çalışmada, iki temel çatışma tespit etmiştir. Bunlar; birincisi hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çatışmalardır. İkincisi ise, hissedarlar ve borçlular arasındaki çatışmalardır.

Harris ve Raviv (1991), işletmedeki operasyonel kararlarda yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çatışmaların ortaya çıktığını açıklamışlardır. Bu operasyonel kararlara örnek olarak proje seçimi verilebilir. Bu tür anlaşmazlıklar sadece bir sözleşmeyle değil borçlanma yoluyla da çözülebilecektir (Muradoglu & Sivaprasad, 2011).

Vekille yönetme maliyeti teorisi, statik dengeleme teorisinin sonuçlarını kabul etmiştir. Bu teoriye göre, firmanın optimum sermaye yapısı, ya ek borcun vekille yönetme maliyeti ya da ek özkaynakların vekille yönetme maliyetleri tarafından elde edilmektedir (E. Ayunku, 2019).

#### 1.5.2.5. Açıklama (İşaret) Teorisi

Açıklama (İşaret) teorisine göre, hisse senedi ihraç etmenin amacı, hisse senedi sahipleri arasında riski yaymaktır. Öte yandan, kar dağıtımından kaçınmak için borçlanma amacı da vardır.

Finansal hiyerarşi teorisine göre, ihraç yoluyla borçlanan işletmeler gelecekteki beklentileri hakkında olumlu bir sinyal göndermektedir. Hisse ihracı, şirketin iç fonlarla baş edebileceğinden daha fazla yatırım fırsatı ve büyüme beklentisine sahip olduğunu göstermektedir. Buradaki temel husus, yalnızca gelecekteki firma karlılığından emin olan ve firmanın yükümlülüklerini geri ödeyebileceğinden emin olan yöneticilerin ihraç yoluyla borçlanmasıdır. Dengeleme teorisine dayanarak, önemli miktarda maddi duran varlığa sahip olan firmalar büyük ölçüde borç finansmanında dışa aşırı bağımlı olmaktadır. Aksine, maddi olmayan duran varlığı fazla olan şirketler ise özkaynak finansmanına güvenmelidir. Myers'a göre dengeleme teorisinin kabulü, firmaların aşırı borç kullanmalarının nedenlerine ilişkin açıklamalarından kaynaklanmaktadır (Rao, Al-Yahyee, & Syed, 2007).

### **1.6.Sermaye Yapısı Seçimlerini Etkileyen Faktörler**

Sermaye yapısı, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin sayısı nedeniyle kurumsal finansmanda anlaşılması zor bir konu olmaya devam etmektedir. Kısaca, yönetimin görevi yalnızca borç ve özsermaye miktarına ilişkin seçimleri yapma olarak anlaşılabilir. Ancak, dikkate alınması gereken birçok önemli kriter olduğu için durum böyle değildir. Finansal iktisatçılar, konuyla ilgili yapılan kapsamlı çalışmalara rağmen sermaye yapısını hala bir bulmaca olarak görmektedir. Bu konuda yapılan bazı çalışmaların bulguları, sermaye yapısı seçimleriyle ilgili çelişkili sonuçlar olduğunu göstermektedir. Firmaların sermaye yapılarını nasıl belirledikleri hakkında hala cevabı netleşmemiş sorular mevcuttur (Baker & Martin, 2011).

Sermaye yapısı seçimlerini etkileyen faktörler piyasa sürüşmeleri ile ilgilidir. Bunlar, vergiler, iflas maliyetleri ve asimetrik bilgileri içermektedir. Harris ve Raviv (1991) tarafından yapılan bir araştırmada, sabit varlıkların, borç dışı vergi kalkanlarının, yatırım fırsatlarının ve işletme büyüklüğünün kaldıraç oranını arttırdığı konusunda fikir birliğine varmışlardır. Çalışmada ayrıca, volatilitenin, reklam harcamalarının, iflas olasılığının, karlılığın ve ürünün benzersizliğinin kaldıraç oranını azalttığını tespit etmişlerdir (Bessler, Drobetz, ve Kazemih, 2011).

Bessler, Drobetz & Kazemih (2011) tarafından yapılan başka bir çalışmada ise, piyasa değeri-defter değeri oranı ve kârlılık gibi faktörlerin kurumsal kaldıraç olumsuz etkilediği belirlenmiştir. Öte yandan, somutluk, şirket büyüklüğü, beklenen enflasyon ve ortalama sanayi kaldıraç oranının kaldıraç etkisini olumlu etkilediğini de tespit etmişlerdir. Frank ve Goyal (2009), bu faktörleri sermaye yapısını etkileyen “Temel Kaldıraç Faktörleri” olarak tanımlamıştır.

Titman ve Wessels (1998), maddi duran varlıkların miktarı, borç dışı vergi kalkanları, büyüme, işletmenin tekliği, endüstri, büyüklük, gelirin oynaklığı ve karlılık gibi faktörleri gizli değişken modeli kullanarak kaldıraç açıklamak için kullanmıştır. Çalışma sonucunda, uzun vadeli borç ve kısa vadeli borç / sermaye oranının işletme tekliği ile negatif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Çalışmada ayrıca kısa vadeli borç ile büyüklük ve kârlılık arasında negatif bir ilişki olduğu

da tespit edilmiştir. Ancak, volatilité veya aktif yapısının hem kısa vadeli borç hem de uzun vadeli borç üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı görülmüştür (Frydenberg, 2011).

John Martins ve David Scott (1974) yaptıkları çalışmalarında, sermaye yapısı seçimleriyle ilgili 7 koşulu tartışmışlardır (Rao, Al-Yahyee ve Syed, 2007). Bu koşullar; Kaldıraç, likidite, temettüler, kârlılık, pazar fiyatı, işletmenin büyüklüğü, satış büyüklüğü ve değişkenliğini içermektedir. Mireku ve arkadaşları (2014) yaptıkları çalışmada kaldıraçın kârlılık, firma değeri, vergi, büyüme fırsatları, risk, yönetsel sahiplik ve varlık somutluğu ile ilişkili olduğunu bulmuşlardır.

Çalışmamızda da bu kapsamda öncelikle hem işletmelerin kurumsal finansman seçimlerini hem de sermaye yapılarını etkileyen faktörler dikkate alınarak aşağıda kısaca anlatılmaya çalışılmıştır.

#### **1.6.1. Kaldıraç**

Kaldıraç, ihtiyaç duyulan sermayeyi elde etmek için bir firma tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Bir firma borç ihraç ettiğinde, dönemsel faiz ödemeleri ve anaparanın vadesinde geri ödenmesini taahhüt etmektedir. Tahvil sahipleri, işletme geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirmezse işletmeyi tasfiyeye zorlayabilirler. Bu nedenle, yöneticilerin gelecekteki kârlılığın belirsizliğine ve işletmenin sermaye yapısındaki ödenmemiş tahvillerin miktarına dikkat etmesi çok önemlidir (Igbinovia , Ph.D. & Ogbeide , Ph.D., 2019).

Kaldıraç ölçütleri muhasebe, piyasa değeri ve yarı piyasa değeri ölçütler olarak sınıflandırılmıştır (Harris ve Raviv ve ark.). Kaldıraç ve performans arasındaki ilişki üzerine kuramsal çerçeve piyasa değeri ölçümlerini kullanmaktadır. Ancak, muhasebeye dayalı ölçümler kaldıraç ölçütü olarak sıklıkla kullanılmaktadır, çünkü piyasa değeri kaldıraç ölçütlerini elde etmek çoğu zaman daha zor olmaktadır. Rajan ve Zingales (1995) kaldıraç ölçütlerinin seçiminin analizin amacına dayandırılması gerektiğini savunmuştur. Bu nedenle, toplam aktif oranları-toplam yükümlülük, tasfiye sonrasında hissedarlar için bırakılanlar için bir ölçüt olarak kabul edilmektedir. Ancak bu oran, yakın

gelecekte işletmenin temerrüde düşme riskini göstermemektedir. Buna ek olarak, toplam yükümlülükler bilançoda ödenecek hesaplar gibi kalemler oluşturmaktadır. Bu kalemler finansman amacıyla değil, işlem amaçları için kullanılmaktadır. Bu ölçütleri iyileştirmek için hem ödenecek hesapların hem de diğer borçların toplam varlıklardan çıkarılması gerekmektedir. Toplam yükümlülük-toplam aktif oranlarıyla ilgili bir diğer husus, finansmanla ilgili olmayan borçların varlığı nedeniyle kaldıraç büyüklüğünü küçümsemesidir (*Örnek; emeklilik borcu*). Bu durumda, toplam borç/sermaye oranları bu sorunu çözmektedir. Bu nedenle, kaldıraçın en uygunu olarak muhasebe tabanlı olanları kullanılmaktadır (Salehi & Biglar, 2009).

Ross (1977) kaldıraç arttıkça işletme değerinin de arttığını iddia etmiştir. McConnell ve Servaes (1995) borcun bir işletmenin değeri üzerindeki etkisinin büyüme fırsatlarının kullanılabilirliğine bağlı olduğunu bildirmiştir. Borç oranları, yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan işletmelere kıyasla, düşük büyüme oranlı işletmelerde işletmenin değeri ile pozitif ilişkili olduğunu göstermiştir. Ancak, işletme değeri kaldıraç ile negatif ilişkili olduğunu de göstermiştir.

Ampirik çalışmalardan elde edilen sonuçlar, Stulz (1990), Kyaw (2006) kaldıraçın işletme değeri üzerinde olumlu ya da olumsuz etkileri olabileceğini göstermektedir. Dada (2006), Rayan (2008), Cassar ve Holmes (2003), Rajan ve Zingales (1995) ve Ward (1999) gibi diğer araştırmacılar borç ve işletme değeri arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Aksine, Petersen ve Rajan (1994), Abor (2005) ise işletmelerin kaldıraç ve performansları arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır (Igbinovia , Ph.D. & Ogbeide , Ph.D., 2019).

Champion (1999), şirketlerin daha fazla borç kullandıklarında performanslarını artıracabileceklerini gözlemlemiştir. Çünkü borç, yöneticileri iflastan kaçınmak için verimliliği artırmaya motive eder.

### **1.6.2. Likidite**

Likidite, işletmelerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen diğer bir faktördür. Likidite, bir varlığın değerini etkilemeden ne kadar hızlı bir şekilde nakde çevrilebildiğini ifade etmektedir. Likidite, bir işletmenin varlıklarını nakde çevirme kabiliyetini ölçmektedir. Varlıkların kolayca nakde çevrilebilmeleri

halinde likit olduğu söylenmektedir. Bir işletme iflas tehdidiyle karşı karşıya kalırsa, likit varlıklarını daha kolay ihtiyaç duyduğu fonlara dönüştürmektedir (Rao, Al-Yahyee ve Syed, 2007)

Finansal hiyerarşi teorisine göre, daha yüksek likit varlığa sahip olan işletmelerin daha az borç alması beklenmektedir. Aksine, dengeleme teorisine göre ise, daha yüksek miktarda likit varlığa sahip olan firmaların geri ödeme kapasitesine sahip olduklarından dolayı daha fazla borç alacaklarını öngörmektedir. Bu itibarla, dengeleme teorisine göre likidite ve kaldıraç arasında pozitif bir ilişki beklenirken, finansal hiyerarşi teorisine göre ise likidite ve kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğunu söylenebilir.

### **1.6.3. Kârlılık**

Kârlılık, işletme sahipleri için büyük bir endişe kaynağıdır. Kârlılık bir işletmenin kazanç gücünü göstermektedir. Borç, kazançları pozitif olan işletmelerin Hisse Başına Karlarını arttırarak negatif kazançları olan işletmelerin zararlarını arttırmaktadır (Rao, Al-Yahyee, & Syed, 2007). Bu nedenle, bir işletmenin kârlılığının kararların finansmanında önemli bir rolü vardır. Kârlar, işletmenin kârlı projelere yatırım yapmak için şirket içinde kullanabileceği yüksek birikmiş kazançlara yol açmaktadır.

Modigliani ve Miller, (1963) kârlı şirketlerin özkaynak yerine borç sermayesini kullanmak için iyi bir nedenleri olduğuna dikkat çekmiştir. Böylece, şirket borç kullanımından elde edilen vergi avantajlarını azami düzeye çıkaracaktır. Bu itibarla, kârlılık ile kullanılan borç miktarı arasında pozitif bir ilişki olması beklenmektedir.

Finansal hiyerarşi teorisi çerçevesinde, daha yüksek karı olan şirketler dış kaynaklara daha az ihtiyaç duymaktadır. Yüksek kârlı şirketlerde kaldıraç oranının yüksek kârlı şirketlere kıyasla daha düşük olması beklenmektedir. Finansal hiyerarşi teorisine (Meyers 1977) göre, yüksek kârlılık düşük borç-özkaynak oranı ile ilişkilendirilecektir. Myers (1977) şirketlerin borç ve özsermaye yerine dağıtılmamış karlarından sermaye elde etmeyi tercih edeceğini öne sürmektedir (finansal hiyerarşi teorisi). Bu nedenle, daha yüksek kârlılık daha düşük borç-özkaynak oranı anlamına gelmektedir. Borç ve kârlılık arasındaki bu

ters ilişkiye Bevan ve Danbolt (2008), Antonio, Gunney ve Pandayal (2008) tarafından yapılan çalışmalarda da değinilmiştir (Igbinoia , Ph.D. & ogbeide , Ph.D., 2019).

Statik dengeleme teorisi, daha yüksek karlı şirketlerin vergi avantajlarından faydalanmak için genellikle daha yüksek kaldıraç oranına sahip olduğunu öngörmektedir. Bu nedenle, dengeleme teorisi kaldıraç ve kârlılık arasında pozitif bir ilişki olduğunu öngörmektedir. Dengeleme teorisinde, iflas maliyetleri, vergiler ve vekalet maliyetleri daha karlı firmaları daha fazla borç kullanmaya itmektedir. Kârlılık arttıkça beklenen iflas maliyetlerinin düşeceği tahmin edilmektedir. Vergilerle ilgili olarak, borca ödenen faizin düşük olması karlı şirketleri daha fazla borç kullanmaya itmektedir. Son olarak, Jensen ve Meckling (1978) ve Jensen (1986) sermaye yapısında daha fazla borcun vekalet sorununu kontrol etmeye yardımcı olduğunu savunmuştur (Bessler, Drobetz, & Kazemieh, 2011).

Bununla birlikte, dinamik dengeleme modeli, bir şirketin kârları arttıkça geri dönen kazançlarını artırabileceğini ve böylece borcu kullanmaya daha az teşvik edilebileceğini savunmaktadır. Bu nedenle, olumsuz bir ilişki öngörmektedir.

Her iki durumda da bir şirketin geçmiş karlılığı ve dağıtılmamış kar miktarı, mevcut sermaye yapısının önemli bir belirleyicisi olmalıdır.

#### **1.6.4. Firma Büyüklüğü**

Büyük şirketler genellikle iflasa daha az eğilimlidirler. Bu, büyük şirketlerin daha düşük temerrüt riskine sahip oldukları varsayıldığından, daha küçük şirketlerden daha fazla borç almasına olanak tanımaktadır. Eski şirketler aynı zamanda yeni kurulan şirketlerden daha fazla borç kapasitesine ve itibarına sahiptir. Bu, büyük şirketlerin faiz vergisi kalkanından faydalanmalarını sağlamaktadır. Şirketlerin büyüklüğü, serbest nakit akışı ile ilişkili vekalet maliyetini de etkilemektedir. Aksine, küçük şirketler düşük kaldıraç oranına yol açan daha yüksek vekalet maliyetlerine sahip olma eğilimindedir. Bu nedenle, büyük ve eski şirketler küçük ve yeni şirketlere kıyasla daha fazla borç kullanmaktadır (Kannadhassan, Thakur, Gupta, & Charan, 2018). Bu konuda

yapılan birçok çalışmada, büyüklük ile sermaye yapısı seçimlerinin etkisi üzerinde net olmayan sonuçlar bulunmuştur.

Büyüklük, bilgi asimetrisi ve borç maliyetleri nedeniyle bir şirketin kullanabileceği borcu etkilemektedir. Myers ve Majluf'a (1984) göre, bilgi asimetrisi şirketlerin borçları özkaynaklara tercih etmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle, daha az bilgi asimetrisine sahip olan büyük şirketlerin daha fazla borcu olacaktır. Ampirik bir analizde Barclays ve Smith (1996) büyük şirketlerin borç ihraç maliyetlerinin düşük olduğunu bulmuşlardır (Rao, Al-Yahyee, & Syed, 2007).

Azaltılmış bilgi asimetrisi, Rajan ve Zingales (1995) tarafından yapılan bir çalışmada kaldıraç ve şirket büyüklüğü arasında pozitif bir ilişkinin nedeni olarak bulunmuştur. Yine de diğer çalışmalar firma büyüklüğünün firma değeri ile negatif ilişkili olduğunu göstermektedir Kodogo, Mokoaleli, Maina (2014) (Igbinoia, Ph.D. & Ogbeide, Ph.D., 2019)

Dengeleme modeli şirket büyüklüğü ile iflas olasılığı arasında negatif bir ilişki olduğunu tahmin etmektedir. Dolayısıyla şirket büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır. Öte yandan, finansal hiyerarşi teorisi kaldıraç ve şirket büyüklüğü arasında negatif bir ilişki olduğunu düşündürmektedir. Ayrıca, büyük şirketler borç finansmanı ile karşılaştırıldığında yüksek bir özsermaye tercihi göstermektedir (Bessler, Drobetz, & Kazemieh, 2011).

#### **1.6.5. Satışlardaki Değişkenlik ve Büyüme**

Bir işletmenin satışlarının artmasıyla ilgili genel varsayım, işletmenin yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti ile ilgilidir. Martin ve Scott, satışları sürekli dalgalanan bir şirketin sermayeyi elde etmek için hisse senetleri ihraç edeceğini savunmuştur (Rao, Al-Yahyee, & Syed, 2007). Ancak, ampirik kanıtlar çelişkili sonuçlar göstermektedir. McAndrew ve Nakamura (1992) yüksek satışların modellerinde yüksek borçla ilişkili olduğunu bildirmiştir. Bu bulgular Long ve Malitz (1985) ve Jarel ve Pouson (1988) tarafından yapılan çalışmalarla da desteklenmiştir. Aksine Maksimovic ve Zechner (1991) tarafından yapılan bir çalışmada ise negatif bir model ilişkisi bildirilmiştir. Bu durum, ampirik olarak

Kester (1986), Friend and Lang (1988) ve Titman ve Wessels (1988) tarafından çalışmalarla desteklenmiştir.

Hisse senedi ihracı işletmenin borç finansmanı ile ilgili iflas risklerinden kaçınmasına yardımcı olacaktır. Bununla birlikte, hisse başına karlarda seyreltmeye de yol açacaktır. Yatırımcılar hisse senetlerinin ihraç edilmesini firmanın mali sorunlarını gösteren olumsuz bir işaret olarak görmektedir.

#### **1.6.6. İşletmenin Büyüme Fırsatları**

Yüksek büyüme fırsatlarına sahip olan işletmelerde finansal sıkıntıların daha düşük olması beklenmektedir. Bu nedenle, bu işletmeler borç finansmanı yerine özkaynak finansmanına daha fazla güvenmek için güçlü bir motivasyona sahiptir (Myers 1977). Tersine, uygun endüstrilerde faaliyet gösteren düşük büyümeli işletmeler serbest nakit akışı sorununu hafifletmek için borç kullanabilmektedir (Jensen 1986).

Bu nedenle, dengeleme teorisi büyüme fırsatları ve kaldıraç arasında negatif bir ilişki öngörmektedir (Dang). Jensen (1986) bu kavramı serbest nakit teorisinde desteklemektedir.

#### **1.6.7. İşletmenin Maddi Duran Varlıkları**

Sermaye yapısı teorileri, şirketlerin sahip olduğu varlıkların bu şirketlerin sermaye yapısı seçimlerini etkileyebileceğini iddia etmektedir. Teminat olarak kullanılabilir varlıklara sahip olan firmaların daha fazla borç ihraç etmeleri beklenmektedir. Maddi duran varlıklar arasında tesisler, makineler, arazi ve taşıtlar gibi çeşitli duran varlıklar bulunmaktadır (Dharmendra, 2016).

Hem vekalet maliyeti hem de kurumsal finansta bilgi asimetrisi teorileri sermaye yapısı kararlarının varlık yapısından etkilendiğini düşündürmektedir. Daha fazla sabit kıymet daha fazla teminat değeri sağlamaktadır. Dolayısıyla, eğer şirketin çok fazla sabit kıymeti varsa, daha fazla projeye yatırım yapmak için çok çeşitli fonlar mevcut demektir. Sabit kıymetlerin yüksek yüzdesi, şirketlerin daha düşük bir oranda borç almasını teşvik etmektedir. İşletmenin daha az sabit kıymeti olması nedeniyle yüksek borçlanma maliyeti bekleyen bir firmaya kıyasla daha fazla borç alması beklenmektedir (Igbinovia, Ph.D. & Ogbeide, Ph.D., 2019).

Dengeleme teorisi, kaldıraç ile bir işletmenin sahip olduğu maddi duran varlıkların oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bunun nedeni hem daha düşük finansal sıkıntı maliyetleridir hem de borçla ilgili maliyetlerdir.

Vekalet maliyet teorisi ise maddi duran varlıkların oranı ile kaldıraç arasındaki negatif ilişkiyi öngörmektedir. Son olarak, finansal hiyerarşi teorisi, maddi varlığı daha az olan şirketler bilgi asimetrisine daha duyarlı olduğunu belirtmektedir. Bu şirketler borçları özsermaye finansmanına tercih etmektedir. Bu nedenle, finansal hiyerarşi teorisi kapsamında varlıkların maddi duran varlığı ile kaldıraç arasındaki ilişkinin negatif olması beklenmektedir (Bessler, Drobetz, & Kazemieh, 2011).

#### **1.6.8. İşletmenin Sürekliliği**

Bir şirketlerin sürekliliği kaldıraç ile pozitif ilişkili olduğunu öngörmektedir. Şirketler mal ve hizmet üretiminde iyi bir yer edindikçe daha kârlı olma eğilimindedirler. Şirket faaliyetinde daha uzun süre faaliyet göstermeye devam ettikçe, süregelen bir iş olarak iyi bir kuruluş haline gelip daha fazla borç alma kapasitesini arttırmaktadır (Igbinoia, Ph.D. & Ogbeide, Ph.D., 2019).

#### **1.6.9. İşletme Nakit Akışı**

Nakit akışı oynaklığı olan işletmelerin yüksek finansal sıkıntılar yaşamaları beklenmektedir. Ayrıca, değişken nakit akışları olan firmalarda borçla ilişkili yüksek vekalet maliyetleri konusunda artan beklentiler vardır. Volatiliteli nakit akışları, borcun borç kalkını faydalarının yetersiz kullanımına yol açmaktadır. Sonuç olarak, dengeleme teorisi bir şirketin nakit akışının kaldıraç ve volatiliteli arasında negatif bir ilişki olduğunu tahmin etmektedir (Kahuria & Waweru, 2015)

Benzer şekilde, finansal hiyerarşi teorisi de bir işletmenin kaldıraç ve nakit akışının volatiliteli arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Çünkü yatırımcıların, volatiliteli yüksek karlı işletmeler için halka açık verileri kullanarak gelecekte beklenen kazançları doğru bir şekilde tahmin edebilmeleri için çok az bilgi vardır (Bessler, Drobetz ve Kazemieh, 2011)

Bu gözlemler göz önüne alındığında, bir şirket sermaye yapısında taşınan kaldıraç miktarına dikkat etmelidir. Çünkü borcun kullanımıyla ilgili yasal yükümlülükler ticari faaliyetlerini zorla durdurmaktadır.

### **1.7. İşletmelerde Borç Kullanmanın Dezavantajları**

Borç finansmanının işletmeler için en önemli avantajlarından biri işletmeye vergi kalkını oluşturmaktır. Borcun kullanılmasında vergi avantajları, işletmelerin tam borç finansmanı anlamına gelmektedir. Ancak, borç finansmanı kullanımıyla ilgili birçok dezavantaj bulunmaktadır. Bu dezavantajlar arasında finansal sıkıntı ve iflas sayılmaktadır. İşletmenin borç oranı daha yüksek ise, iflas ihtimalinin artmasına neden olacaktır.

#### **1.7.1. Finansal Sıkıntı**

Finansal sıkıntı, bir şirketin alacaklılara karşı yasal yükümlülüklerini yerine getirmek için baskı altında karar vermesi durumunda ortaya çıkan bir durum olarak tanımlanmaktadır. Daha fazla borç finansmanı finansal sıkıntı olasılığını arttırmaktadır. Sermaye yapısında daha fazla borcu olan bir şirkette işletme kazancındaki herhangi bir azalma, borç yükümlülüklerini yerine getirememeye riskini arttırmaktadır (Drake, 2009).

Finansal sıkıntı doğrudan veya dolaylı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Finansal sıkıntıların doğrudan maliyetleri yasal ücretleri, yeniden yapılandırma maliyetlerini ve kredi maliyetlerini içermektedir. Diğer yandan, dolaylı finansal sıkıntı maliyetleri, müşterilerin güven kaybını ve olası çalışan kaybını kapsamaktadır (Bessler, Drobetz ve Kazemieh, 2011).

#### **1.7.2. İflas Maliyetleri**

Borç finansmanı kullanımı iflas maliyetlerini arttırmaktadır. İflas maliyetleri, bir şirket tarafından algılanan temerrüt ihtimalinin sıfırdan büyük olması durumunda doğrudan bir şirket tarafından katlanılan maliyetlerdir (Joshua, 2005). Bir işletmenin sermaye yapısındaki borcun artırılması, iflas olasılığını da artırır çünkü şirketin kredileri ve faizleri ödemek için yeterli kar elde edemeyeceği korkusunu arttırmaktadır. İflasın gerçekleşmesi için kredi verenler mahkeme kararıyla bir firmayı iflasa zorlayabilir veya sahipleri kesin bir iflas beyan

edebilmektedir. Bir işletmenin iflas etmesi durumunda şirketin varlıkları şirket tarafından satılır ve satıştan elde edilen gelir alacaklılara dağıtılmaktadır.

İflas maliyeti iki şekilde ayrılmaktadır. Yani, iflas maliyetleri doğrudan veya dolaylı olarak iki şekilde gruplanmaktadır. İflasın doğrudan maliyetleri, avukatlara, tasfiyecilere ve varlıkların satılmasına ve şirket gelirlerinin yeniden dağıtılmasına katılan diğer acentelere ödenen ücretleri içermektedir. Dolaylı maliyetler, şirket hala faaliyette iken gerçekleşir, ancak paydaşlar işletmeye güven duymazlar. Enron'un iflas ilan edilmeden önce hisse senedi fiyatlarındaki keskin düşüş dolaylı iflas maliyetine iyi bir örnektir (Miglo, 2016).

### **1.7.3. Vekille Yönetme Maliyeti**

Borç finansmanının kullanılması vekille yönetme maliyetini yaratır. Hisse senedi yatırımcılarına temettü şeklinde kalıntı iddiası alacaklanmaktadır. Hisse senedi yatırımcılarının amacı, kalıntı iddialarını yükseltmektir. Tahvil sahiplerine faizler açısından sabit bir ödeme ve vade sonunda ödenecek bir anapara verilmektedir. Eğer bir şirket yatırımlarını sadece özsermaye ile finanse ederse, hissedarlar ve tahvil sahipleri arasında çıkar çatışması olmayacaktır. Ancak, borç alarak bir şirket kendini özkaynak sahipleri ve borç sahipleri arasında çıkar çatışmasına maruz bırakılmaktadır. Sonuç olarak şirket, yüksek faiz oranları ve karar alma sürecinde özgürlük kaybı açısından bir bedel ödemektedir. Şirket daha fazla borç aldıkça, kendini daha büyük bir vekille yönetme maliyetine maruz bırakmaktadır.

Jensen ve Meckling'e (1976) göre, yöneticilerin işletmenin toplam değeri yerine özkaynak değerini maksimize etmesi için bir teşvik sebebi bulunmaktadır. Serbest nakit akışlarının varlığında, borç tarafından finanse edilen işletmelerin yöneticileri risk değiştirme stratejileri ile uğraşırlar. Yöneticiler başarı durumunda hissedarların yararına olan projeleri tercih ederken, başarısızlık durumunda, tahvil sahipleri üzerinde kayıp yükü yaratan projeleri tercih etmektedir. Bu nedenle rasyonel yatırımcılar, tazminat olarak risk primi ve daha yüksek faiz ödemesi talep ederler. Böylece, hem yüksek borç maliyetine neden olur hem de işletme için borç verme cazibesini azaltmaktadır (Bessler, Drobetz, & Kazemich, 2011).

#### **1.7.4. Finansal Esneklik**

Borç finansmanı finansal esnekliği azaltır. Bir işletmenin sermaye yapısının borç/özsermaye oranı hedeflenen seviyenin altında olduğunda, firmanın daha fazla borç ihraç etmek imkanı vardır. Ancak, bir işletmenin borç/özsermaye oranı hedeflenen seviyeden fazla olduğunda, daha fazla borç ihracı için fırsatı çok az olacaktır (Agarwal, 2013). Buna finansal esneklik denilmektedir. Yöneticiler, karlı fırsat ortaya çıktığında şirketin daha fazla borç verme esnekliğini dikkate almalıdır. Finansal esneklik, şirketlerin ortaya çıktıklarında gelecekteki karlı projeleri üstlenmelerini sağladığı için önemlidir.



## 2. BÖLÜM

### FINANSAL PERFORMANS KAVRAMI

Kurumsal sektöründeki teorinin, işletmelerin amacı hissedarlarının servetini maksimize etmek olması gerektiği varsayımına dayanmaktadır. Finansal oranlar, şirketlerin finansal performanslarının ölçülmesinde, değerlendirilmesinde ve piyasa değerinin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Finansal oranı, iki sayı arasındaki ilişki gösteren bir rakam olarak tanımlanmaktadır. Bu, kurumsal faaliyetleri etkileyen temel koşullara genel bir bakış sunmaktadır. Bu oranlardaki eğilim, bir şirket zaman içinde nasıl değiştiğini ortaya koymaktadır.

Bir işletmenin sürekliliği ve başarısı performans ölçümü ile değerlendirilmektedir.

Karaman'a (2009) göre, performans, işletmelerin hedeflerine ulaşma düzeyini tanımlayan çok boyutlu bir kavramdır. Önemli olan, bir işletmenin amaçları ne ölçüde gerçekleştirdiğini belirlemektir.

Finansal performans ise, bir firmanın gelir elde etmek için varlıkları ne ölçüde iyi kullandığının bir ölçüsü olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım, işletmelerin belirli bir dönemdeki genel mali sağlığının ve başarısı genel bir ölçüsü kullanılmaktadır (Kenton, 2020). İşletmeler, finansal performansını belirlemek için genellikle gelir tablosu, bilanço ve özsermaye değişim tablosu gibi tablolarından faydalanmaktadır. Amaç, şirketlerin hem mali gücünü hem de zayıf yönlerini belirlemektir. Bir işletmenin yüksek performansı, şirketin kaynaklarından faydalanabilmek için yönetimin etkinliğini ve verimliliğini göstermektedir (Karaman, 2009).

#### 2.1.Finansal Performans Oranların Önemi

Oranlar finansal performans ve işletmenin durumu analiz etmede yatırımcılar ve iç yönetim için son derecede faydalanmaktadır. Finansal oranların sıkça kullanıcılar aşağıdaki gibi sayılmaktadır (Verma, 2020).

- Tahvil sahipleri: Tahvil sahipleri, bir işletmelerin nakit akışı kabiliyeti ile ilgilenmektedir.

- Yatırımcılar: Yatırımcılar ise, bir şirketin bugünkü ve gelecekteki kazançlarının yanı sıra kazançlarının istikrarıyla ilgilenilmektedir.
- İç yönetim: Şirketin yönetimi, iç kontrol, daha iyi mali durum ve daha iyi performans ile ilgilenmektedir.

## 2.2.Performans Ölçümleri

Literatürde, işletmelerin çeşitli finansal performans ölçümleri kullanılmıştır. Finansal performans ölçümleri, Muhasebe temelli Finansal Performans Ölçütleri ve piyasa temelli Finansal Performans Ölçütleri ikiye ayrılmaktadır. Muhasebe ölçütler yönetim araştırmacıları tarafından tercih ederken, finans ve ekonomik araştırmacılar piyasa getirilerini veya nakit akışı ölçütlerin tercih etmektedir.

### 2.2.1. Muhasebe Temelli Finansal Performans Ölçütleri

Muhasebe temelli Finansal Performans Ölçütleri, kar ve zarar tablosu, bilanço ve nakit akış tablosu gibi işletmelerin mali tablolarından veriler kullanarak hesaplanmaktadır. Bu gruptaki temel performans göstergeleri; özkaynak kârlılığı , aktif karlılığı, yatırım getirisi ve hisse başına kazanç gibi kapsamaktadır. Teorik olarak, araştırmacılar, muhasebe temelli ölçümün bir işletmenin geçmiş ve kısa vadeli finansal performansını yansıttığını savunmuştur (Gentry & Shen, 2010).

#### 2.2.1.1.Özsermaye Karlılık Oranı

Özsermaye kârlılığı, bir işletmenin yatırımcılar tarafından yatırılmış fonlarından ne kadar kar elde ettiğini göstermektedir. Hissedarlar, işletmenin her bir her bir dolar özkaynak için ne kadar karlı olduğunu belirlemek istemektedir. Özsermaye karlılık oranı net kar ile işletmenin özsermaye bölünmesiyle hesaplanmaktadır ( Hasan, Ahsan, & Rahaman).

$$\text{Özsermaye karlılık oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özsermaye}}$$

Özsermaye karlılığı, şirketin hissedarların şirkete yatırdığı fonlardan elde ettiği kar temsil etmektedir. İşletmenin özkaynak karlılığı oranı yüksek olduğunda, işletmenin iç olarak nakit elde etmek kabiliyetine sahip olduğu göstermektedir (Salehi ve Biglar, 2009).

#### 2.2.1.2. Aktif Karlılığı

Hem yöneticiler hemde yatırımcılar, satışların yüzdesi olarak kâr düzeyine kıyasla yatırım yapılan kazanca daha fazla odaklanmaktadır. Bu problem vericidir çünkü sermaye yoğun endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerin cazip kar marjları bulunmaktadır. Ancak, bu tür işletmeler tarafından kullanılan sermaye miktarı düşünüldüğünde, daha az ilham verici olmaktadır. Bu nedenle, faaliyet kârlarının seviyesini ve eğilimini toplam varlıkların yüzdesi olarak incelemek gerekmektedir. Vergi sonrası faiz öncesi kazançların kullanılması şirketler arasındaki karşılaştırmayı iyileştirmektedir.

Aktif karlılığı oranı, net kar ile işletmenin toplam varlıkları bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Aktif Karlılık oranı} = \frac{\text{Netkar}}{\text{Toplam varlıklar}}$$

#### 2.2.1.3. Hisse Başına Kar Oranı

Hisse başına kazanç, işletmelerin finansal performansın belirlenmesinde en kullanılan yaygın yöntemlerden biridir. Bu oran, net kâr, hisse senedi sayısının ağırlıklı ortalaması bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Hisse başına kazanç} = \frac{\text{Netkar}}{\text{Hisse senedi sayısının ağırlıklı ortalaması}}$$

Hisse başına kazanç oranı, hisse senedi sayısı başına düşen kar rakamını ortaya koymuştur. Hisse başına kazanç hissedarlar için diğer oranlara göre daha önemlidir, çünkü bir hisse senedine karşı elde edilebilecek net karı gösterir.

#### 2.2.1.4. Yatırım Getirisi

Yatırımın getirisi, bir işletmenin varlıklarını kullanarak gelir elde etmesinin etkinliğini ölçmektedir. Yatırım getirisi, şirketin varlıklarından elde edilen getiriyi belirlemek için net geliri toplam varlıklarla ilişkilendirmektedir. Yatırım getirisine toplam varlıkların getirisi de bilinmektedir. Daha yüksek oran işletmenin gelecekteki büyüme beklentilerini göstermektedir. Yatırım getirisi, net kar ile yatırım maliyet bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

$$Yatırım\ getirisi = \frac{Net\ Kar}{yatırım\ maliyet}$$

### 2.2.2. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri

Piyasa temelli Performans Ölçütleri, piyasa değerlerini muhasebe değerleri ile kullanmaktadır (Ebaid, 2009). Piyasa temelli Performans Ölçütleri, işletmelerin gelecekteki veya uzun vadeli finansal performansını yansıtmaktadır. Bu ölçütleri genellikle Tobin's Q, fiyat/kazanç ve Piyasa Katma Değeri oranları kullanmaktadır.

#### 2.2.2.1. Tobin's Q Oranı

Tobin's Q, araştırmacılar arasında sıkı kullanılan finansal performans ölçüsüdür. Oran, 1969 yılında James Tobin tarafından ortaya koymuştur. Oran, işletmenin toplam piyasa değerinin işletmenin toplam varlıklarının defter değerine bölünmesi olarak tanımlanmaktadır (Ebaid, 2009).

$$Tobin\ Q = \frac{Özsermayenin\ piyasa\ değeri - Toplam\ borçlar}{Toplam\ varlıklar}$$

Tobin q oranı 1'in üzerinde olan şirketler hisse senedi yatırımcıları için tercih edilmesi gereken şirketlerdir. Ayrıca Tobin q oranının 1'den büyük olduğunda, şirketin rekabet gücünün de yüksek olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bir şirketin ortalama Tobin q değeri 1'in altında olduğunda, marjinal yatırım getirisi sermaye maliyetinin altında olmaktadır. Bu nedenle, optimum yatırım için bir şirketinin ortalama Tobin q oranı 1'in üzerinde olmalıdır (Canbaş, Doğanlı, Düzakın, & İskenderoğlu).

#### 2.2.2.2. Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat kazanç oranı, bir işletmenin hisse fiyatını hisse başına kazançlara göre ölçerek şirket değerini göstermektedir. Fiyat-kazanç oranı, hisse başına piyasa değerinin hisse başına kazanca bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

$$Fiyat/kazanç\ oranı = \frac{Hisse\ senedi\ piyasa\ fiyatı}{Hisse\ başına\ kazanç}$$

Yüksek bir fiyat kazanç oranı olduğunda, yatırımcıların önümüzdeki yıllarda daha yüksek kazanç büyüme beklentisi göstermektedir. Ancak, daha düşük fiyat kazanç oranına sahip işletmelerden daha düşük büyüme beklenmektedir (Ghaeli, 2016).

#### 2.2.2.3.Piyasa Katma Degeri

Pazar Katma Değeri, bir şirketin piyasa değeri ile mevcut sermayesi arasındaki eşittir. Ayrıca pazar Katma Değeri belirli kaynaklar bulunduğunda şirket yönetiminin neler başarabileceğinin bir göstergesidir (Kıracı & Asker, 2018). Piyasa Katma Degeri, hesaplanmak için;

*Piyasa katma değer = şirketin toplam değer – yatırılan toplam sermaye*

Çalışmada, işletmelerin aktif karlılığı, hisse başına kazanç ve Tobin Q oranları faydanmaktadır.

### 3. BÖLÜM

## İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISININ FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: MALAVİ BORSASI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

### 3.1. Malavi Menkul Kıymetler Borsası (MSE)

Malavi Menkul Kıymetler Borsası Malavi'deki tek borsa olarak faaliyet göstermektedir. Malavi Menkul Kıymetler Borsası 1995 yılında açılarak 1996 yılında Malavi'nin Merkez Bankası'nın gözetiminde faaliyete başlamıştır. Malavi Menkul Kıymetler Borsası, şirketleri ile yatırımcıları buluşturarak şirketler için özsermaye ve borçlanma araçları sunmaktadır.

Malavi Menkul Kıymetler Borsası ayrıca hükümetin kamu şirketlerini özelleştirmek suretiyle yatırım yapma imkanını da sunmaktadır

Tablo 1'de, Malavi Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren şirketler gösterilmektedir. Borsada, tarım, finans, konaklama, gayrimenkul ve telekomünikasyon gibi farklı sektörlerden toplam 16 şirket işlem görmektedir.

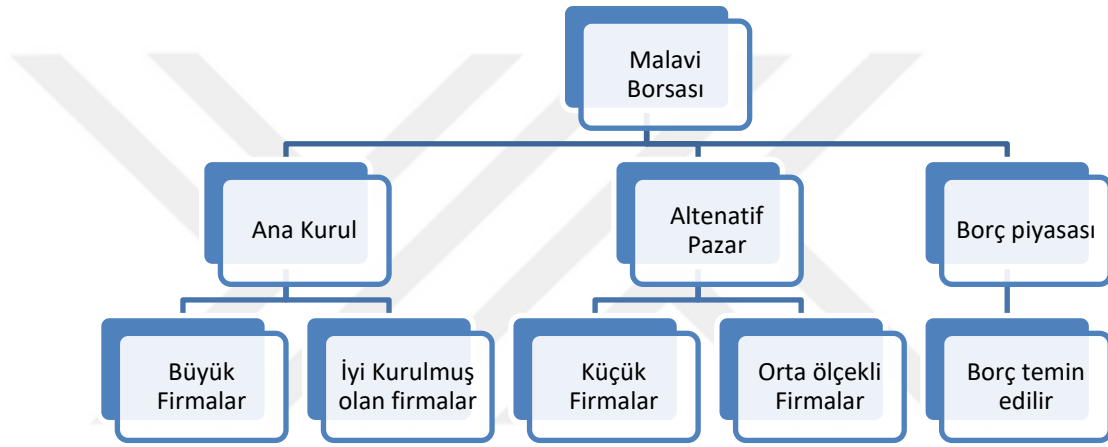
Tablo 1: Malavi Borsasında İşlem Gören Şirketler

No	Şirket Adı	Borsa'da İlk İşlem Tarihi
1	NICO Holdings	11/11/1996
2	Blantyre Hotel	25/03/1997
3	Illovo Sugar Malawi plc	10/11/1997
4	Standard Bank Malawi plc	29/06/1998
5	Press Corporation Limited	09/09/1998
6	National Bank of Malawi plc	25/06/2007
7	Sunbird Hotels	21/08/2002
8	National Investment Trust	21/03/2005
9	NBS Bank plc	25/06/2007
10	MPICO	12/11/2007
11	TNM Malawi plc	03/11/2008
12	FMBCH	18/09/2017
13	Old Mutual	26/06/2018
14	ICON	21/06/2019
15	Airtel Malawi plc	24/02/2020

16	FDH Bank plc	03/08/2020
----	--------------	------------

Malavi Menkul Kıymetler Borsası üç pazara ayrılmıştır. Hem büyük hem de iyi kurulmuş şirketler için ana kurul, küçük ve orta ölçekli işletmeler için alternatif pazar ve şirketlerin borç alması için ise borç piyasası yer almaktadır. Malavi Menkul Kıymetler Borsası'nda, sınırlı sayıda alım satım aracı, piyasada listelenen az sayıda şirket ile sınırlı likidite karakterize edilmiştir (IMF 2015). Şekil 1'de, Malavi Borsası genel yapısı gösterilmektedir.

Şekil 1: Malavi Borsası Genel Yapısı



### 3.2.Sermaye Yapısı İle Finansal Performans Arasında İlişki

Sermaye yapısı, kurumsal finans alanında en çok araştırılan alanlardan biri olmaya devam etmektedir. Bu, sermaye yapısı ile farklı performans değişkenleri arasındaki çeşitli bulgular ve çıkarımlarla desteklenmektedir. İlk çalışma Modigliani ve Miller (1958) tarafından yapılmıştır. Çalışmanın bulguları çeşitli varsayımlara dayanmaktadır. Diğer bazı araştırmacılar, Modigliani ve Miller teorisinin dayandığı varsayımların gerçekçi olmadığını belirtmiştir. Modigliani ve Miller'ın (1963) bir başka çalışmasının bulguları ise sermaye yapısının uygun olduğunu belirlemiştir.

Malavi'de bankacılık sektörü gibi alanlarda işletmelerin kârlılığını belirleyen faktörlerin de araştırması yapılmıştır. Lipunga (2014)'ya göre, banka büyüklüğü, likidite ve yönetim verimliliğinin aktif getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkileri olduğu bildirilmiştir.

Mulaga, (2013), Malavi'deki işletmelerin dış finansman kullanımındaki değişiklikleri analiz etmek için yapılan bir araştırmada, bilgi kullanılabilirliğinin ve büyüme fırsatlarının borç kullanımının önemli belirleyicileri olduğunu göstermiştir. İşletmelerin faaliyet gösterdiği yıl sayısı ve o işletmelerin endüstrisi gibi faktörlerin dış finansman kullanımının belirlenmesinde daha az önemli olduğu bildirilmiştir. Öte yandan, çalışma küçük işletmelerin orta ölçekli işletmelere kıyasla daha az borç kullandığını ortaya koymuştur.

Majaga (2015), temettü beyanının Malavi Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin şirket değerini nasıl etkilediğini araştırmıştır. Bu çalışma, temettüler ile hisse senedi fiyatı arasında güçlü ve pozitif bir ilişki olduğunu belirlemiştir.

Literatür kapsamında işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performans ilişkisine değinilen çok farklı çalışmalar vardır. Bu çalışmalar incelendikten sonra, yapılan değerlendirmelerde, işletmelerin finansal performansı ile sermaye yapısı arasındaki ilişki olduğu sonucu görülmektedir.

Ofek (1993), sermaye yapısı konusundaki çalışmasında sermaye yapısının uygunluğunu ve şirketlerin kısa vadeli mali sıkıntıya nasıl tepki verdiğini doğrulamıştır. Yüksek borç seviyesi olan işletmeler, sermaye yapılarında daha az borcu olan işletmelerin aksine, kısa vadeli borçlara tepki verme kabiliyeti göstermiştir. Buna ek olarak, yüksek borç seviyesi olan işletmeler, yeniden varlık yapılandırması gibi önlemler alarak performans bozulmalarına kolayca tepki verebildiklerini belirtmiştir.

E. Ayunku (2019), 2009-2018 yılları arasında Nijerya'da mikrofinans bankacılığı alt sektöründe sermaye yapısı ile işletmelerin performansı arasında herhangi bir ilişki olup olmadığını belirlemek için bir araştırma yapmıştır. Çalışmada değişkenleri açıklayan borç/özkaynak oranı, uzun vadeli borç oranı ve toplam borç oranı kullanılmıştır. Çalışmada, özkaynak kârlılığı (muhasabe temelli performans ölçüsü) açıklayıcı değişkeni temsil etmektedir. Tanımlayıcı istatistikler ve regresyon analizi kullanılarak yapılan çalışma, Nijerya'da mikrofinans bankacılığı sektöründeki firmaların performansları üzerindeki değişkenlerin (borç/özsermaye oranı, uzun vadeli borç oranı ve toplam borç oranı)

açıklanmasında önemli bir etki olduğunu tespit etmiştir. Bu çalışmalara göre borcun özkaynaklara oranı ile özkaynak kârlılığı arasındaki ilişkinin pozitif olduğu, ancak önemsiz olduğu belirlenmiştir. Sonuç olarak çalışmanın sonuçları mikro yapı bankacılığı alt sektöründeki işletmelerin sermaye yapısı ile performansları arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bu nedenle, performansı en üst düzeye çıkarmak için Nijerya'daki bankalarda yüksek borç kullanılması önerilmiştir.

Arulvel ve Ajanthan (2013), Sri Lanka'da Colombo Borsası'nda işlem gören 8 şirketten 5 yıl süreyle veri kullanarak borç oranı ile özkaynak ve finansal performansı arasında kısmen anlamlı bir ilişki bulmuştur. Çalışmada; brüt kâr, net kâr, özkaynak kârlılığı ve hisse başına kâr finansal performansın ölçütleri olarak kullanılmıştır. Toplanan veriler korelasyon ve çoklu regresyon yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Borç oranı ile brüt kâr, net kâr, özkaynak kârlılığı ve hisse başına kâr arasında negatif bir korelasyon bulunmuştur. Borç/özkaynak oranı sadece brüt kâr ile pozitif korelasyon göstermiştir. Ayrıca, borç oranının net kâr ile ilişkili olduğu da tespit edilmiştir.

Rao, Narendar ve Syed'in (2007) çalışması, Umman'daki işletmeler tarafından borç kullanımının kapsamını araştırmıştır. Çalışmalarına göre, borç kullanımından doğan avantajların borç kullanım maliyetlerini aşmak için yetersiz olduğu bildirildiğinden, borcun finansal performansla negatif ilişkili olduğunu saptamıştır. Umman Borsası'nda işlem gören şirketlerin yüksek borç ve düşük tahvil piyasasının borç ve finansal performansı arasındaki negatif ilişkiye katkıda bulunduğu iddia edilmiştir. Buna ek olarak, vergi kullanımı ile ilgili faydaların, yani vergi kalkanının, Umman'da sunulan çok düşük, sabit kurumsal oran nedeniyle batı ülkelerine kıyasla düşük olduğu tespit edilmiştir. Çalışma sırasında, yüksek borç seviyesinin Umman'daki şirketler tarafından kullanılmasının tavsiye edilmediği görülmüştür.

Rosario ve arkadaşları (2019), sermaye yapısının işletmelerin karlılığı üzerindeki etkisini belirlemek için Hindistan'daki otel sektöründe faaliyet 22

şirketin finansal verilerini tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon teknikleri kullanarak analiz etmiştir. Çalışmanın sonucuna göre, otel sektöründeki işletmelerin toplam varlıklarının % 54'ünü borç ile finanse ettiği görülmektedir. Bu, Hindistan'daki otel sektöründe borç ve özsermaye arasında bir denge olduğu anlamına gelmektedir. Çalışmada borç-toplam aktifler oranı, borç-özsermaye oranı, kısa vadeli borç-toplam varlık oranı ve uzun vadeli borç-toplam varlık oranı sermaye yapısı ölçütleri olarak kullanılmıştır. Çalışmada, kullanılan sermaye yapısı ölçütleri ile net kâr arasında pozitif bir korelasyon olduğu tespit edilmiştir. Borç-özsermaye oranı, kullanılan sermayenin getirisi, özkaynak kârlılığı, aktif kârlılığı ve faiz karşılama oranı ile negatif korelasyon göstermiştir. Ayrıca, borç/toplam aktifler oranı kullanılan sermayenin getirisi, aktif kârlılığı ve faiz karşılama oranı ile negatif korelasyon göstermiş ancak özkaynak kârlılığı ile pozitif korelasyon göstermiştir. Kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı sadece aktif kârlılığı ile negatif korelasyon göstermiştir. Ancak kullanılan sermayenin getirisi, özkaynak kârlılığı ve faiz karşılama oranı ile pozitif korelasyon göstermiştir. Son olarak, uzun vadeli borçların toplam aktiflere oranı, çalışmada kullanılan tüm finansal performans ölçütleri ile negatif korelasyon göstermiştir.

Kahuria ve Waweru (2015) tarafından yapılan bir araştırmada, 2009-2013 yılları arasında Nairobi Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 49 firmanın kârlılığı üzerindeki sermaye yapısının etkisi, firmaların finansal tablolarından elde edilen finansal veriler kullanılarak belirlenmesi amaçlanmıştır. Sermaye yapısı borç özkaynak oranı ile ölçülmüştür. Çalışmada t-testi, ki-kare ve Pearson korelasyon analiz teknikleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları, sermaye yapısının borsada işlem gören işletmelerin kârlılığı üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermiştir. Fama & French (2000), Myers & Majluf (1984) ve Booth ve diğerleri (2002) de benzer bulgulara ulaşmıştır. Fama ve French (2000) borç finansmanının hissedarlar ve kredi verenler arasında aracılık sorunu yarattığını ileri sürmüştür. Booth (2002)'a göre, özkaynak finansmanı, doğrudan kontrol sayesinde daha iyi performans sağlamaktadır. Hisse senedi sahipleri hissedarların servetini en üst düzeye çıkarmak için kaynakların uygun şekilde kullanılmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca, özkaynak finansmanı borçların geri ödenmesi ile ilgili endişeleri en aza indirmektedir.

Salehi ve Biglar (2009), Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketler üzerinde sermaye yapısı ölçütleri ve finansal performans ilişkisini belirlemek için araştırma yapmıştır. 117 şirketten elde edilen veriler kullanılarak yapılan çalışmada, sermaye yapısı kararlarının şirketlerin finansal performansını etkilediği tespit edilmiştir. Çalışmada Ajmv (düzeltilmiş piyasa değeri), mv (piyasa değeri) ve Bv (defter değeri) olmak üzere üç sermaye performansı ölçüsü kullanılmıştır. Çalışma aynı zamanda piyasa değeri ve düzeltilmiş değer ölçütlerinin performans ile defter değeri ölçütlerinden daha güçlü bir bağlantıya sahip olduğunu göstermiştir. Mehdi ve ark., şirketlerin sermaye yapısının değerlendirilmesinde ilk olarak piyasa değerinin dikkate alınması gerektiğini önermektedir.

Salehi ve Biglar (2009) yaptıkları çalışmada sermaye yapısı değerlendirmelerinde piyasa değerinin dikkate alınması gerektiğini belirtmişlerdir. Mireku, Mensa ve Ogoe (2014) 2002-2007 yılları arasında Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 15 şirketin verilerini kullanarak sermaye yapısı ile güçlü bir ilişkisi olan en iyi önlemi ampirik olarak belirlemek için bir çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışma, işletmelerdeki sermaye yapısının işletmelerin finansal performansını etkilediğini göstermiştir. Araştırmaya göre, şirketler uzun vadeli borçlara kıyasla kısa vadeli borçlara yönelmektedir. Bu çalışmadaki finansal ölçütler, sermaye yapısının finansal kaldıraç ile arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bu, Gana'daki yüksek kârlı şirketlerin borç finansmanına değil, özkaynağa çok bağlı olduğunu göstermektedir. Bu durum, şirketlerin projelerini önce iç finansmanla finanse ettikleri finansal hiyerarşi teorisi önerisine daha uygundur.

Çalışmamızda, yapılan literatür çalışmalarına dayanarak uygulama modeli oluşturulmuştur. Malavi Borsası'nda işlem gören şirketlerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur:

$H_0$ = Sermaye yapısı ile şirketlerin finansal performansı (ROA) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki yoktur.

$H_1$ = Sermaye yapısı ile şirketlerin finansal performansı (ROA) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

$H_0$ = Sermaye yapısı ile şirketlerin finansal performans (EPS) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki yoktur.

$H_1$ = Sermaye yapısı ile şirketlerin finansal performansı (EPS) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

$H_0$ = Sermaye yapısı ile şirketlerin finansal performans (Tobin Q) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki yoktur.

$H_1$ = Sermaye yapısı ile şirketlerin finansal performansı (Tobin Q) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

### **3.3.Araştırmanın Yöntemi**

Çalışmada, Malavi Borsası'nda işlem gören şirketlerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasındaki etkiler incelenmiştir.

#### **3.3.1. Veri Kaynakları ve Örneklem**

Sermaye yapısı ile işletmelerin finansal performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek için, Malavi Borsası'nda işlem gören şirketlerin ikincil verileri kullanılmıştır. Çalışmada, 2012–2017 yılları arasında borsada faaliyet gösteren 8 şirket örneklem seçilmiştir. Analiz kapsamına alınan şirketler şunlardır;

1. NICO Holdings
2. ILLOVO Sugar Malawi
3. Press Corporation Limited plc
4. National Bank of Malawi plc
5. Sunbird Tourism
6. New Building society
7. TNM Malawi ltd
8. National Investment Trust (NIT)

Eksik finansal veriye sahip şirketler uygulamadan çıkarılmıştır. Üç şirket bu dönem borsada işlem görmesine rağmen, şirketlerin belirtilen yılların finansal raporuna ulaşamamıştır.

Şirketin Adı	Yıl
1. Blantyre Hotels	(2015, 2106)
2. Standard Bankplc	(2012, 2013, 2014, 2015)
3. MPICO	(2012, 2013, 2014, 2015)

Çalışmada kullanılan denetlenmiş yıllık raporlar, hem şirketin web sitelerinden hem de African Financials web sitesinden elde edilmiştir. Şirketlerin kapsamlı gelir tablolarını (kar-zarar tablosu) ve finansal durum tablolarını (bilanço) inceledikten sonra finansal oranlar hesaplanmıştır. Bunlar, aktif karlılığı, hisse başına kazanç, tobin q, borç oranı ve borç-özsermaye orandır. Sonuçta, 48 gözlemlenmiş bir örneklem elde edilmiştir.

### **3.3.2. Araştırmanın Değişkenleri**

Çalışmada, Malavi Borsasında listelenen şirketlerin sermaye yapısı ile finansal performans üzerine etkiler incelenmiştir. Bunu gerçekleştirmek için iki değişken oluşturulmuştur. İşletmelerin sermaye yapısı bağımsız değişken olarak oluşturulmuşken, finansal performans ise bağımlı değişken olarak sayılmaktadır. Bağımsız değişken borç oranı ve borç-özsermaye oranı ile ölçülmüştür. Diğer yandan, hesaplanmış aktif karlılığı oranı, hisse başına kazanç ve Tobin Q, bağımlı değişken temsil etmiştir. Kullandığımız değişkenler, literatür inceledikten sonra oluşturulmuştur (E. Ayunk, 2015).

### **3.3.3. Araştırmanın Yöntemi ve Model**

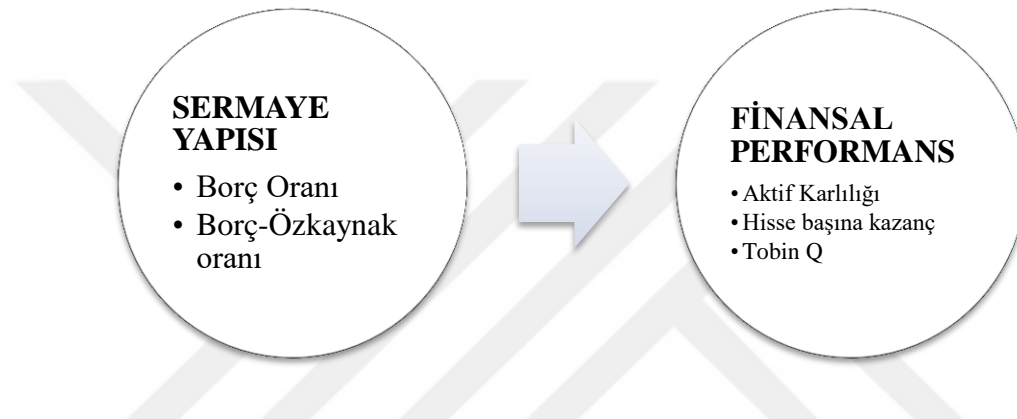
Çalışmada, verilerin analiz edilmesi için SPSS programı kullanılmıştır. SPSS programı kullanılırken, tanımlayıcı istatistikler, regresyon analizi ve korelasyon analizi olmak üzere üç analiz tekniği uygulanmıştır.

Oluşturulduğumuz hipotezin test edebilmesi için çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. Regresyon modelinde p-değeri % 5'ten yüksek ise sıfır hipotezin kabul edilmesi gerekir. Açıklamada, bağımlı değişkenler ve bağımsız değişkenler arasında anlamlı ilişki yoktur. Ancak, modelin p-değeri % 5'ten az olduğunda, sıfır hipotezi red edilmelidir. Başka bir ifade ile, modelin bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı ilişki bulunmaktadır.

Katsayı korelasyonu (r), iki değişkenin birbiriyle ilişkilendirilme derecesini göstermektedir (statistics.laerd). Korelasyon analizi ayrıca iki değişken arasındaki ilişkilerin doğasını da belirler.  $0 \leq r \leq 0,49$  ise korelasyon zayıftır;  $0,5 \leq r \leq 0,99$  ise korelasyon güçlü; ve  $r = 1$  ise ilişki mükemmel anlamına gelmektedir.

Çalışmamızın kapsamında, işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performans üzerine etkilerin kavramsal çerçevesi şekil 2’de gösterilmektedir.

Şekil 2: Sermaye Yapısı ve Finansal Performansın Kavramsal Çerçevesi



Aynı şekilde, Matematiksel olarak sermaye yapısı ve finansal performans arasındaki ilişki şu şekilde ifade edilebilmektedir:

$$\text{Finansal Performansı (FP)} = f(\text{Borç Oranı, Borç-Özsermaye})$$

Sonuçta, çalışmamızın amacı ve kapsamı çerçevesinde işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasında ilişkisi belirlemek için 3 regresyon modeli oluşturulmuştur.

Model 1: Bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler

$$\text{Aktif karlılığı (AKO)} = \beta_0 + \beta_1(\text{BO}) + \beta_2(\text{BÖ}) + \mu \dots \dots \dots ii$$

$$\text{Hisse başına kazanç (HBO)} = \beta_0 + \beta_1(\text{BO}) + \beta_2(\text{BÖ}) + \mu \dots \dots iii$$

$$\text{Tobin Q} = \beta_0 + \beta_1(\text{BO}) + \beta_2(\text{BÖ}) + \mu \dots \dots \dots iv$$

Model’de;  $\beta_0$  = Sabit  $\beta_1, \beta_2$  = Katsayılarıdır ;  $\mu$  = Rastgele hata

Borç Oranı (BO’dir) ; Borç-özsermaye oranı (BÖ’dir)

Ayrıca, regresyon modellerinde, şirketlerin büyüklüğü kontrol değişkeni olarak eklenmiştir.

### **3.4.Araştırmanın Analizi**

Çalışmada kullanılan veri seti, regresyon modellerinde çıkan sonuçların güvenilirliği test edebilmesi için normallik, eş varyanslık ve çoklu doğrusal bağlantı testleri yapılmıştır.

#### **3.4.1. Normallik Testi**

Regresyon sonuçlarının geçerli olmasını sağlamak için, regresyon kalıntıları normal bir dağılım izlemelidir. Kalıntılar, bağımlı değişkenlerin gözlenen değeri ile öngörülen değer arasındaki hata terimlerini veya farklılıkları ifade etmektedir (statisticssolutions).

Kalıntıların normal dağılımı, normal öngörülen olasılık (P-P) grafiğinin incelenmesi ile belirlenmektedir. Veri seti, standartlaştırılmış kalıntıların normal P-P grafiğinin tamamen çizgi üzerinde olmamasına rağmen yakın noktalara sahip olduğu belirlenmiştir. Kalıntıların normal olarak dağıtıldığı bulunmuştur. Bu durum, ekte bulunan tablo 13, 15 ve 19'de göstermiştir.

#### **3.4.2. Eş Varyanslık**

Eş varyanslık, çoklu regresyon modellerinin sonuçlarının geçerliliğini belirlemek için de kullanılmaktadır. Verilerin, rastgele dağıtılmış veriler olması gerekmektedir. Test sonuçlarına dayanarak, çalışmamızın veri seti rastgele dağıtılmış durumdadır. Çalışmamızın sonunda ekler bölümündeki tablo 14, 16 ve 18'de gösterilmiştir.

#### **3.4.3. Çoklu Doğrusal Bağlantı**

Değişkenlerin birbirleri ile yüksek derecede korelasyonu olup olmadığını test etmek için çoklu doğrusallık bağlantı testleri kullanılmaktadır. Çoklu doğrusallık varsa, regresyon modeli, sonuç değişkenindeki varyansı doğru öngörücü değişkenle ilişkilendirmektedir. Sonuç olarak, regresyon modelinin sonucu geçerli olmamasına neden olacaktır.

Çalışmada çoklu doğrusallığı ölçmek için varyans enflasyon faktörü (VIF) değerlerine dikkat edilmiştir. Varyans enflasyon faktörü değerlerinin 10'un altında olması gerekmektedir. Ancak değerler 5'in altında olduğunda, en iyi sonucu göstermektedir. Başka bir ifade ile, oluşturulmuş regresyon modellerinde çoklu doğrusallık bağlantı yoktur anlamına gelecektir.

Veri seti, çoklu doğrusallık varsayımına uyup uymadığını tespit etmesi için yapılan testler, çoklu doğrusallığın bir problem olmadığını göstermektedir. Başka bir ifade ile, değişkenler arasında bir çoklu doğrusallık bulunmamaktadır. (Ekler-Tablo 1)

Yapılan testler, topladığımız veri setinin kullanımının, regresyon analizi için uygun olduğu göstermiştir. Ayrıca, analizden elde edilen sonucun geçerli olduğu belirlenmiştir.

### 3.5.Çalışmanın Bulguları

Çalışmanın bulguları kısmında tanımlayıcı istatistikler, korelasyon analizi ve çoklu regresyon analizini sonuçları sunulmuştur.

#### 3.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler

İşletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansları arasında ilişkinin araştırılması amacıyla yapılan analizde kullanılan 8 şirketin, 2012-2017 yıllarına ait 6 yıllık verilerinin istatistik bilgileri Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2: Değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri

Tanımlayıcı İstatistikler						
	N					
	Gözlem	Minimum	Maximum	Ortalama	Std. Sapma	Standart Varyans
Aktif Karlılığı Oranı	48	-.0500	.4162	.084444	.0133525	.0925091
Hisse Başına Kar	48	-7.93	199.00	17.7310	4.82604	33.43576
TobinQ	48	.620	4.050	1.23687	.100799	.698354
Borç Oranı	48	.0085	.9215	.611952	.0390877	.2708078
Borç/Ösermaye Oranı	48	.0086	4.2500	.848885	.1568555	1.0867267
Şirketin Büyüklülüğü	48	9.53	11.76	10.8437	.08422	.58352
Valid N (listwise)	48					

Çalışmada kullanılmış olan bağımlı ve bağımsız değişkenleri tanımlayıcı istatistik sonuçları tablo 2’de sunulmuştur. Tablodan görüldüğü gibi, Malavi Menkul Kıymetler Borsası’nda 2012-2017 yılları arasındaki veriler kullanılarak, işletmelerin ortalama aktif kârlılığı % 8,44 olarak tespit edilmiştir. Bununla birlikte, diğer bağımlı değişkenleri olan hisse başına kâr ortalaması 17,73’tür. Tobin Q ortalaması ise, 1,24 olarak bulunmuştur. Tobin Q oranı 1’in üzerinde olduğunda, şirketler hisse senedi yatırımcıları için tercih edilebilir anlamına gelmektedir. Ayrıca Tobin Q oranının 1’den büyük olduğunda, Malavi Borsasında listelenen şirketlerin rekabet gücünün de yüksek olduğunu göstermektedir.

Bağımsız değişkenlerin ise, borç oranı ve borç-özsermaye oranı ortalaması sırasıyla % 61,2 ve % 84,89’dır. Bu, borsadaki şirketlerin ne ölçüde kaldıraç kullandığını göstermiştir. Borç oranına göre, işletmelerin toplam varlıklarının % 61,2 borç ile finanse edildiği anlamına gelmektedir. Ayrıca, borç-özsermaye oranı % 84,89’dur. Bu oran, işletmelerin varlıklarının % 84,89 özsermaye ile finanse edilerek, % 15,11 borç kullandığını göstermektedir.

### **3.5.2. Çoklu Regresyon Analizi**

Çalışmada, Malavi Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performans arasındaki ilişki incelenmektedir. Çalışmamızın amaçlarına ulaşmak için bağımlı değişken, bağımsız değişken ve kontrol değişkeni bulunan çoklu regresyon modeli oluşturulmuştur. İşletmelerin sermaye yapısı borç oranı ve borç-özsermaye oranı ile ölçülmüştür. Finansal performans ise, aktif karlılığı, hisse başına kâr ve Tobin Q ölçütleri kullanılarak ölçülmüştür.

#### **3.5.2.1. Aktif Karlılığı ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki**

Çalışmamızda oluşturulan hipotezlerin test edilmesi için üç çoklu regresyon model kullanmıştır. Analiz kapsamında oluşturulan birinci model çoklu doğrusal regresyon analizi sonuçları Tablo 3, 4 ve 5’te gösterilmektedir.

Tablo 3: Aktif Karlılığı ile borç oran ve borç-özsermaye için regresyon katsayısı

Katsayılar <sup>a</sup>
-------------------------

Model	Katsayılar	Std. Sapma	Beta	t	Anlamlılık		
						Tolerans değeri	IF
(Sabit)	.364	.220		.655	.105		
Borç Oranı	-.210	.048	-.614	4.369	.000	.703	.422
Borç/Ösermaye Oranı	.007	.012	.079	.577	.567	.739	.353
Şirketin Büyüklülüğü	-.014	.021	-.091	.684	.498	.780	.282
a. Bağımlı değişken: Aktif Karlılığı Oranı							

Tablo 3'te bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki gösterilmektedir. Tabloya göre aktif karlılığı ile borç oranı arasında negatif bir ilişki olduğu görülmektedir. Ancak, aktif karlılığı ve borç-özsermaye arasındaki ilişki pozitif olarak tespit edilmiştir. Bu durum, firmaların finansal ve faaliyet kaldıraç kullanımına yıllık olarak aktif karlılığında % 21 oranında negatif bir etki meydana getirmekte yine kaldıraç kullanımı, firmaya % 0,7 oranında pozitif etki getirmektedir.

Tablo 4: Aktif karlılığı ile sermaye yapısı için korelasyon katsayısı

Model Özeti <sup>b</sup>					
Model	R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Sapma	Durbin-Watson
1	.623 <sup>a</sup>	.388	.347	.0747795	.873

a. Bağımsız değişken: (Sabit), Şirketin Büyüklülüğü, Borç/Ösermaye Oranı, Borç Oranı

b. Bağımlı değişken: Aktif Karlılığı Oranı

Tablo 4, regresyon modeli ile alakalı R<sup>2</sup> değerini göstermektedir. R<sup>2</sup> değeri, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklanan varyans miktarını göstermektedir. R<sup>2</sup> değeri 0 ile 1 arasında olmalıdır. Değer 1'e yakınsa bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler iyi açıklandığı anlamına gelmektedir. Ancak, değer 0'a daha yakın ise, bağımlı değişkenler iyi açıklanamamaktadır sonucunu vermektedir.

Çalışmamızda R<sup>2</sup> 0,388 bulunmuştur. Bu, aktif karlılığındaki değişikliklerin % 39'nun, borç ve borç-özsermaye oranlarındaki değişimlerden kaynaklandığı sonucunu göstermektedir. Kalan % 61 ise, işletmelerin büyüklülüğü gibi diğer faktörlere bağlanmaktadır.

Tablo 5: Aktif karlılığı ile sermaye yapısı için anova test sonuçları

ANOVA <sup>a</sup>						
Model	Kare Toplamı	df	Ortalama Toplam	F	Anlamlılık	
1	Regresyon	.156	3	.052	9.310	.000 <sup>b</sup>
	Residual	.246	44	.006		
	Toplam	.402	47			

a. Bağımlı değişken: Aktif Karlılığı Oranı

b. Bağımsız değişken: (Sabit), Şirketin Büyüklüğü, Borç/Ösermaye Oranı, Borç Oranı

Tablo 5'te anova sonuçları verilmektedir. Anlamlılık değerine bakarak bağımlı değişkenler ve bağımsız değişkenler arasındaki anlamlı veya anlamsız ilişki olup olmadığı yorumlanmaktadır. Oluşturulan sıfır hipotezin kabul edilmesi için, p-değerinin % 5'ten fazla olması gerekmektedir. Ancak, p-değeri %5'ten az ise, sıfır hipotezinin reddedilmesine neden olacaktır.

Birinci model incelendiğinde, p-değeri %5'ten az olduğu için sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu, Malavi Borsası'nda işlem gören şirketlerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğu anlamına gelmektedir.

### 3.5.2.2.Hisse başına Kar ile Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki

Çalışmamızın ikinci oluşturulan model çoklu doğrusal regresyon analiz sonuçları tablo 6, 7 ve 6'da sunulmuştur.

Tablo 6: Hisse başına kazanç ile sermaye yapısı için katsayısı

Katsayılar <sup>a</sup>								
Model		Katsayılar	Std. Sapma	Beta	t	Anlamlılık		
							Tolerans değeri	VIF
1	(Sabit)	-384.356	77.251		-4.97	.000		
	Borç Oranı	2.041	16.863	.017	.121	.904	.703	1.422
	Borç/Ösermaye Oranı	-13.866	4.098	-.451	-3.38	.002	.739	1.353
	Şirketin Büyüklüğü	38.051	7.429	.664	5.12	.000	.780	1.282

a. Bağımlı değişken: Hisse Başına Kazanç (MK)

Tablo 6'da bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki bulunmaktadır. Başka bir ifade ile, hisse başına kar ve işletmelerin sermaye yapısı arasındaki etki gösterilmektedir. Borç oran yükseldiği zaman, borsadaki şirketleri finansal performansı değişmektedir.

Aktif karlılığı ile borç oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Aksine, aktif karlılık ve borç-özsermaye arasındaki negatif bir ilişki bulunmuştur. Malavi Borsası'nda 2012-2017 yılları arasında, işletmelerin borçlanma seviyelerindeki kaldıraç kullanımıdaki artış ise, yıllık olarak hisse başına kar 2,04 birim yükselerek, borç-özsermaye oranı her yükseldiğinde hisse başına karın 13 birim azaltmasına neden olacaktır.

Tablo 7: Hisse Başına Kar ile Sermaye Yapısı İçin Korelasyon Katsayısı

Model	Model Özeti <sup>b</sup>				
	R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Sapma	Durbin-Watson
1	.650 <sup>a</sup>	.423	.384	26.25171	1.971

a. Bağımsız değişken: (Sabit), Şirketin Büyüklüğü, Borç/Özsermaye Oranı, Borç Oranı

b. Bağımlı değişken: Hisse Başına Kazanç (MK)

Tablo 4'te, R<sup>2</sup> 0,423 olarak bulunmuştur. Bu, hisse başına kardaki değişikliklerin % 42'sinin, borç ve borç-özsermaye oranlarındaki değişimlerden kaynaklandığını göstermektedir. Diğer % 58 ise, işletmelerin büyüklüğü gibi diğer faktörlere bağlanmaktadır.

Tablo 8: Hisse Başına Kar İle Sermaye Yapısı İçin Anova Test Sonuçları

ANOVA <sup>a</sup>					
Model	Kareler Toplam	df	Kareler Toplam	F	Anlamlılık
Regresyon	22220.973	3	7406.991	10.748	.000 <sup>b</sup>
Residual	30322.690	44	689.152		
Toplam	52543.663	47			

a. Bağımlı değişken: Hisse Başına Kazanç (MK)

b. Bağımsız değişken: (Sabit), Şirketin Büyüklüğü, Borç/Özsermaye Oranı, Borç Oranı

Tablo 8'de Anova sonuçlarına göre, bağımlı değişkenler ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki gösterilmektedir. Oluşturulan çoklu regresyon model, p-değeri % 5'ten az olduğu için sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu, hisse başına kar ve sermaye yapısı ölçütleri arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

### 3.5.2.3. Tobin Q ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki

Tablo 9'da, Tobin Q ile sermaye yapısı ölçütleri arasında çoklu regresyon analiz sonuçları verilmiştir.

Tablo 9: Tobin Q ile sermaye yapısı için katsayısı

Katsayılar <sup>a</sup>							
Model	Katsayı	Std. Sapma	Beta	t	Anlamlılık	Tolerans değeri	VIF
Borç Oranı	-2.063	.341	.800	-6.048	.000	.703	1.422
Borç/Ösermaye Oranı	.128	.083	.199	1.542	.130	.739	1.353
Şirketin Büyüklülüğü	.356	.150	.297	2.368	.022	.780	1.282

a. Dependent Variable: TobinQ

Tobin Q model sonuçlarına göre, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında ilişki bulunmaktadır. Ancak, Tobin Q ve borç oranı arasında negatif bir ilişki varken, Tobin Q ile borç-özsermaye oranı arasında bir pozitif ilişki tespit edilmiştir. Bu, Malavi Borsası'nda işlem gören şirketlerin borç oranını arttırmakta ve firmanın değerine olumsuz bir şekilde etki etmektedir.

Tablo 10: Tobin Q Oranı İle Sermaye Yapısı İçin Korelasyon Katsayısı

Model Özeti <sup>b</sup>					
Model	R	R <sup>2</sup>	Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	Std. Sapma	Durbin-Watson
1	.677 <sup>a</sup>	.459	.422	.5310	1.045

a. Bağımsız değişken: (Sabit), Şirketin Büyüklülüğü, Borç/Ösermaye Oranı, Borç Oranı

b. Bağımlı değişken: TobinQ

Model 10'da, R<sup>2</sup> değeri 0,50 olarak bulunmuştur. Bu, bağımsız değişkenlerin Tobin Q oranını anlamlı düzeyde açıkladığı anlamına gelmektedir. İstatistiklere göre, Tobin Q değişiklikleri % 50 borç oranı ve borç-özsermaye oranlarındaki değişimlerden kaynaklanmaktadır.

Tablo 11: Tobin Q Oranı İle Sermaye Yapısı İçin Anova Test Sonuçları

ANOVA <sup>a</sup>						
Model	Kareler toplamı	df	Kareler ortalama	F	Anlamlılık	
1	Regresyon	10.513	3	3.504	12.425	.000 <sup>b</sup>
	Residual	12.409	44	.282		
	Toplam	22.922	47			

a. Bağımlı değişken: TobinQ

b. Bağımsız değişken: (Sabit), Şirketin Büyüklüğü, Borç/Ösermaye Oranı, Borç Oranı

Regresyon model % 5'ten anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Bu, sıfır hipotezinin reddedilmesi ve alternatif hipotezin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Malavi Borsası'nda şirketlerin sermaye yapısı ve finansal performans arasında ilişki vardır.

Durbin Watson değeri, 0 ile 4 arasındadır. Bu değer, değişkenler arasındaki otokorelasyonu test etmektedir. Durbin Watson değeri 2 olduğunda, otokorelasyon olmadığını göstermektedir. Ancak, değer 1'den küçük olduğunda, pozitif ilişkili oldukları belirlenmektedir. Model özeti tablolarında, Durbin Watson değeri sırasıyla 0,83, 1,97 ve 1,05 olduğu görülmektedir. Sonuçlara göre, birinci model değeri 0'dan az bulunmuştur. Bu modelin otokorelasyonunda sorun olduğunu göstermektedir. Buna rağmen, varyans enflasyon faktörü değeri, üç model için 5,0'in altında bulunmuştur. Araştırmada kullandığımız verilerin çoklu doğrusallık bağlantı problemi olmadığı göstermektedir. Ayrıca, yapılan normallik ve eş varyanslık testlerinin sonuçları, çoklu regresyon güvenilirliğini tespit etmiştir. Genel olarak, regresyon analiz sonuçları, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Başka bir ifade ile, Malavi Borsası'nda işletmelerin sermaye yapısının finansal performansı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

### 3.6.Korelasyon Analizi

Çalışmada, değişkenler arasında nasıl bir ilişki olduğunu göstermek için korelasyon analizi kullanılmıştır. Değişkenler arasında diğer etkileyen faktörleri çıkarmak için, şirket büyüklüğü kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Yapılan korelasyon analiz sonuçları Tablo 12'de gösterilmiştir.

Tablo 12: Değişkenler Arasındaki Korelasyon Analiz Sonuçları

Korelasyon							
Kontrol değişken			Aktif Karlılığı Oranı	Hisse Başına Kazanç (MK)	TobinQ	Borç Oranı	Borç/Ösermaye Oranı
Şirketin Büyüklüğü	Aktif Karlılığı Oranı	Korelasyon	1.000	.203	.469	-.558	-.143
		Anlamlılık (2-tailed)		.170	.001	.000	.338
		df	0	45	45	45	45

	Hisse Başına Kazanç (MK)	Korelasyon	.203	1.000	-.101	-.164	-.477
		Anlamlılık (2-tailed)	.170	.	.499	.270	.001
		df	45	0	45	45	45
	TobinQ	Korelasyon	.469	-.101	1.000	-.655	-.087
		Anlamlılık (2-tailed)	.001	.499	.	.000	.560
		df	45	45	0	45	45
	Borç Oranı	Korelasyon	-.558	-.164	-.655	1.000	.375
		Anlamlılık (2-tailed)	.000	.270	.000	.	.009
		df	45	45	45	0	45
	Borç/Ösermaye Oranı	Korelasyon	-.143	-.477	-.087	.375	1.000
		Anlamlılık (2-tailed)	.338	.001	.560	.009	.
		df	45	45	45	45	0

Korelasyon değeri, -1 ve +1 arasındadır. Çalışmada, pearson korelasyonu kullanılmıştır. P-değeri olduğunda, değişkenler arasında ilişkili olduğunu anlamına gelmektedir.

Tobin Q ve aktif karlılık arasındaki korelasyon değeri (r) +0,47 olarak bulunmuştur. Bu, Tobin Q ve aktif karlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Malavi Borsası'nda 2012-2017 yılları arasında, işletmelerin Tobin Q yükseldiği zaman aktif karlılığı da yükselmektedir. Ancak, korelasyon değer 0,5'ten altında olduğunda, iki değişkenlerin arasındaki ilişki zayıf olduğunu göstermektedir.

Korelasyon analiz sonuçları incelendiğinde borç oranı değişkeni ile aktif karlılığı ve Tobin Q değişkenleri arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu, değişkenlerin arasında ters bir hareket olduğunu ifade etmektedir. Başka bir ifade ile, borç oranı artmışsa, aynı miktarda işletmelerin aktif karlılık ve Tobin Q değeri azaltmaktadır. Korelasyon değeri (r) borç oranı değişken ve aktif karlılık arasında -0,56 görülmekte iken borç oranı ve Tobin Q -0,66 olarak bulunmuştur. Değişkenler arasında güçlü bir ilişkiden bahsetmek mümkündür.

Ayrıca, borç-özsermaye ile hisse başına kar ve borç oranı anlamlı bir ilişki göstermiştir. Borç-özsermaye ile hisse başına kar değişkeni arasında negatif bir ilişki olduğu görülmekte iken, borç-özsermaye ile borç oranı pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Malavi Borsası'nda 2012-2017 yılları arasında, işletmeler kaldıraç artışı yaparken, işletmelerin hisse başına karları azalmıştır. Korelasyon değeri -0,48, 0,5'ten altında olduğu için, değişkenler arasındaki ilişki zayıf anlamına gelmektedir.



## SONUÇ

Çalışmada, Malavi Menkul Kıymetler Borsasında, 2012-2017 yılları arasında işlem gören işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişki incelemiştir. Sermaye yapısı işletmenin finansmanı ile ilgilidir. Bir işletme, ya sahip ve ortaklarınca sağlanan fon ile ya da borç ihraç ederek fon temin etmektedir. Finansman kararları önemlidir çünkü bir işletmenin finansal performansını etkilemektedir.

Bu çalışmanın temel amacı Malavi Borsasında faaliyet gösteren 8 işletmenin sermaye yapısı ile finansal performansı arasında bir anlamlı ilişki olup olmadığını incelemektir. Çalışmada, şirketlerin web sitelerinden ve “African Financials” web sitesinden elde edilen ikincil veriler kullanılmıştır. Toplanan 8 şirketin yıllık finansal raporları incelendikten sonra 2012-2017 yılları arasında işletmelerin finansal performansı ve sermaye yapısı ölçütleri olarak; aktif kârlılığı, brüt kâr, net kâr, borç oranı ve borç-öz kaynak oranları hesaplanmıştır. Elde edilen veriler çoklu regresyon analiz yöntemi ile SPSS paket programı kullanılarak analiz edilmiştir.

Borç oranı açısından hem işletmelerin aktif kârlılığı hem de Tobin Q arasında anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir. Çoklu regresyon modeline göre, işletmelerin kaldıraç kullanımında borsada listelenen işletmelerin finansal performansı olumsuz etki göstermiştir. Borç oranı, her bir birim artış olduğunda, işletmelerin aktif kârlılığını % 21 azaltarak, finansal performansı (Tobin Q) ise, 2,06 birimi azaltmıştır.

Korelasyon analiz sonuçları ise, borç oranı ile finansal performans (aktif kârlılığı, Tobin Q) arasındaki ilişki güçlü ve negatif olarak belirlenmiştir. Bu, çoklu regresyon sonuçları gibi, Malavi Borsasında faaliyet gösteren işletmelerin kaldıraç kullanımına ve işletmelerin finansal performansına olumsuz etki yapmıştır. Ayrıca, borç-öz sermaye ile hisse başına kâr arasında negatif ve zayıf bir ilişki bulunmuştur. Şirketlerin kaldıraç kullanımında, işletmelerin hisse başına kâr da negatif etki getirmiştir.

Sonuç olarak, Malavi Menkul Kıymetler Borsasında, 2012-2017 yılları arasında, 8 şirket için elde edilen verileri kullanarak, istatistiksel olarak

işletmelerin sermaye yapısı ile finansal performansı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Bu durum, yöneticilerin, şirketlerde kaldıraç kullanım seviyesine dikkat etmesi gerektiğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle bu durum, Malavi Borsasında faaliyet gösteren şirketlerin borç kullanım oranları ne kadar yükselirse, şirketlerin finansal performansının da o derece olumsuz etkilendiğini göstermektedir.

Çalışmamız, Dada (2006), Rayan (2008), Cassar ve Holmes (2003), Rajan ve Zingales (1995) ve Ward (1999), çalışmasındaki bulguları desteklemektedir. Onların yapmış olduğu çalışma, kaldıraç ile işletmelerin değer arasındaki negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Bununla birlikte, Petersen ve Rajan (1994), Abor (2005) gibi diğer araştırmacılar, firmaların kaldıraç ile finansal performansı arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Champion (1999), şirketlerin daha fazla borç kullanmasının, işletmelerin finansal performansına olumlu bir şekilde etkisi olacağını idda etmiştir. Çünkü borç, yöneticileri iflastan kaçınmak için verimliliği arttırmaya motive edecektir.

## **Kaynakça**

Agarwal, Y. (2013). *Capital structure decisions: Evaluating risk and uncertainty*. Singapore: John Wiley and sons.

Arulvel, K., & Ajanthan, A. (2013, June). Capital structure and financial performance: a study of listed trading companies in sri lanka. *Academicia*, 3(6).

Arulvel, K., & Ajanthan, A. (2013, June). Capital structure and financial performance: a study of listed trading companies in sri kanka. *Academicia*, 3(6), 1-2.

Baker, H. K., & Martin, G. S. (2011). *Capital structure and corporate financing decisions*. New jersey: JohnWiley & Sons, Inc.

Bessler, W., Drobetz, W., & Kazemieh, R. (2011). Factors Affecting Capital. In H. K. Martin, *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice* (pp. 17-40). John Wiley & Sons, Inc.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Fundamentals of Financial Management*. Mason: Thomson South-Western.

Brusov, P., Filatova, T., Orehova, N., & Brusova, N. (2011, Jan 04). Weighted average cost of capital in the theory of Modigliani–Miller, modified for a finite lifetime company. *Applied Financial Economics*. doi:10.1080/09603107.2010.537635

Chatzinas, G., & Papadopoulos, S. (2018). Trade-off vs. pecking order theory: evidence from Greek firms in a period of debt crisis. *International Journal Banking, Accounting and Finance*, 9(2).

Conry, R. M., & Harris, R. S. (2011). Estimating Capital Costs: Practical Implementation of Theory's Insights. In K. H. Baker, & G. S. Martin, *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice* (pp. 191-210). John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2015). *Applied corporate finance*. NJ: John Wiley & Sons.

Dang, V. A. (n.d.). Testing capital structure theories using error correction models: Evidence from the UK, France and Germany.

Dharmendra, S. (2016). A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: An Empirical Study of Non-Financial Firms in Oman. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4), 1651.

Dr. Canbaş, S., Dr. Doğukanlı, H., Dr. Düzakın, H., & İskenderoğlu, Ö. (n.d.). Hisse senetleri İmkb.de işlem Gören sanayi İşletmeleri üzerinde Bir deneme.

- Drake, F. j. (2009). *Capital markets, financial management and Investment Management*. New Jersey: John wiley & Sons.
- E. Ayunku, N. J. (2019, November). An empirical analysis of effect of capital structure on firm performance: evidence from microfinance banks in nıgeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 7(9), 30-44.
- Eugene, F. B., & Houston, J. F. (2016). *Finansal yönetim temelleri (7th b.)*. (D. N. Aypek, Dü., & D. N. Aypek, Çev.) Ankara: Nobel Akademik.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. 15(1).
- Frydenberg, S. (2011). Capital Structure Theories and Empirical Tests: An Overview. In K. H. Baker, & G. S. Martin, *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice* (pp. 129-146). John Wiley & Sons, Inc.
- Gentry, R. J., & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of financial performance. *Journal of managerial issues*, 514-530.
- Ghaeli, M. R. (2016). Price-to-earnings ratio: A state-of-art review. *Accounting*, 131–136.
- Hasan, M., Ahsan, M. A., & Rahaman, M. (n.d.). Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh.
- Hassan, M. B., Ahsan, A. M., Rahamazan, M. A., & Alan, M. N. (2014). Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*.
- Igbinovia, Ph.d.,& ogbeide , Ph.D., D. O. (2019, June). Capital Structure and Firm Value of Selected Quoted Manufacturing Firms in Nigeria. *Dutse journal of economics and development studies (dujeds)* , 7(2).
- Johnny, N., & Ayunku, P. E. (2019, November). An emperical analysis of effects of capital structure on firm performance: Evidence from Microfinance Banks in Nigeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 7(9), 30-40.
- Joshua, A. (2005). The effect of capital structures on profitability: An emperical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438. doi:10.1108/15265940510633505

- Kahuria, C. W., & Waweru, G. (2015). Does capital structure matter? Effects on profitability of firms listed at the Nairobi securities exchange. *Journal of Business, Economics & Finance*, 4(3), 316-330. Doi:10.17261/Pressacademia.2105313055
- Kannadhassan, M., Thakur, B. P., Gupta, C., & Charan, P. (2018). Testing capital structure theories using error correction models: Evidence from China, India and South Africa. *cogent Economics & Finance*.
- Karaman, R. (2009). İşletmelerde performans ölçümünün önemi ve modern bir performans ölçme aracı olarak balanced scorecard. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*. Retrieved August 20, 2020, from <https://dergipark.org.tr/pub/susead/issue/28423/302697>
- Kenton, W. (2020). Investopedia. Retrieved from Investopedia website: <https://www.investopedia.com/terms/f/financialperformance.asp>
- Kıracı, K., & Asker, V. (2018). Pazar katma değeri (mva) yöntemi ile performans analizi: havayolu şirketleri üzerine ampirik bir uygulama., (pp. 496-503). Hatay.
- Kwame, M., Samuel, M., & Emanuel, O. (2014). The Relationship between Capital Structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Management*, 9(6).
- La Rocca, M. (2011). Capital Structure and Corporate Strategy. In K. H. Baker , & G. S. Martin, *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice* (pp. 41-56). John Wiley & Sons, Inc.
- Leard Statistics. (n.d.). Retrieved from <https://statistics.laerd.com/spss-tutorials/multiple-regression-using-spss-statistics.php>.
- Lipunga, A. M. (2014). Determinants of profitability of listed commercial banks in developing countries: evidence from Malawi. 5(6).
- Majaga, B. B. (2015). the Dividend effect on stock price-an emperical analysis of Malawi listed companies.
- Miglo, A. (2016). *Capital structure in the modern world*. Switzerland: Springer International.
- Mireku, K., Mensah, S., & Ogoe, E. (2014). The Relationship between Capital Structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Management*, 9(6).
- Moghaddam, A. G., Kashkoueyeh, M. S., Talezadeh, M. m., Aala, M., pour, M. E., & Tehranypour, M. (2015, March). The Impact of Capital Structure on

Corporate Performance. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 149. doi:10.6007/IJARBS/v5-i3/1535

Ms. Rosario, S., & Dr Chavali, K. (2019, Jan-Mar ). Capital structure and its impact on profitability – a study of indian hotel. *International Journal of Business and Administration Research Review*, 6(1), 67-71.

Mulaga, A. N. (2013). Analysis of external financing use: A study of small and medium enterprises in Malawi. *International Journal of Business and Management*.

Muradoglu, Y. G., & Sivaprasad, S. (2011). Capital Structure and Returns. In K. H. Baker , & G. S. Martin, *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice* (pp. 75-89). John Wiley & Sons, Inc.

Myers, S. C. (1984, July). The capital structure puzzle. *The journal of finance*(3), 575.

Narendar, V. R., Khamis, H. M.-Y., & Lateef, A. S. (2007). Capital structure and financial performance: Evidence from Oman. *Indian Journal of Economics & Business*, 6(1), 1.

Nelson, J., & Peter, E. A. (2019). An empirical analysis of effect of capital structure on firm performance: evidence from microfinance banks in nigeria. *European Journal of accounting and finance research*, 30.

Rao, N. V., Al-Yahyee, K. H., & Syed, L. A. (2007). Capital structure and financial performance: Evidence from Oman. *Indian Journal of Economics & Business*, 6(1), 1-14.

Rosario, M., & Chavali, D. (2019, January-March). Capital structure and its impact on profitability: a study of indian hotel industry. *International Journal of Business and Administration Research*, 16(1).

Salehi, M., & Biglar, K. (2009, January). Study of the Relationship between Capital Structure Measures and Performance: Evidence from Iran. *International Journal of Business and Management*, 4(1).

Salehi, M., & Biglar, K. (2009, january). Study of the Relationship between Capital Structure Measures and Performance: Evidence from Iran. *International Journal of Business and Management*, 4(1), 99.

Sasso, L. (2013). *Capital Structure and corporate governance; The role of hybrid Financial Instruments* (Vol. 21). Netherlands, Netherlands: Kluwer Law International.

Segal T. (2020, March 14). investopedia. Retrieved May 23, 2020, from investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/cvr.asp>

Şenol , Z., & Ulutaş, A. (2018). Muhasebe Temelli Performans Ölçümleri ile Piyasa Temelli Performans Ölçümlerinin critic ve aras yöntemleriyle Değerlendirilmesi. Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 83 - 102.

statisticssolutions. (n.d.). Retrieved from <https://www.statisticssolutions.com/>

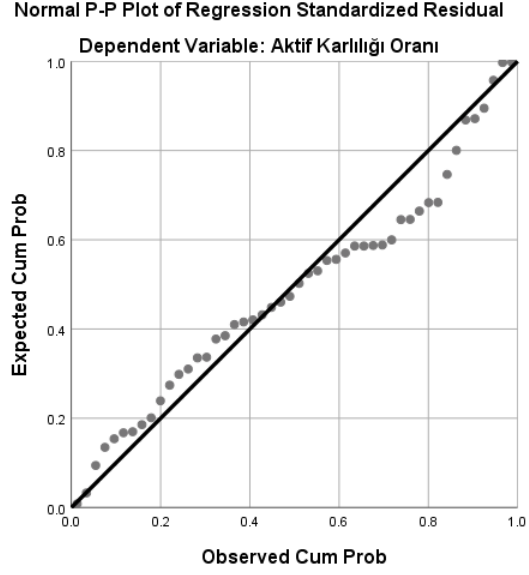
The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. (2009). The Journal of Risk Finance, 477-487.

Verma, E. (2020). Simplilearn. Retrieved from simplilearn website: <https://www.simplilearn.com/financial-performance-rar21-article>

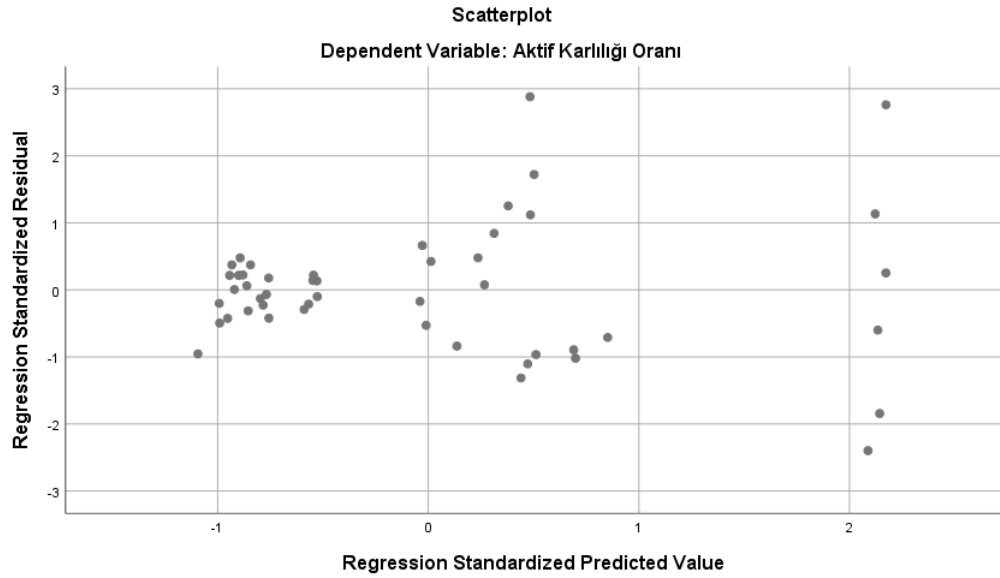


## Ekler

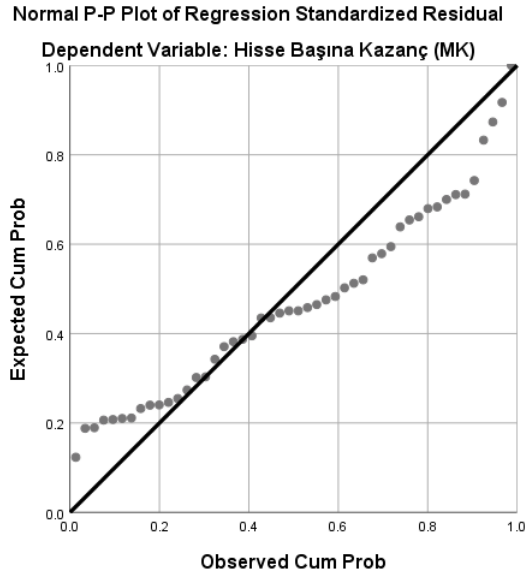
Tablo 13: Aktif Karlılık ile sermaye yapısı normallik test sonuçları



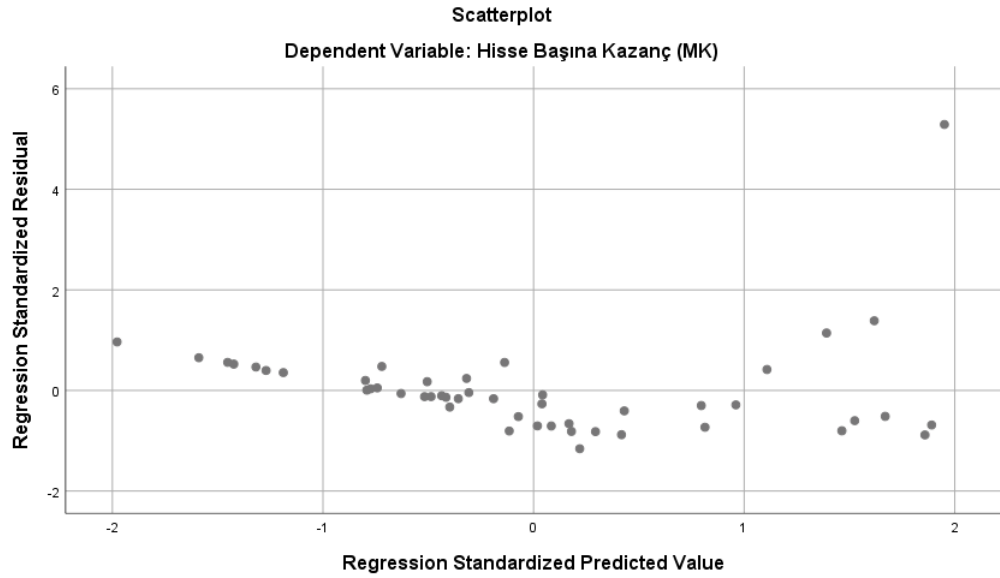
Tablo 14: Aktif karlılığı ile sermaye yapısı için eş varyanslık test



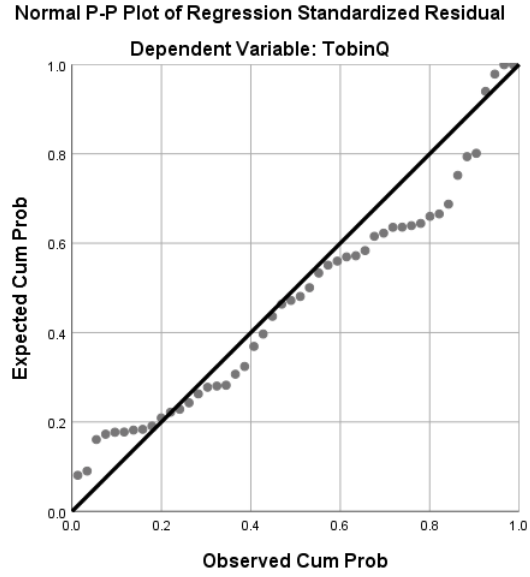
Tablo 15: Hisse başına ile sermaye yapısı için normallik test



Tablo 16: Hisse başına ile sermaye yapısı için eş varyanslık test



Tablo 17: Tobin Q oranı ile sermaye yapısı için normallik test



Tablo 18: Tobin Q oranı ile sermaye yapısı için eş varyanslık test

