

**FİRMA BORÇLANMA MALİYETLERİNİ ETKİLEYEN  
FAKTÖRLER: SEKTÖREL BİR YAKLAŞIM**

**Pamukkale Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Yüksek Lisans Tezi  
İşletme Anabilim Dalı  
Muhasebe ve Finansman Programı**

---

**Rihab MABROUK**

**Danışman: Prof. Dr Dündar KÖK**

**Haziran 2023**

**DENİZLİ**

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

İmza  
Rihab MABROUK

## ÖN SÖZ

Yüksek lisans tez çalışmamın başarılı bir şekilde tamamlanmasında emeği geçen herkese derin bir hürmet ve minnet duyuyorum. Bu yolculuk, herkesin birlikte çaba sarf ettiği ve bilginin, deneyimin ve ilerlemenin sürekli teşvik edildiği bir ortamda gerçekleşmiştir.

Yüksek lisans tezimin tamamlanmasında sürekli destek sağlayan danışmanım Prof. Dr Dündar KÖK'e derin şükranlarımı sunarım. Sabrı ve anlayışının yanı sıra bilgisi ve rehberliği ile bu süreçte bana yol gösterdi.

Bu akademik yolculukta her zaman yanımda olan, bana moral ve destek veren arkadaşlarıma teşekkür ederim. Onların desteği bu sürecin üstesinden gelmemi sağladı ve motivasyonumu artırdı.

Ve son olarak aileme sonsuz inançları, sevgileri ve destekleri için teşekkür etmek istiyorum. Onların sürekli varlığı ve desteği bu çalışmanın tamamlanmasında belirleyici bir rol oynadı. Bu başarı her birinizin katkısıyla mümkün olmuştur.

## ÖZET

### FİRMA BORÇLANMA MALİYETLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER: SEKTÖREL BİR YAKLAŞIM

MABROUK Rihab  
Yüksek Lisans Tezi  
İşletme ABD  
Muhasebe ve Finansman Programı  
Tez Yöneticisi: Prof. Dr Dündar KÖK

Haziran 2023, VIII+67 Sayfa

Borçlanma maliyeti, firmaların herhangi bir ihtiyacını karşılamak amacıyla firma içinden veya firma dışından sağlanan fonlar sebebiyle katlanmak zorunda olduğu kur farkı, faiz ve komisyon ve benzer ödemelerden kaynaklanan maliyetlerdir.

Bu çalışmada, sektörel bazda firmaların borçlanma maliyetlerini etkileyen faktörler ele alınmış ve bu kapsamda TCMB'nin sektör bilançolarından oluşturulan 2010-2020 dönemine ait 22 sektör verisi ile borçlanma maliyetini etkileceği düşünülen üretici fiyat endeksi, faiz ve kur olmak üzere üç makroekonomik veri dahilinde oluşturulan dinamik panel model sistem-GMM yöntemiyle analiz edilmiştir.

Ulaşılan sonuçlara göre, önceki dönem borçlanma maliyetin, borçlanmada teminat olarak kullanılan duran varlık büyüklüğü, borçların etkin ödenme göstergesi olan Borç Devir Hızı ve tahsilat etkinliği göstergesi olan Alacak Devir Hızı gibi sektör odaklı değişkenlerin yanı sıra üretici fiyat endeksi, faiz ve kurda meydana gelen değişiklikleri gibi makro ekonomik faktörlerin de borçlanma maliyetini çeşitli düzeylerde etkilediği tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Borçlanma, Borçlanma Maliyeti, Firmalarda Borçlanma, GMM

## ABSTRACT

### FACTORS AFFECTING FIRM BORROWING COSTS: A SECTORAL APPROACH

MABROUK Rihab  
Master's Thesis  
Business Administration Department  
Accounting and Finance Program  
Thesis Advisor: Prof. Dr Dündar KÖK

June 2023, VIII+67 Pages

**Borrowing cost is the payments such as exchange rate difference, interest and commission that companies have to bear due to the funds provided from inside or outside the company in order to meet any of their needs.**

**In this study, factors influencing the borrowing costs of companies at the sectoral level were examined. Within this scope, a dynamic panel model system was created using data from 22 sectors from the sectoral balance sheets of the Central Bank of the Republic of Turkey (TCMB) for the period 2010-2020. The analysis was conducted using the Generalized Method of Moments (GMM) with three macroeconomic variables believed to affect borrowing costs: producer price index, interest rate spread, and exchange rate.**

**According to the findings, it has been determined that the previous period's borrowing cost is influenced at various levels by sector-specific variables such as the size of fixed assets used as collateral in borrowing, the Debt Turnover Ratio as an effective indicator of debt repayment, and the Receivable Turnover Ratio as an indicator of collection efficiency. Additionally, it has been observed that changes in macroeconomic factors such as the producer price index, interest rate, and exchange rate also have an impact on borrowing costs at various levels.**

**Keywords:** Borrowing, Borrowing Cost, Borrowing in Firms, GMM

## İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ .....	i
ÖZET .....	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER .....	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	vi
TABLolar DİZİNİ .....	vii
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ .....	viii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM BORÇLANMA MALİYETİ KAVRAMI, VE BORÇLANMADA KULLANILAN ARAÇLAR

1.1. Borç ve Borçlanma Kavramı.....	3
1.2 Maliyet-Gider-Harcama İlişkisi .....	4
1.3. Firmaların Borçlanma Şekilleri.....	8
1.3.1. Kısa Süreli Finansman Kaynakları.....	9
1.3.2. Orta Süreli Finansman Kaynakları.....	10
1.3.3. Uzun Süreli Finansman Kaynakları .....	12
1.4. Borçlanmanın İşletmelere Olası Etkileri.....	12
1.5. Borçlanma Maliyeti Kavramı.....	14

### İKİNCİ BÖLÜM FİRMA BORÇLANMA MALİYETLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

2.1. Firmaların Borçlanma Maliyetlerini Etkileyen Faktörler .....	17
2.1.1. Faiz .....	17
2.1.2 Kur Farkı .....	19
2.1.3. Vade Farkı.....	20
2.1.4. Komisyon ve Masraf Karşılıkları.....	21
2.1.5. İskonto Giderleri .....	22
2.1.6. Vergiler .....	22
2.1.7. Sermaye Yapısı .....	23
2.1.7.1. Makro Ekonomik Değişkenlikler .....	25
2.1.7.2. Sektöre Has Değişkenler .....	26
2.1.7.3. Firmaya Has Değişkenler .....	27
2.2. Literatür Araştırması .....	30

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM BORÇLANMA MALİYETİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN SEKTÖREL VERİLERLE ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı .....	40
3.2. Araştırma Yöntemi.....	40
3.3. Veri Seti, Değişkenler ve Araştırma Modeli.....	43

3.4. Bulgular ve Tartışma.....	49
SONUÇ .....	58
KAYNAKLAR .....	61
ÖZ GEÇMİŞ .....	67

**ŞEKİLLER DİZİNİ**

Sayfa

Şekil 2.1. Firma Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler .....	24
---	----



**TABLÖLAR DİZİNİ**

Sayfa

Tablo 3.1. Araştırma Kapsamındaki Alt Sektörlerin Dağılımı .....	44
Tablo 3.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler .....	45
Tablo 3.3. Tanımsal İstatistikler .....	49
Tablo 3.4. Değişkenlere İlişkin Korelasyon Tablosu.....	50
Tablo 3.5. Levin, Lin,Chu Birim Kök Testi Sonuçları .....	51
Tablo 3.6. Dinamik Panel Veri Tahminleri (İki Aşamalı Sistem GMM) .....	52

**SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ**

<b>BSMV</b>	: Banka ve Sigorta Muamele Vergisi
<b>DPT</b>	: Devlet Planlama Teşkilatı
<b>G.V.K.</b>	: Gelir Vergisi Kanunu
<b>IAS</b>	: Uluslararası Muhasebe Standartları
<b>IASC</b>	: Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi
<b>K.V.K.</b>	: Kurumlar Vergisi Kanunu
<b>KOBİ</b>	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
<b>MB</b>	: Maliye Bakanlığı
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kanunu
<b>T.T.K.</b>	: Türk Ticaret Kanunu
<b>TMS</b>	: Türkiye Muhasebe Standartları
<b>TMSK</b>	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
<b>UMS</b>	: Uluslararası Muhasebe Standartları
<b>V.U.K.</b>	: Vergi Usul Kanunu
<b>VDMK</b>	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

## GİRİŞ

Günümüzün ekonomik konjonktüründe firmalar öz kaynaklarının yetersiz olması nedeni ile finansman sıkıntısı yaşayarak nakit akışlarını etkileyen olumsuz durumlarla sık karşı karşıya gelmektedir. Bu durumda meydana gelen nakit ihtiyaçlarına karşı Türk Lirası ya da döviz cinsinden borçlanarak çözüm üreten firmalar, mevcut borçları karşılığında faiz ve benzeri isimler adı altında bedeller ödemek zorunda kalmaktadır (Cengiz, 1999).

Firmalarda finansman çok önemli bir fonksiyondur. Finansman gideri dar anlamıyla ihtiyaç duyulan belirli miktardaki nakdin kullanılmasıdır. Geniş anlamıyla ise kredi ya da borç para alımı, kredi alımı ve ortaya çıkan yükümlülüklerin geri ödenmesi gibi masrafları kapsamaktadır. Firmanın piyasa değerini en yüksek seviyeye çıkarmak için fon temin edilmesi ve bu fonların nasıl kullanılacağına planlanması anlamına da gelen finansman olgusu, yalnızca para ya da fon anlamında değerlendirilmemelidir. Fon içerisinde yer alan, gerektiğinde nakit yerine kullanılabilir ya da nakde çevrilebilen varlıklar da finansman kaynağı olarak değerlendirilebilir. Finansal yönetimde kaynakların nerede kullanıldığı, nasıl sağlandığı kadar büyük öneme sahiptir. Ayrıca gerekenden fazla fon bulundurma maliyetli olduğu kadar gerekenden az fon bulundurma da maliyetli olduğu bilinmelidir. Burada önemli nokta fonların dengeli kullanımudur. Finansman fonksiyonu, firmanın bir denge çerçevesinde gelişebilmesi, büyümesi, sürdürülebilirlik kazanması ve firma hedeflerine uyan kararların alınmasında etkili faktörlerdendir. Genel anlamıyla firmanın kuruluş amacına paralel olarak faaliyetlerin geliştirilip sürdürülmesi, fon varlığına bağlıdır. Bu fonlar, firma bünyesinde yer alması, harcanması ve yönetimine özen gösterilmesi halinde firmanın gelişimine yüksek katkı sağlayacaktır (MacMenamin, 1999).

Firmalar kuruluş amaçlarına uygun biçimde hareket etmek isteyen ve hedeflerine en kısa sürede ulaşmak beklentisinde olan ekonomik birimlerdir. Bu nedenle hedeflere ulaşmada her zaman özkaynakların yeterli olacağından söz etmek yanlış olacaktır. Öz kaynak yetersizliği bulunan ya da mevcut ekonomik stratejileri farklı olan firmalar için dış kaynaklardan borçlanma bir takım mali yükümlülükleri bulursa da son derece olağandır. Borçlanma maliyeti olarak adlandırılan bu durum, firmalar için beraberinde bazı ekonomik sorumluluklar getirirse de sürdürülebilirlik,

hedeflere ulaşma, büyüme ve üretimi devam ettirme gibi amaçlar için önemli konumdadır (Sevilengül, 2004).

Firmalar için borçlanmanın amacı kadar kapsamı da önemlidir. Borçlanma maliyetlerinin düzenlenmesi, hangi kaynaklardan borçlanılacağı ve borçların hangi sürelerle yayılmış olması yine firmanın sahip olduğu hedefler doğrultusunda önem arz etmektedir (Bekler,2007).

Borçlanmanın farklı yöntemleri bulunmaktadır. Bu kapsamda firmalar tarafından en çok kullanılan borçlanma yöntemleri banka kredileridir. Bu yöntem bilançoda kısa yahut uzun dönem olmak üzere iki şekilde uygulanabilir. Firmalar için bir diğer borçlanma yöntemi ise tahvillerdir. Borçlanma sağlamak maksadıyla kullanılan her iki yöntem için de firmaların itibar sahibi olması çok önemlidir. İtibar sahibi olan ve bilançosunda ciddi sorunlar bulunmayan firmalar, bankalardan kredi almama ya da tahvil ihraç edememe gibi sorunlarla karşılaşmazlar. Hem tahvil hem de kredi ile borçlanmada ortaya çıkan maliyet faiz oranıdır. Sermaye maliyeti ise ortakların alternatif maliyeti olarak nitelendirilebilir. Firmalar için borçlanmanın en önemli avantajı borçlanılan tutarın vergiden düşülmesidir. Bu kapsamda piyasada faizlerin nispeten düşük olduğu dönemlerde işletmeler genellikle öz sermaye ile finansman yerine borçlanmayı tercih etmektedir. Vergi tasarrufu etkisi olarak adlandırılan bu durum bankalardan alınan kredi ya da tahvil ihraç etmek gibi borçlanma yöntemleriyle firma karlılığını artırmada çok önemli bir yere sahiptir (Değirmen ve Gündoğdu, 2010).

Bu çalışmanın birinci bölümünde borçlanma maliyetinin kapsamı, kullanılan borçlanma araçlarına yer verilmiş, ikinci bölümde borçlanma maliyetine etki eden faktörler incelenmiş ve konuya ilişkin literatüre değinilmiş ve son bölümde, belirli amaçlar için oluşturulan model aracılığıyla borçlanma maliyetini belirleyen faktörler ampirik olarak analiz edilmiştir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## BORÇLANMA MALİYETİ KAVRAMI, VE BORÇLANMADA KULLANILAN ARAÇLAR

### 1.1. Borç ve Borçlanma Kavramı

Borç kavramı, genel anlamı itibarı ile geri verilmek üzere alınan ve zamanı geldiğinde geri ödenmek zorunda olunan para ya da varlık olarak tanımlanmaktadır. Borçlanma kavramına bakıldığında ise karşılığını sonradan vermek şartı ile bir başkasından para veya varlık alma eylemi olarak tanımlanabilir (Berkay ve Ağcakaya, 2017).

Borç, kavramsal olarak hukukumuzda dar borçlanma ve geniş borçlanma olmak üzere iki farklı durumu ifade etmek amacıyla kullanılmaktadır. Dar anlamıyla borç kavramı akla ilk durumda nakit borcu getirmektedir. Yani dar anlamda borç, bu davranış biçimlerinin her birini ayrı şekilde ifade etmektedir (Ardıç ve Akman, 2008).

Geniş anlamı ile borç ilişkisi, iki taraf arasında bir hukuki bağ bulunarak, bu bağ kapsamında taraflardan birinin herhangi bir şey vermek istemesi, vermesi ya da yaptırması, taraflardan diğersinin ise borçlu tarafın borcunu vermesini istemesi hakkına sahip olması durumu olarak ifade edilebilir (Seymen ve Kurtoğlu, 1997).

Borç kavramı muhasebe açısından incelendiğinde yabancı kaynak şeklinde nitelendirilmektedir. Muhasebe açısından borç, firma varlıkları üstünde üçüncü kişilerin hakları olduğunu ifade eden bir kavramdır. Borçlar firmaların gelecek dönemdeki sorumluluklarını belirtmektedir. Firmanın faaliyetlerini sürdürebilmesi amacıyla ihtiyaç olunan fonlar, işletme ortakları ya da sahibi tarafından üçüncü kişilerden avans, kredi vb yolu ile temin edilir (Sevilengül, 2003).

Borçlanma, para veya benzeri malın belirli bir vade sonunda geri ödenmesini ifade etmektedir. Bu anlamda borç, geri ödenmesi gerekli olan bir şey anlamına gelmekte, borçlanma kavramı da bu durumun eyleme dökülmüş halini ifade etmektedir (Seymen ve Kurtoğlu 1997).

Belirli standartlar kapsamında davranmayı ya da hareket etmeyi gerektirmekte olan bir sorumluluk ve görev yüklemekte bulunan borçlanma kavramı firmanın ihtiyaçlarını karşılamak amacı gütmektedir. Firmalar, faaliyet gösterdikleri sektörün gereklerine uygun biçimde hizmet ve mal satın almak, bir malı satın almak ya da gerekli yatırımları yapmak için belirli finansal kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Kaynak arayışının karşısında kimi firmalar öz sermayelerini kullanırken kimi firmalar öz sermayelerine ek olarak yabancı kaynak kullanmak zorunda kalmaktadır. Yabancı kaynak kullanımının maliyetinin bir kısmı gider olarak yazılabildiği gibi sağladığı bazı cazip faydalar da bu kaynak türünü uygun hale getirebilmektedir. Firmalar banka gibi finansal kurumlardan borçlanabildiği gibi satıcılar ile ticari ilişkiler kurarak ve sosyal güvenlik kurumu ve vergi dairesine de borçlanabilmekte, alınan avanslar ve ortaklara ya da farklı kişilere borçlanabilmektedir (Kepçe, 2001).

## 1.2 Maliyet-Gider-Harcama İlişkisi

Bir firma kurulduğu zaman yapılan faaliyetlerde devamlılık sağlamak ve kar elde etmek amacını gütmektedir. Bu hedeflere ulaşmak için firmanın karar mekanizmaları, yatırım, mal ve hizmet üretimi gibi faaliyetleri maliyet hesaplarını göz önüne alarak yapmaktadır. Yöneticiler ya da karar mekanizmaları tarafından verilen kararların sağlıklı olması için maliyet hesaplarının üstünde fazlasıyla durulması gereklidir. Bu sebepten firmalar için en önemli kavramlardan birisi maliyettir. Muhasebe açısından değerlendirildiğinde maliyet, nakit veya benzeri tutar olarak tanımlanır. Bir varlığın kullanıma hazır olması ya da yerine konulması için yapılacak olan tüm harcamalar maliyet kavramı içerisinde değerlendirilir. Örnek vermek gerektiğinde stokta yer alan bir malın maliyeti aynı zamanda nakliye ücretini de bünyesinde barındırmaktadır. Maliyet amaç olarak saptanan sonuca ulaşmak için gereken harcamaların parasal toplamından oluşmaktadır. Firmalar hizmet ve mal üretmek yolu ile önceden belirlenmiş olan süreklilik, sosyal sorumluluk ve kazanç hedeflerine varmayı amaçlamaktadır. Bunun yerine getirilmesi için mal ve hizmet tüketerek bir diğer mal ve hizmetin üretilmesi hedeflenmektedir.

Üretim alanında faaliyet gösteren tüm işletmelerde maliyet ve gider olmak üzere iki kavramdan söz etmek mümkündür. Muhasebe içinde yer alan bu iki kavram arasında nasıl bir ayırım olduğu her zaman tartışmalara sebep olmuştur (Erdoğan, 1995).

Bu konuda görüşler genellikle ikiye ayrılmaktadır. Gerwig ve Linhardt, maliyet ve giderin anlam bakımından aynı olabileceğini ve bu kavramlar arasında bir ayrım yapmanın gereksiz olduğunu öne sürmektedir. Schmalenbach ve Mellowich ise maliyet ve giderin aynı anlamda olmadığını her türlü harcama ve giderin maliyetle aynı anlamda olmadığını ve bu sebebe bağlı olarak her iki kavram arasında kesin bir ayrım yapmanın gerekli olduğunu savunmaktadır (Akıncı ve Şahin, 1995).

Gider ve maliyet ise birbirinden farklı kavramlar olmasına karşılık bazı zamanlarda birbiri yerine kullanılmaktadır. Gider, firma faaliyetlerinin ve varlığının sürmesi için belirli dönem içinde tüketilen ve kullanılan mal ve hizmetin faydasıdır, Tükenmiş maliyetlerin gelirden düşülen kısma gider denilmektedir (Kaygusuz ve Dokur, 2009).

Söz konusu kavramı en genel tanımı itibari ile farklı ekonomik mal ve hizmetlerin tüketilmesi şeklinde ifade edebiliriz (Erdoğan, 1995).

Lehmann, gider kavramını bir üretim süreci dâhilinde üretimin sağlanması amacıyla gereken fedakârlığın yapılması şeklinde tanımlamıştır. Burada bahsedilen fedakârlık firmayla bağlantısı olan işletme içi ve dışında ortaya çıkan mal ve hizmet tüketimini ifade etmektedir (Akıncı ve Şahin, 1995).

Maliyeti tüketim maddeleri yerine sermaye yönünden ele alan ve maliyet yerine yalnızca gider kavramının kullanılmasının daha yerinde olacağına inanan Linhardt'a göre, maliyetin malların tüketimi olarak tanımlanması yanlıştır. Bu tanım maliyetin para değerini ihmal etmek anlamına gelmektedir. Bu sebeple işletmelerde kullanılan sermaye ve sermayeye bağlı fiyat faktörünün işletmeler üzerindeki rolünün ihmal edilmesi ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla maliyet ve gideri birbirinden ayırmak yanlış olacaktır (Erdoğan, 1995).

Bu duruma karşın Schmalenbach ile Mellowicz şu görüşleri ortaya atmıştır (Erdoğan, 1995);

Mellowicz'e göre üretim aşamasında tüketilmiş olunan her türlü mal ve hizmet maliyet kabul edilmektedir. Schmalenbach ise maliyetlerin üretime bağlı olmasına karşın giderlerin yalnızca tüketimden ve harcamadan meydana

gelebileceğini savunmaktadır. Bu durumda maliyet olarak değerlendirilebilmesi bir giderin üretim ile bağlantısının olup olmamasına bağlıdır.

Schmallenbach'a göre maliyetin ortaya çıkması için para harcanmış olması yahut kesin bir gider olmasına gerek bulunmamaktadır. Üretim sırasında bir takım mal hizmetlerin tüketilmiş olması da maliyeti ortaya çıkarabilmektedir.

Gider ve maliyet arasında ayırım yapılmak istendiğinde maliyetin hangi noktada tüketildiğini anlamak son derece önemlidir. Bu konuda örnek vermek gerekirse, bir daire için kirasının peşin ödenmesi bir gider olarak değerlendirilmez. Ödenen bu kira maliyeti oluşturmaktadır. Bu tutar dairede kalınacak süre tüketilinceye dek gider olmamaktadır (Üstün, 1996).

Firma açısından bir sebebe bağlı olarak gerçekleştirilen her türlü borçlanma ve ödeme harcama olarak değerlendirilir (Erdoğan, 1995).

En genel tabiriyle yapılan harcamalar nakit veya bir benzeri araçlar sayesinde ödemede bulunmak yahut ödeme sözünde bulunmak olarak ifade edilebilir. Harcama gerçekleştirmek için ödemenin yapılması konusunda bir şart bulunmamaktadır. Burada firmalar tarafından alınmak istenen varlık ya da hizmet elde etmek için karşı tarafa herhangi bir ücret verilmesi gereklidir (Akıncı ve Şahin, 1995).

Bu kavram genellikle firmalarda nakden yapılan borçlanma ve ödemeleri anlatmak için kullanılmaktadır. Bu açıdan ele alındığı zaman bir varlık edinmek, bir zararın giderilmesi ya da hizmetin sağlanması maksadıyla para gönderme, borçlanma, varlık nakil etme faydaları içinde yer alan hesap dönemini aşacak giderlerin tümüne denmektedir (Altuğ, 1996).

Harcama kavramı farklı türlerde tanımlanabilmektedir. Kimi yazarlar tarafından harcama kavramının ele alınışı nakit ödemenin yanında çek ve senet gibi farklı ödeme çeşitlerini de kapsamaktadır. Borçlanma bir açıdan nakit ödemelerinin geciktirilmesi anlamını da içermektedir (Yükçü, 1999).

Bir diğer tanıma göre bir hizmet, fayda ve mal sağlanması veya bir zararı önlemek amacıyla yapılan borç altına girmek ve ödemeler harcama kavramı kapsamında ifade edilmektedir. Başka bir deyişle, firmalar tarafından yapılan her borçlanma ve ödeme harcama olarak değerlendirilmektedir (Akdoğan, 2000).



Harcama ve gider kavramı birbirine yakın kavramlardır. Firmaların para ve benzeri araçlar ile yaptıkları ödemeler harcama olarak tanımlanabilir. Ancak maliyetler için para ödenmesi yerine mal tüketimi esas alınmaktadır. Bu nedenle maliyet ve harcama kavramları pek çok bakımdan birbirinden ayrılmaktadır. Her harcama gider niteliğine sahip olmadığı gibi her gider de harcamaya dâhil olmamaktadır (Erdoğan, 1995).

Giderin belirli bir amacın gerçekleştirilmesi için gerekli oluşu, ana niteliğini oluşturmaktadır. Harcama ise nakit yahut nakde bağlı olan varlık çıkışıdır. Bir varlık elde etmek, bir zararı önlemek ya da hizmet sağlamak için para ödemek, borç altına girmek veya bir varlık nakletmek, gideri kapsamaktadır (Hacırüstemoğlu, 1997).

Bir borcun ödenmesi, bir hizmetten yararlanılması ya da bir varlığın alınması için gerçekleştirilen ödemeler ve borçlanmalar harcama kavramı dâhilinde değerlendirilmektedir. Harcamanın gidere dönüşmesi için aynı dönem içinde elden çıkarılması gerekmektedir. Buna karşılık olarak harcamaya karşılık olarak elde edilen hizmetin ve malın faydaları gelecek dönemlerde tüketilecek olduğunda harcamaların maliyete dönüşmesi söz konusu olmaktadır. Bu kapsamda gider ile harcama arasında bazı farklar vardır (Hacırüstemoğlu, 1995).

Giderler bazı zamanlarda harcamayı gerektirmeyebilir. Örnek olarak kendi tarafından yapılmakta olan mamullerin üretimde kullanımı bir harcamayı gerektirmemektedir.

Bazı harcamalarda gider niteliğine sahip değildir. Özellikle bilanço kalemlerinde olan değişiklikleri kapsayan yardım, bağış ve borç ödemeleri harcama olarak değerlendirilmez.

Yararlanma ile ödemenin aynı dönem içinde olması harcamaya bağlı olan giderler ile iki işlemde de zarar farkını ortaya koymaktadır. Peşin olarak ödenmiş giderler ile farklı aktif edinimler harcama dönemleri ile yararlanma dönemlerinin ayrılığına örnek teşkil eder.

Harcama ile gider değerlendirme açısından da ayrılmaktadır. Karara esas sayılan gider ortalama fiyat, rayiç fiyat yahut transfer fiyatı olarak hesaplanır. Fakat harcamaya esas sayılan ise edinme bedelidir. Bahsedilen açıklamalar nezdinde hangi

tür harcamaların gider olarak değerlendirileceğini belirtilen kıstaslar kapsamında ortaya koymak mümkündür (Akdoğan, 2000).

Maliyet, gider ve borçlanma maliyeti arasında benzerlik, hepsinin işletmelerin harcamalarını ifade etmesidir. Ancak farklı bağlamlarda kullanılırlar. Maliyet ve gider, işletmenin operasyonel faaliyetlerini yönetmek ve kararlar almak için kullanılırken, borçlanma maliyeti finansman stratejilerini ve borç yönetimini değerlendirmek için kullanılır.

### **1.3. Firmaların Borçlanma Şekilleri**

Firmaların finansman ihtiyaçlarını, nerede kullanacaklarını belirlemek amacıyla tüm ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ortaya çıkan ve yapılacak olan ya da yapılmış yatırımlar için ortaya çıkan finansman ihtiyaçları olarak iki ayırmak mümkündür (McLaney, 2004).

Aşağıda firmaların temel borçlanma şekilleri içsel ve dışsal olmak üzere iki alana ayrılmış, ardında alt başlıklarda bu ayırım ayrıntılı şekilde incelenmiştir.

İçsel Finansman Kaynakları firmanın kendi iç bünyesinde bulunan kaynaklara içsel finansman kaynakları denilmektedir. Bu tür kaynakların işletme açısından hızlı, esnek ve avantajlı olduğu söylenebilir. Firmalar ihtiyaç halinde bu kaynakları kullanabilirler ve bu durumu firma sermayesinde tolere edebilirler. Firmalar için içsel finansman kaynakları; dağıtılmayan karlar, ertelenmiş alacaklı ödemeleri ve indirgenmiş stok düzeyi (Atrill, 2004).

Dışsal Finansman Kaynakları işletmenin dışından sağlanan kaynaklardır. İçsel kaynaklarla karşılaştırıldığında daha maliyetli bulunan bu kaynaklar, aynı zamanda elde edilmesi zor kaynaklar olarak nitelendirilebilir, en bilinen dışsal finansman kaynakları arasında krediler, imtiyazlı hisse senetleri, finansal kiralama ve adi hisse senetleri sayılabilir. Bu kaynaklar işletmelerin sermaye ihtiyaçlarını karşılamada önemli bir rol oynamaktadır (McLaney, 2004).

Firmaların finansman kaynaklarının nereden sağlandığı içsel ve dışsal finansman kaynaklar bağlamında ele alındıktan sonra süreleri açısından da üç başlık altında sınıflandırma yapılabilmektedir (Atrill, 2004).

### 1.3.1. Kısa Süreli Finansman Kaynakları

Kısa süreli olarak tanımlanan finansman kaynakları genellikle bir yıla kadar olan faaliyet dönemi içinde geri ödemekle yükümlü bulunulan finansman kaynaklarıdır. Borç niteliğinde olan bu kaynaklar; kısa süreli ticari krediler, kısa süreli bonolar, kısa süreli banka kredileri, diğer ticari finansal olanaklar ve diğer kaynaklar şeklindedir (Usta, 2002).

Çoğunlukla işletmeler malzeme, hammadde, ya da mal alışlarının önemli bir kısmını peşin ödemek yerine diğer firmalardan kredili olarak yapmaktadır. Özellikle yeni kurulmuş ya da küçük ölçekli işletmelerde kısa süreli ticari krediler önemli bir finansman kaynağı niteliği taşımaktadır (Yükçü, 1999).

Ticari kredilerin ne tür bir maliyete sahip olduğu tartışılan bir konudur. Vade farkı adı ile satıcıların hâkim bulunduğu piyasalarda çoğu zaman normal banka kredilerinden daha yüksek oranda faiz uygulanması satış bedeline eklenmektedir. Fakat kimi durumlarda yeni ve farklı piyasalara girilmesi, satışların artırılması ya da yeni müşterilerin cezbedilmesi amacıyla firmalar tarafından kredili satışlar bir araç kapsamında kullanılmakta, bu yolla müşteriler için elverişli kredi sağlayabilmektedir (Akgüç, 1998).

Ticari kredilerden uzun süreli faydalanmanın firmalara alternatif maliyetleri de bulunmaktadır. Ortaya çıkan alternatif maliyet, firmanın kullanamadığı para iskontosu olarak tanımlanır. Ödemenin belirli dönem dâhilinde yapılması neticesinde nakit iskontosu firmanın yararlandığı bir fiyat indirimi olarak görülmektedir. Bu iskontodan yararlanma süresi kısa olduğunda firmaların satıcılara olan ödeme vadesi de kısa olacaktır (Yükçü, 1999).

Kısa vadeli finansman araçlarında finansman bonusu isimiyle de anılan kısa süreli bonolar, özellikle enflasyonist ortamda işletmelerin sermaye gereksinimlerinin artması ve daralan kredi imkânları sebebiyle meydana gelen kısa süreli finansman ihtiyaçlarının karşılanması için tercih edilmektedir. Kısa süreli borçlanma araçlarından birisi olan finansman bonoları banka kredilerine alternatif olarak değerlendirilmektedir. Bir tür senet olan bonolar genellikle güvencesiz olmalarından dolayı, sermaye likiditesi, sermaye yapısı ve karşılığı kuvvetli olan firmalar tarafından kullanılmaktadır. Finansman bonusu kapsamında fon elde etmenin, alternatiflerine

karşın ucuz bir fon sağlama aracı olması, ihtiyaç bulunan fonların zaman kaybını yaşanmadan sağlanması, çok uzun işlemleri gerektirmeden elde edilen bir araç olması, banka kredilerinde bazı zamanlar görülen, banka yöneticisinden veya bankaların kendisinden kaynaklanan sorunların olmaması, ve firmaların pazar payının ve saygınlığının artmasına sebep olması gibi avantajları vardır (Taner ve Akkaya, 1992).

Bu durumun yanı sıra finansman bonusu oluşturmanın ve bunu yönetmenin bazı dezavantajlı tarafları da vardır. Bunlar; banka kredilerinde olduğu gibi finansman bonolarında yenilenme durumunun söz konusu olmaması, finansman bonolarının dar süreler içinde ödenmek zorunda olması ve finansman bonusu aracılığı ile kaynak sağlanmasının yalnızca itibar sahibi firmalar için söz konusu olmasıdır (Yükçü, 1999).

Firmalar için finansal yapıda önemli yeri bulunan diğer kısa süreli kaynaklar ise; ödenecek giderler, ödenecek sigorta primi, harç ve vergi, alınan teminat ve depozitolar, müşterilerden alınan avanslar, devlet tarafından teşvik fonundan verilen krediler, finansman şirketlerinden elde edilen kısa süreli krediler olarak sıralanabilir (Usta, 2002).

Farklı olarak alacak senetlerinin iskonto ettirilmesi, alacak haklarının temlikli karşılığında alınacak avanslar, ticari senetler karşılığında bankalardan avans alınması, alacak haklarının satışı gibi kaynaklar da kısa süreli kaynaklar bağlamında değerlendirilir (Yükçü 1999);

### **1.3.2. Orta Süreli Finansman Kaynakları**

Firmaların 1 ile 8 yıl süreyi kapsayan zaman dilimindeki borçları orta süreli finansman kaynakları olarak tanımlanır. Türkiye’de orta süreye sahip finansal krediler genellikle 3-5 yıl arasında değişen ancak özel hallerde 8 yıl süreyi bulabilen kredilerdir. Bu kapsamda orta süreli finansman kaynaklarının başlıcaları; orta süreli banka kredileri, orta süreli satıcı kredileri, rotatif krediler, teçhizat kredileri, kiralama yoluyla tercih edilen finansmanlar ve forfaiting teknikleridir (Yükçü, 1999).

Orta süreli banka kredileri, kredi açılırken belirlenmiş olan itfa planında yer alan ve periyodik taksit tutarları eşit olan kredilerdir. Ayrıca kredi alan firmanın sonraki dönemde ortaya koyacağı fon tutarına paralel şekilde olması da yine bu kredinin özellikleri arasında bulunmaktadır. Firmalar açısından orta süreli kredilerin

kullanılış amaçları; sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek, net firma sermayesini artırmak, mevcut borçların ödenmesini sağlamak, iştirakte bulunmak, başka bir işletmeyi pasif ya da aktif olarak satın almak şeklinde sıralanabilir (Akgüç, 1998);

Teçhizat kredileri, Türkiye’de finans kurumları tarafından uygulanan bir kredi değildir. Bu kredi türü genellikle gelişmiş ülkelerde sık kullanılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde çok sayıda firma teçhizat kredilerinden yararlanmakta ve gelir getirici olan teçhizat ve makine alımında bu krediyi tercih etmektedir. Bu noktada amaç makine ve teçhizatların maliyetinin uzun döneme yayılmasını sağlamaktır. Bu tip krediler teçhizattan beklenmekte olan gelire göre önceden saptanmış bir plan kapsamında ödenmesini içerir.

Önceden saptanmış olan kredi limiti aşılmadan tekrarlanan borç almalarına imkân sağlayan kredi türü rotatif kredilerdir. Bu tür kredilerden faydalanan firmalar, geri ödeme yaptıkça belirlenen kredi tutarına yeniden erişim imkânına sahip olmaktadır. Bu kredilerin finansmanda büyük esneklik sağladığını vurgulamak mümkündür (Yükçü, 1999).

Orta süreli satıcı kredileri kapsamında firmalar orta ve uzun vadede kredilerini maddi duran varlıklarının finansmanında kullanmaktadır. Orta süreli satıcı kredileri orta süreli banka kredileri ile benzerlik göstermektedir. Bu krediler periyodik olarak ödeme planına sadık kalınmak şartıyla geri ödemeye sahip kredilerdir.

Kiralama yolu ile finansman, belirli dönem için kiracı firmalar tarafından tercih edilen, kiralamış olan firma tarafından satın alınmış taşınmaz yahut taşınır malların sahipliğini kiralayan firmaya bırakan bir anlaşma türüdür (Güçlü, 2004).

Bu yöntemin temelinde para dışında iktisadi bir varlığın borç şeklinde alınması vardır. Bu bağlamda kiralayan kira sözleşmesi ile sorumluluk altına girmektedir. Orta süreli finansman tekniği olarak değerlendirilen forfaiting, orta süreye sahip ve ihracat işlemlerinden meydana gelen, banka tarafından garantiye alınmış kayıtlı yahut senetli alacakların kesin satışına denilmektedir. Forfaiting, hizmet ihracatı veya yatırım malından doğan ve önceden belirlenmiş bir ödeme planı kapsamında tahsili sağlanan alacakların bir banka yahut konuda uzmanlaşmış olan finans kuruluşları tarafında satın alınmasıdır.

### 1.3.3. Uzun Süreli Finansman Kaynakları

Firmalar için uzun süreye sahip finansman elde etmek, genellikle finans kuruluşlarının uzun süreli kredi çekmesi ya da tahvil çıkarılması formülü ile gerçekleşmektedir. Çıkarılan tahviller sayesinde ödünç para sağlanırken tahvil tutarının ve faizin belirtilen sürenin sonunda ödenmesi koşulu altına girilmiş olmaktadır. Kısaca tahvil çıkarmış olan firmalar, her yıl belirli tarihte daha önceden belirtilmiş tutarda geri ödeme yapmayı kabul etmiş sayılmaktadır (Taner ve Akkaya, 1992).

### 1.4. Borçlanmanın İşletmelere Olası Etkileri

Firmalar faaliyetlerini yürütürken farklı amaçlara bağlı olarak yatırım gerçekleştirebilirler. Varlıklara ilişkin yatırımlar işletme yahut firmalar tarafından iyi analiz edilmelidir. Firmaların yatırım süreçleri yalnızca yatırım yapılacak olan varlıkların belirlenmesi ile sınırlı değildir. Yatırımların finansmanı da bu noktada önem arz etmektedir. Yanlış kaynaklar ile finanse edilen doğru yatırımlar işletmelerin verimliliğini ve buna bağlı olarak karlılığını düşürecektir.

Klasik finans görüşü kapsamında vade uyumuna bağlı olarak duran varlıkların uzun vadeli borçlanma ile, dönen varlıkların ise kısa vadeli borçlanma araçları ile finanse edilmesi genel kabul görmektedir. Ancak bu finansman politikası firmaların bağlı olduğu sektör, firmanın katlandığı riskler ve karlılık beklentilerine göre değişmektedir. Bunun yanı sıra özellikle ülkemiz açısından ekonomi koşulları gereği uzun dönemli borçlanma imkânlarının çok fazla olmaması firmaların bu sebeple kısa süreli borçlanmayı tercih etmesi risklerin artmasına sebep olmaktadır. Firma sahibi yahut yöneticileri kaldıraç etkisinden faydalanmak için borçlanma yolunu tercih ettiklerinde de riskleri artmaktadır. Bu durum genellikle karlılık üstünde olumsuz etkiler bırakabilmektedir. Bu sebebe bağlı olarak varlıkların finansmanı, verimlilik ve dolayısıyla karlılık üzerindeki etkileri açısından finansmanın çok önemli bir parçasını oluşturmaktadır.

Firmalar tarafından varlık finansmanında kullanılmak üzere tercih edilebilecek iki kaynak bulunmaktadır. Bu kaynaklar genel anlamıyla borç olarak ifade edilen yabancı kaynaklar ve özkaynaklardır. Her iki kaynağın da belirli bir finansman maliyeti bulunmaktadır. İşletmelerin sermaye yapılarına bağlı olarak ağırlıklı ortalama

sermaye maliyetleri meydana gelmektedir. Varlık finansmanlarını özkaynakları ile sağlayan firmalar için özkaynak maliyeti, firmanın hisse senetlerini alan yatırımcıların yapılan yatırımdan bekledikleri minimum getiridir (Aydın vd, 2014).

Borçlanma maliyeti ise nakit girişlerinin borçlanma yoluyla sağlanmasına bağlı bulunan vade sonunda ödenmesi gereken anapara ve faiz oranı için gerekli nakit çıkışlarını engelleyen iskonto oranı olarak ifade edilebilir (Okka, 2011).

Borçlanma ve özkaynak alternatiflerini varlık finansmanı noktasında birlikte kullanan firmalar için, ağırlıklı olarak sermaye maliyetini dikkate almak gerekmektedir.

Varlık finansmanını sağlamak amacıyla kullanılacak olan borçlar karlılık üzerinde bir takım etkiler bırakmakta olup bu etkiye finansal kaldıraç denilmektedir. Firmalarının toplam varlıkları üstünden oluşan karlılığının borçlanma maliyetinden yüksek olduğu durumlarda finansal kaldıraç olumlu çalıştığından bahsetmek mümkün olacaktır. Ancak varlıkların üstünden meydana gelen karlılık düşük olduğunda durumun olumsuz olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Firmaların ihtiyaç duydukları finansmanını borçlanma yoluyla edinmeleri yönündeki tercihin temel nedeni, özkaynak maliyeti ile karşılaştırıldığında borçlanma maliyetinin çok daha düşük olmasıdır (Ceylan ve Korkmaz, 2013).

Borçlanma yoluyla sağlanan finansmanın borçlanma maliyetinin düşük olması firmaların kaldıraç etkisinden yararlanıyor olmasını sağlar ve böylece karlılık artmış olur. Ancak özkaynak ya da yabancı kaynak kullanımı firmanın faaliyet sürdürdüğü ülkenin ekonomik durumu ve finansal yapısına göre farklı sonuçlar doğuracaktır. Faaliyet gösterilen ülkeleri özkaynak ve yabancı kaynak kullanımından bağımsız düşünmek yanlış olacaktır. Borçlanma olanaklarının kısıtlı olduğu ülkelerde işletmeler için daha çok özkaynak kullanımı söz konusu olacaktır. Finansal piyasaları gelişmiş ve yabancı kaynak kullanımında bir kısıtlaması bulunmayan ülkelerde faaliyet yürüten firmalar için ise genellikle yabancı kaynak aracılığıyla finansman sağlanmaktadır. Firmalar bu sayede kaldıraç etkisinden daha çok faydalanma imkanı yakalamaktadır (Akkaya, 2008).

Öte yandan finansal kaldıraçın karlılık üzerindeki olumlu etkisi aksine firmaların borçlanmaya kaynak yapısı içinde ağırlık vermesi yönüyle, firmaların

risklerinin de artmasına sebep olmaktadır. Bu sebeple borçlanmanın firmalar için meydana getirdiği yararlılardan faydalanmak maksadıyla seçilecek kaynak yapısının firmanın sektörel yapısına uygun olması gerekmektedir. Bu yönüyle optimal düzeyde belirlenen kaynak yapısı özkaynak ve borç dengesinin sağlanmasını kolaylaştıracaktır (Çabuk ve Lazol, 2013).

Firmaların varlık finansmanlarında yer alan finansal oranlar borçtan yararlanma kapasitesini göstermektedir. Bahsedilen oranlar kaldıraç oranları ve mali yapı ile ifade edilmektedir. Bu oranlar sayesinde borçlanma durumunun firma karlılığına etkileri ve aktiflerin finansmanında kullanılan borç ve özkaynak bileşenleri hakkında bilgi sahibi olunabilmektedir (Bektöre vd, 2015).

Firmalar tarafından benimsenen finansman politikaları karlılığı belirleyen en önemli etkenlerden birisidir. Bahsi geçen politikaların tercihini belirleyen farklı değişkenler mevcuttur. Risk algısı düşük olan firmaların daha temkinli politikaları tercih ettiğinden söz edilebilir. Aynı minvalde risk algısı yüksek olan firmaların daha atılgan politikalar benimsedikleri bilinmektedir. Ancak bu tercihler neticesinde meydana gelen riskler firmaların faaliyet yürüttükleri sektörler ve ülkelerin ekonomik yapısından ayrı düşünülmemelidir. Üretim sektöründe faaliyet yürütmekte olan firmaların karlılığını yukarı çekmek amacıyla atılgan politikalar benimseyerek borçlanmaya ağırlık vermeleri, varlık yapısı içinde yer alan duran varlık ağırlığı sebebiyle faaliyet riskini artıracaktır. Meydana gelen bu durum kaynak ve varlık uyumsuzluğuna bağlı olarak karlılığı olumsuz etkileyen bir faktör olarak görünecektir. Firmaların karlılıklarını etkileyen farklı değişkenler bulunmakla beraber, varlık finansmanı kapsamında tercih edilecek finansman politikaları bu değişkenler içinde çok önemli bir husus olmaktadır. Finansman politikalarının tercih edilmesi, firmaların karlılıklarını ve risk seviyelerini etkilemektedir. Söz konusu etki firmaların faaliyette oldukları sektörler ile de çok yakından ilişkilidir.

### **1.5. Borçlanma Maliyeti Kavramı**

Borçlanma maliyetlerinin raporlanması hususunda ulusal ve uluslararası bazı standartlar bulunmaktadır. Uluslararası Muhasebe Standartları'nda yer alan açıklamalarda borçlanma maliyetleri çeşitli şekillerde ifade edilmiştir (Sağlam vd, 2007).



Borçlanma maliyetleri ortaya çıkış sebepleri itibarı ile vade farkı, kur farkı, faiz, komisyonlar ve masraf karşılıkları ile vergiler olarak görünmektedir (Deran ve Savaş, 2014).

TMS 23'e göre borçlanma maliyetleri, bir işletmenin borçlanma yoluyla elde ettiği fonlar için ödediği faiz ve diğer giderleri ifade eder. Borçlanma maliyetleri arasında TFRS 9'a göre hesaplanan faiz gideri, TMS 17'ye göre finansal tablolara yansıtılan finansal kiralamalara ilişkin borçlanma maliyetleri ve yabancı para ile borçlanmalarda kur farklarına ilişkin düzeltmeler yer alır. Bir özellikli varlığın elde edilmesi, inşası veya üretimiyle ilişkilendirilebilen borçlanma maliyetleri ilgili varlığın maliyetinin bir parçası olarak aktifleştirilirken, diğer borçlanma maliyetleri gider olarak kaydedilir. Borçlanma maliyetleri, güvenilir bir şekilde ölçülebilir ve gelecekte ekonomik fayda sağlama olasılığı varsa özellikli varlığın maliyetine dahil edilir. Ancak, yüksek enflasyonlu ekonomilerde faaliyet gösteren işletmelerde enflasyonun etkisine isabet eden kısmı gider olarak kaydedilir.

Aktifleştirilebilir borçlanma maliyetleri, özellikli varlıkla ilişkili harcamaların hiç yapılmadığı durumlarda ortaya çıkmayan borçlanma maliyetleridir. Borçlanmanın özellikli varlık ile doğrudan ilişkisi olmadığı ve belirli bir harcamanın yapılmaması durumunda, belirli borçlanmaların belirlenmesi zor olabilir. Özellikli varlığın finansmanı için özel olarak borçlanan bir işletme, borçlanma maliyeti tutarını ilgili dönem boyunca oluşan borçlanma maliyetlerinden geçici olarak nemalandırma gelirlerini düşerek belirler (TMS23,2005).

Bu noktada önemli olan firma sermaye yapısında kullanılacak her kaynağın bir maliyetinin bulunduğu gerçeğidir. Bu sebebe bağlı olarak borç maliyeti, öz sermaye maliyeti ve ortalama sermaye maliyeti literatürde geniş yer bulmaktadır.

Öz sermaye maliyeti ise, firmanın piyasa değerinde değişiklik meydana gelmemesi açısından yatırım yapılan projelerin öz sermaye ile finanse edilen kısmı üstünden beklenmekte olan karlılık oranı olarak tanımlanır (Akgüç, 1998).

Borç maliyeti, firma tarafından borçlanılan fonlar için katlanılmak zorunda bulunulan vergi sonrası maliyetidir. Vergi bulunmasaydı borç sağlayanların istemiş olduğu kazanç oranı borç maliyetini oluştururdu. Tahvil aracı yoluyla yapılan

borçlanmada ise borcun firmaya olan maliyeti, ihraç giderlerindende etkilenecektir (Gürsoy, 2007).

Firmalar tarafından kullanılan kaynakların maliyetleriyle sermaye yapısında bulunan paylarının çarpımının toplamı ortalama sermaye maliyetini vermektedir. Aslolan öz sermayenin toplam içindeki oranı ile borcun toplam içinde yer alan oranının cari değerler üstünden hesaplanmasıdır (Ercan ve Ban, 2009).

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİRMA BORÇLANMA MALİYETLERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

#### 2.1. Firmaların Borçlanma Maliyetlerini Etkileyen Faktörler

Firmalar borçlanma kapsamında çeşitli maliyetlere katılmak zorundadır. Bu maliyetler çeşitli şekillerde ortaya çıkabilmektedir. Bir diğer anlamıyla yabancı kaynak maliyetleri olarak ifade edilen borçlanma maliyetleri firmaların geri ödemek üzere dışarıdan sağladıkları nakit ve benzeri varlıklardır.

Firmalar açısından kullanılan yabancı kaynaklar uzun veya kısa vadeye sahip banka kredileri, finansman bonoları, satıcı kredileri, daha farklı türde finansal kiralama şeklinde olabilmektedir. Buna bağlı olarak hangi şekilde bulunursa bulunsun dış kaynaklar kapsamındaki borç ile ödenen faiz, dış kaynak maliyeti şeklinde kabul edilebilir. Fakat faiz giderleri bir noktada vergi tasarrufu sağlaması nedeniyle işletmenin gerçek maliyeti, vergi boyutu dikkate alınarak hesaplanmalıdır. Borç kapsamında ödenen faiz işletmenin vergi matrahından temin edilmekte ve işletmenin düşük oranda vergi ödemesini ortaya çıkarmaktadır (Sayılğan, 2011).

Aşağıda yer alan kısımda firmalarda borçlanma maliyetlerinin ortaya çıkış şekillerine değinilmiştir.

##### 2.1.1. Faiz

Faiz borçlanma maliyetinin ortaya çıkış şekillerinden birisidir. Borcu olan tarafın belirli bir sürenin sonunda borcu sağlayana anaparaya ek olarak ödemek zorunda bulunduğu tutar faiz olarak adlandırılır. Kısaca bu ifadeyi verilen borcun kullanılması karşılığında alınan tutar olarak yorumlamak mümkündür. Başka bir tanıma göre faiz, firmaların genellikle yabancı kaynaklardan temin ettikleri finansmanın belirli vade sonunda ve belirli oranda yabancı kaynakla birlikte geri ödenmesi zorunluluğu bulunan, kullanım amacı kapsamında maliyet ya da gider niteliğine sahip olan unsur olarak değerlendirilir (Sayım, 2016).

Faiz tutarları, borcun ödeme şekline, vadesine, piyasa koşullarına ve niteliğine göre değişiklik göstermektedir. Faiz tutarı borcun maliyetini meydana getirerek firma için gider oluşturan bir unsurdur. Bu tür yabancı kaynak kullanımına bağlı olarak faiz, kısa, orta ve uzun vadeli olabilmektedir.

Firma aldığı kredi kapsamında ürün satın almış ve alınan ürünün bir kısmı dönem içinde satılmış ise satılan ürüne denk gelen kredi için ödemesi yapılan faizler direkt gider olarak ele alınmaktadır. Fakat satın alınmış olan ürünün, bir bölümünün satılamayarak dönem sonu stokları içine dâhil edilmesi mümkün olmaktadır. Bu tür durumlarda stoklara denk gelen kredi için ödenen faiz tutarının da bilinmesi gereklidir (Başaga, 1993).

Faiz, diğer yönüyle de para talep ve arzına bağlı olarak meydana gelen ve fonların kullanımının karşılığında ödenen bir ücrettir(Ceylan, 2004).

Tüm finansal araçlar faiz oranlarından etkilenmektedir. Ancak sabit gelire sahip olan enstrümanlar bu durumda daha fazla etkilenmektedir. Faizin ortaya çıkaracağı risk vadenin uzun ya da kısa olmasına göre değişiklik göstermektedir (Aksoy, 2017).

Amortismanına bağlı olan iktisadi varlıkların üretiminde ya da ediniminde kullanılmış olan kredilerin faiz oranlarının, aktif oldukları dönem sonuna dek ödenmesi ya da tahakkuk ettirilmesi ve varlık maliyetine dâhil edilmesi zorunlu olmaktadır. Aktifleştirme döneminin ardından faiz oranları istendiğinde varlık maliyetine istenirse de gider olarak yazılabilmektedir. Üretim döneminde kullanılmış olan kredi faizlerinin oranları sabit varlıkların ediniminde veya yapımında aktifleştirilmiş olan ardındaki faiz geliri için gider yazma seçeneği ya da ek maliyet başlangıçta olmalıdır. Bu durumun sebebi, kredi faiz oranlarının bir dönemin gideri ve bir dönemin maliyetine eklenme imkânının olmamasıdır (Özdemir ve Çelen 2003).

Bu bilgiler ışığında faizi kısaca, alınan borcun anaparasına ek olarak ödenen tutar şeklinde tanımlamak mümkündür. Borç alındığı zaman meydana gelen bir unsur olan faiz, borçlanma maliyetlerinin temel unsurlarından birisi olarak görülmektedir.

### 2.1.2. Kur Farkı

Bir ülkenin parasının başka ülkelerin parasına göre yaşadığı değişime kur farkı denilmektedir (Çiftçi ve Şahin, 2008).

Yaygın olarak yabancı ülke para birimlerine döviz denilmektedir. Fakat teknik açıdan nakit türünde elde edilen paraya efektif, nakde dönüştürülebilir bir araç biçiminde olanlara ise döviz denilmektedir. Döviz kurundan iki ülkenin ulusal para birimindeki farklılık kastedilmektedir. Bu bağlamda kur farkı ise aynı tutardaki farklı para birimlerinin döviz kurları üstünden sunulması neticesinde meydana gelen raporlama farklarıdır (Barry ve Niels, 2007).

Firmaların bir varlığın edinmesi esnasında ülke dışında yer alan işletmelerden yabancı para cinsinden borçlandıkları ya da döviz kredisi kullandıkları zaman ortaya kur farkları çıkabilmektedir. 213 sayılı Vergi Usul Kanununun 280. maddesinde yabancı paraların değerlemesine ilişkin bazı hükümler bulunmaktadır. Bu kapsamda paraların borsa rayici ile değerlendirilmesi gerekmektedir. Ancak yabancı paranın herhangi bir borsa rayici yoksa değerlendirme maksadıyla kullanılacak kur, Maliye Bakanlığı tarafından belirlenmektedir (GİP, 2022)

Firmalar yabancı para birimi üzerinden borçlandığında, borçlanılan tutarı o dönemki döviz kuru üzerinden Türk Lirası para birimine çevirerek yasal defterlerine kaydederler. O döneme ilişkin döviz tahakkuku ve dövizli borç anapara bakiyesi dönem sonlarında değerlendirilir ve ilgili olan döviz tutarı o dönemde geçerli olan döviz kuru ile Türk Lirası para birimine çevrilerek kayıt altına alınır. Bu durumun neticesi olarak borçlanılan ilk tarih ile ödeme ve değerlendirme anındaki kurun farklı olmasına bağlı olarak aleyhe ve lehe kur farkları oluşur (Özdemir ve Çelen, 2003).

Görüldüğü gibi kur farkları Türk Lirası olarak toplam borç maliyetinin bir unsurunu meydana getirmektedir. Muhasebe ilkelerinden birisi olan para ile ölçme ilkesi kapsamında incelenen kur farklarının, yabancı paraya dayanan işlemler ile bu ülkenin örtüşmemesinden kaynaklanmaktadır. Muhasebe kayıtlarında yer alan kayıtlı tutarlar, kaydın oluşturulduğu dönemin kurları ile Türk Lirasına çevrilmektedir. Kurlarda herhangi bir değişiklik meydana gelmesi durumunda bu bağlamda gerekli düzenlemeler de yapılmaktadır (Özdemir ve Çelen 2003).

Kur farkının meydana gelmesinde etkili olan başlıca faktörler şunlardır; yabancı paraların alımında düşük satımında yüksek ulusal para karşılığı olarak işlem yapılması, ihracat ve ithalat işlemlerinde malın bedelinin ödenmesi ile mal siparişi arasında bulunan sürede uygulamadan kaynaklanması, yurtdışı kaynaklı kredilerin temin edildiği tarihle kredi faiz ve tahsillerinin geri ödendiği tarihler arasında meydana gelen kur değişiklikleri ve serbest piyasada bulunan yetki sahibi mercilerin tespiti yaptığı kurlardan farklı olarak yabancı paraların alınıp satılması ile ortaya çıkan kur değişiklikleri (Sazak, 2000).

### **2.1.3. Vade Farkı**

Vade farkı en temel ifade ile herhangi bir mal yahut hizmetin peşin satış fiyatıyla vadeli veya taksitli satışı arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Mal yahut hizmet satışları nakit olarak gerçekleştirilebileceği gibi vadeli ve taksitle de yapılabilir. Vadeli yahut taksitli satışlar peşin satışlara göre ek bedel olarak ilave edilen vade farkına sahiptir. Öte yandan vadeli satışların ve taksitlerin bedelinin belirlenen tarihte ödenmemesi sebebi ile müşterilerden alınan ek farklar da vade farkı olarak tanımlanır (Değer, 2000).

Vade farkı müşteri ve satıcı arasında belirlenmiş olan ve borcun belirli bir dönem içinde ödenmesi gerektiği durumda hizmet yahut mal bedeline ilave olarak eklenen bir değer olarak tanımlanmaktadır. Vade farkının satıcı ve müşteri açısından analizinde fayda olacaktır. Vade farkı kavramı müşteri açısından vade farkı ile malın kullanımını erkene almasını sağlar. Bu sayede müşterinin malın değer artışından yararlanacağını söylemek doğru olacaktır. Bunun yanı sıra satıcı açısından vade farkının incelenmesi ise söz konusu olan değer artışından satıcının fayda sağlayacağı anlamına gelir. Aynı zamanda vade farkının sebep olduğu zorluk, risk ve enflasyonun karşılığının da istendiği görülebilmektedir. Bu açıdan vade farkı için malın kullanım faydasının bir fonksiyonu olduğunu söylemek mümkündür (Sayım, 2016).

Bu bilgiler kapsamında, vade farkı için satıcı açısından hizmet veya malın değerinin ödenmesinde yaşanan gecikmeden dolayı oluşabilecek zararı karşılamaya yönelik olduğunu aktarmak doğru olacaktır.

Vade farkının ortaya çıkma sebeplerinden birisi malın alınma sürecinde alıma yönelik olarak hazırlanan faturada ayrı bir kalem şeklinde belirtilmesi veya alım fiyatının gizlenerek fiyata eklenmesidir. Bir başka sebep ise ödemelerde ortaya çıkan gecikmelerdir. Faturada gizlenerek alış fiyatına eklenen veya açıkça gösterilen vade farklarının ayrıştırılması Vergi Usulleri Kanunu'na göre mümkün değildir. Bu sebeple emtianın maliyeti bu duruma dâhil edilmemektedir. TMS-2 Stoklar standardı kapsamında ise, bahsi geçen vade farkları dönem gideri şeklinde muhasebeleştirilmektedir. Bunun yanı sıra ödemelerdeki gecikmelerden meydana gelen vade farkları hem Vergi Usulleri Kanunu'na göre hem de TMS-2'ye göre stok maliyetlerine dâhil edilebilmektedir. Buna göre vade farkının doğrudan gider olacak şekilde muhasebeleştirilmektedir. TMS-23 Borçlanma Maliyetleri Standardı'nda ise bu durumun her ne kadar adı geçmiyor olsa da diğer standartlarda bahsedilen ve faiz kapsamına yer alan faktörler; vadeli alımlarda kur farkı ile vade farkları, vadeli satımlarda kur farkı ile vade farkları de bu standart kapsamına değerlendirilmektedir (Barry vd., 2007).

#### **2.1.4. Komisyon ve Masraf Karşılıkları**

Komisyon, firmanın genellikle bir finans kurumu tarafından yapılan hizmetlerinin karşılığında kuruluşa hizmetin karşılığı olarak ödenen bedeldir (Sevilengül, 2003).

Bir firmanın faaliyetlerini devam ettirirken mali işlemler neticesinde banka ya da farklı diğer firmalara ödedikleri gider çeşidi, komisyon ve masraf karşılıkları olarak değerlendirilmektedir. Komisyon giderleri acente, temsilci ve benzeri kişilere ödenen gideri kapsarken firmanın gelir tablosunda, bu tutara zararlar ve diğer olağan giderler kaleminde yer almakta ve muhasebeleştirilmektedir. Firmaların esas faaliyetlerini kapsayan işler için ödedikleri komisyonlar bahsedilen hesapta gösterilmektedir (Sevilengül, 2004).

Bankalar aracılığı yapılan işlemler nedeniyle meydana gelen masraflara karşılık bankaların işletmelerden istedikleri bedellere ise masraf karşılıkları denilmektedir.

### 2.1.5. İskonto Giderleri

Gerçekleştirilen satış esnasında bazı koşulların yerine getirilmesi nedeniyle alıcı firmanın satıcı firmadan aldığı indirimde iskonto denilmektedir. İskonto, firmalara tarafından satışı yapılmakta olan mal ve hizmetlerin değerinin korunması ve bu ürünlere olan talebin artması amacıyla yerine getirilen bir uygulamadır. Firmalar tarafından satışı yapılan ürünlerde iskonto uygulanmasının amacı, söz konusu olan ürünlerin reklamının yapılması ve tanıtımının sağlanmasıdır. Bu durum talebi artırarak pazara girişi özendirilmektedir. Pazarlama politikasının bir parçası olarak görülen iskonto, satışı yapılan bir hizmet ya da malın normal fiyatından daha aşağı fiyata satılması demektir. Firmalar bu sayede, fiyat indirimi ile yani iskonto aracılığıyla alıcıların dikkatini çekmeyi ve mallarının satışının daha çok olmasını hedeflemektedir. Bu durum temelde malın olması gerekenden ucuz fiyata satılmasını gerektirdiğinden gider kapsamında değerlendirilmektedir (Demir, 2012).

### 2.1.6. Vergiler

Yabancı kaynağın işletmeye efektif (gerçek) maliyeti, işletmenin karşı karşıya olduğu vergi oranına bağlı olarak değişmektedir. Borçlanmanın gerçek maliyeti, işletmenin ortalama vergi oranı arttıkça azalmaktadır. İlgili dönemde kârı (matrahı) olan veya ilgili dönemde zarar etmiş olsa da gelecek dönemlerde bu zararı matrahtan mahsup etme olanağına sahip olan işletmeler, borç/özkaynak oranını artırarak; hem “finansman kaldırıcı”nın etkisi hem de vergi tasarrufu etkisiyle sermaye maliyetlerini düşürebilme olanağına sahiptirler.

İşletmenin sermaye yapısının, borç/özkaynak oranını azaltacak şekilde, bir başka ifade ile özkaynak finansmanına ağırlık verecek şekilde değiştirilmesi durumunda, vergi tasarrufu etkisi ve finansal kaldıraçtan yararlanma olanağı azalacaktır. Aşırı bir durum olarak; bütünüyle özkaynakla finanse edilen bir işletme borçlanmanın vergi tasarrufu etkisinden yararlanamaz.

Türkiye’de kurumlar vergisi uygulamalarında; özsermaye üzerinden ödenen veya hesaplanan faizler (örtülü sermaye de dahil olmak üzere) vergi matrahının belirlenmesinde indirim olarak dikkate alınmamaktadır. Aynı şekilde gelir vergisi uygulamalarında da işletme sahibinin işletmeye koyduğu sermaye için yürütülecek faizler gider olarak kabul edilmemektedir. Benzer şekilde, kurumlar vergisine tabi



işletmelerin hissedarlarına ödedikleri kâr paylarının (temettüleri) da vergi matrahından indirilmesi olanağı bulunmamaktadır (Sayılğan ve Doğan, 2005).

### **2.1.7. Sermaye Yapısı**

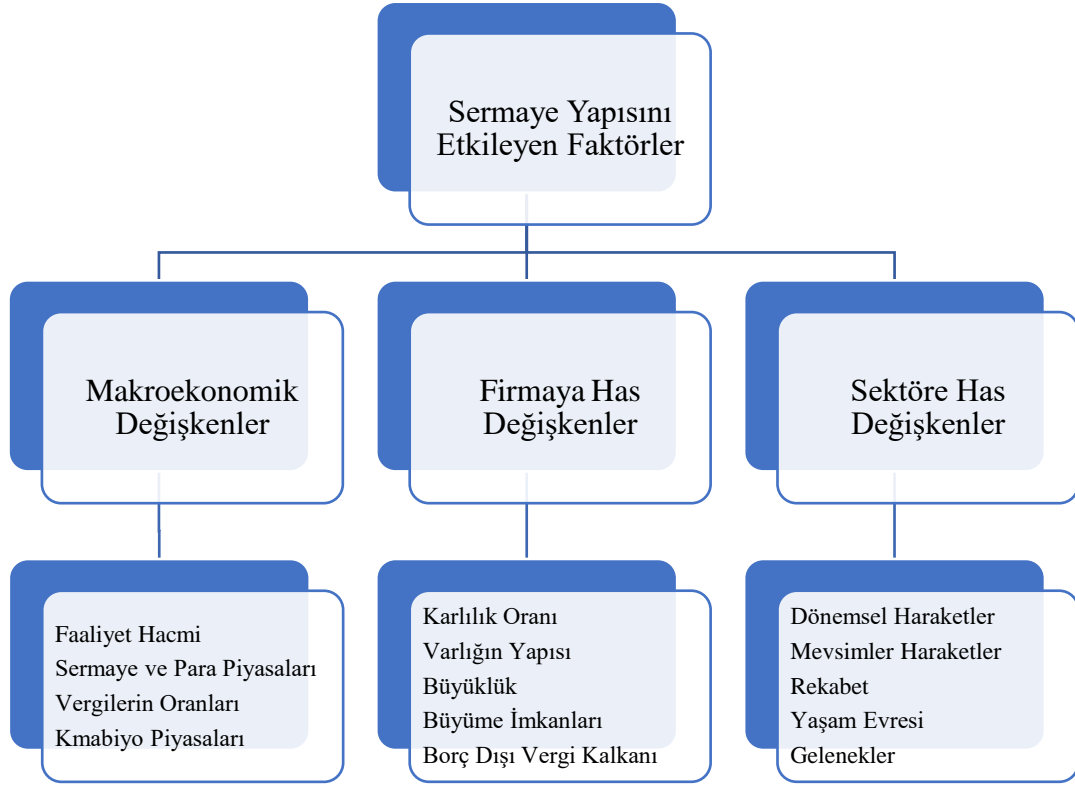
Finans yöneticisi tarafından alınan finansman kararları firmaların finansal yapıları için son derece kritik öneme sahiptir. Bunun sebebi işletmenin faaliyetini devam ettirmek için gerekli olan sermayeyi bulundurmasına ek olarak uygun bir de sermaye yapısına sahip olmaları gerektiğidir. Bu bağlamda sermaye yapısı ile alakalı verilecek olan yanlış kararlar işletmeyi finansal açıdan büyük problemlerle karşı karşıya bırakabilir.

İşletmelerin sermaye yapısı, finansal yönetimin önemli bir konusudur. Sermaye yapısı, işletmenin sahip olduğu kaynakların borç ve özkaynaklar arasındaki dağılımını ifade eder. Bir işletmenin sermaye yapısı, borç ve özkaynaklar arasındaki oranlarını belirlerken, finansal riski de etkileyen bir faktördür. Dolayısıyla, işletmelerin sermaye yapısı konusunda doğru bir strateji belirlemeleri, finansal yönetim açısından oldukça önemlidir.

Firmalar için optimal sermaye yapısına ulaşmak için kullanılacak bir formül olmaması sebebi ile işletmenin sermaye yapısına doğrudan tesir eden faktörler ve yöntemlerle optimal bir sermaye yapısı meydana getirilmeye çalışılmalıdır.

Şekil 2.1.'de firmaların sermaye yapıları üstünde etkili olan değişkenler topluca gösterilmiştir ( Aydın, 2009 ).

## Şekil 2.1. Firma Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler



Firmaların sermaye yapısında etkisi bulunan faktörler Şekil 1.1.'de gösterildiği gibi, sektöre has değişkenler, makroekonomik değişkenlikler ve firmaya has değişkenler olsa da sermaye yapısı üstüne yapılmış bulunan çalışmaların pek pek çoğunda firmaya has değişkenler üstünde daha çok durulmuştur.

Bir işletmenin sermaye yapısı, birçok faktörden etkilenir. Bunlar arasında işletmenin büyüklüğü, faaliyet alanı, pazar koşulları, finansman maliyetleri, yatırım ihtiyaçları ve risk tercihi yer almaktadır. Bu nedenle, işletmelerin sermaye yapısı stratejileri, işletmenin özelliklerine uygun bir şekilde tasarlanmalıdır.

Bununla birlikte, işletmelerin sermaye yapısı stratejilerinde kullanılacak bir model önerisi olarak, risk yönetimi ve finansal esneklik ön planda tutulabilir. Bu model önerisi, işletmenin özkaynaklarını korurken, finansman maliyetlerini azaltmak için borç kullanımını da göz önünde bulundurur. İşletme, borçlanma yoluyla finansman sağlarken, finansal risklerin minimize edilmesi için faiz oranı, vade ve geri ödeme koşullarını dikkatle belirleyebilir. Ayrıca, işletme, finansal esnekliği artırmak için, borç ve özkaynakların birleştirilmesi yoluyla finansman kaynaklarını çeşitlendirebilir.

Bu model önerisi, işletmenin özelliklerine ve ihtiyaçlarına göre uyarlanabilir. Örneğin, yüksek büyüme potansiyeli olan bir işletme, yatırım ihtiyaçlarını karşılamak için daha fazla borç kullanabilirken, düşük risk tercih eden bir işletme, daha fazla özkaynak kullanarak finansman sağlayabilir.

Sonuç olarak, işletmelerin sermaye yapısı stratejilerinin belirlenmesi, finansal yönetim açısından önemlidir. Risk yönetimi ve finansal esneklik ön planda tutularak tasarlanacak bir model, işletmelerin finansman maliyetlerini azaltırken, finansal risklerin minimize edilmesine de yardımcı olacaktır (Aydın, 2009)

### **2.1.7.1. Makro Ekonomik Değişkenlikler**

Firma tarafından alınan yatırım ya da finansman kararları genellikle ülke ekonomisinin içinde bulunduğu ekonomik durumdan etkilenir. Ekonomide karar alıcılar tarafından izlenen politikalar ve meydana gelen değişiklikler firma yatırım kararlarını direkt olarak etkilemektedir. Firmanın faaliyet sürdürdüğü endüstride ve ekonomik hayatta yaşanan gelişmeler, firma sermaye yapısına etki eder. Firmanın içinde yar aldığı endüstride büyüme beklendiğinde fonlarda beklenen artış finansmanda daha çok yabancı kaynak kullanımına bağlı sorunların önlenmesine katkıda bulunur. Bunun karşılığında eğer endüstri kolunda bir küçülme bekleniyorsa firmalar bu durumdan olumsuz yönde etkilenecektir (Akgüç, 1998).

Ekonomik göstergelerden biri de Gayrı Safi Yurtiçi Hasıladır. Firmalar açısından ele alındığında bu gösterge firmalar tarafından karşı karşıya kalınan fırsatların ve projelerin optimal finansmanına etkisini göstermektedir (Yıldırım ve Eceyurt, 2012).

Ülkeler arasında bulunan gelişmişlik düzeyleri sermaye piyasalarını büyük oranda etkilemektedir. Sermayenin tabana yayılması ve sermaye piyasalarındaki derinleşme gelişmiş ülkelerde rastlanılmakta olan bir durum olarak küçük ve orta ölçeğe sahip firmalarına da büyük firmalar kadar avantaj sağlayabilmektedir. Sermaye piyasasının gelişmesine bağlı olarak bankacılık sektörünün de gelişmesi kredi imkanlarının genişlemesini sağlamaktadır. Bu durum küçük işletmelerin de kredi kaynağına kolayca ulaşmasına katkı sağlamaktadır (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001).

### 2.1.7.2. Sektöre Has Değişkenler

Firmaların faaliyetlerini yürüttükleri endüstride bulunan rekabet türü, dönemsel ve mevsimlik hareketlerden etkilenme derecesi, endüstrideki gelenekler ve yaşam evresi firmaların kullanacakları finansman kaynağını etkilemektedir.

Mevsimsel açıdan yoğun hareketlilik yaşayan sektörler, esnekliğin sağlanması amacıyla genellikle kısa süreye sahip mali kaynaklara ihtiyaç duymaktadır. Uzun süreli olan finansman kaynakları firmaları uzun dönemli yükün altında bırakacağından firmaların mevsimsel hareketlere uyum sağlaması güçleşmektedir. Her firmanın kendi sektöründeki finansal dalgalanmalardan etkilenme derecesi farklıdır. Kimi sektörlerin satış ve üretim oranları ekonomik hareketlilikten çok etkilenmezken kimi sektörler ise bu durumdan oldukça yoğun şekilde etkilenmektedir. Özellikle dayanıksız tüketim malları üreten sektörlerde ekonomik dalgalanmalardan etkilenme oranı oldukça azdır. Bu sektörlerdeki mali kaynakları için tercih yapılacağına esneklik ve risk göz önüne alınmalıdır. Finansman riskini artıran ağır borç yükü faaliyetlerin hareketsiz olmadığı süreçlerde firmalara sorun oluşturabilmektedir. Ekonomik dalgalanmalara duyarlılığı fazla bulunan sektörlerde risklerden korunmak amacıyla öz sermaye kullanımına önem verilmesi son derece önemlidir (Acaravcı, 2004).

Firmaların sermaye yapısına tesir eden bir diğer etken de içinde yer aldığı sektörün rekabet yapısıdır. Firmalar için borç tutarı satışlar üstünden sağlanan kar en az satış kadar önem arz etmektedir. Bu sebeple satışlardan elde edilen kar ve satışların düzenliliği son derece önemlidir. Rekabetin çetin olacağı dönemlerde satışlar ve satışlardan elde edilecek olan karın tahmininin güç olacağından mevcut riskleri yükseltmemek amacıyla öz sermayeye bağlı finansmanın tercih edilmesi önemli olacaktır. Rekabetin sınırlı bulunduğu sektörlerde finansmanda daha çok yabancı kaynak kullanımına gidilmesi daha düşük bir risk doğuracaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2008).

Firmaların yaşam eğrileri gibi, sektörler de gelişmekte ve gerilemektedir. Sektörlerin yeni meydana geldiği dönemlerde öz sermayeye ağırlık vermek olası riskleri önleyecektir. Gelişme döneminde finansmanda hareket serbestisi ve esneklik ön plana çıkmaktadır (Acaravcı, 2004).

Kimi sektörlerde firma finansmanı açısından yerleşmiş olan bir takım gelenekler bulunabilir. Böyle sektörlerde etkinliği bulunan firmaların finansman yapılarını ortaya koyan oranların geleneksel yapıdan farklılık göstermesi yeni kaynaklara ulaşmada zorluk yaşanmasına neden olabilir. Bu sebeple firmalar faaliyet yürüttükleri sektörlerde geleneksel yapıdan uzaklaşmadan sermaye yapısı oranlarını dengede tutmaya gayret etmelidir (Akgüç, 1998).

### 2.1.7.3. Firmaya Has Değişkenler

Ampirik ve teorik araştırmalar firmaların varlık yapısı, karlılık, vergi, firma büyüklüğü, likidite düzeyi, volatilité, borçlanma düzeyi, firma yaşı ve borç dışı vergi kalkanı gibi firmaya has değişkenlerin sermaye yapısını etkilediğini ortaya koymuştur. Firmaya özgü faktörler ve firmaların sermaye yapısı arasında bulunan bağlantı, firma kaldıraç oranlarının borç dışı vergi kalkanı, sabit varlıklar, firma büyüklüğü ve yatırım fırsatları ile kaldıraç oranının arttığını reklam masrafları, karlılık, iflas olasılığı ve volatilitéye bağlı olarak kaldıraç oranının azaldığını göstermektedir(Harris ve Raviv, 1991).

Sermaye yapısına ilişkin olarak yapılan çok sayıda çalışmada varlık türlerinin sermaye yapısı üstünde etkili olduğu ortaya konulmuştur. Firmalar tarafından sahip olunan varlıklar borçlanma üstünde doğrudan etkiye sahip olduğu için bu kaniya varılmıştır.

Firmalar tarafından sahip olunan maddi sabit varlıklar her zaman borç verenler bakımından bir garanti unsuru şeklinde değerlendirilir. Toplam varlıklar içinde yar alan maddi varlıkların miktarı borç oranlarının belirlenmesinde etkili olmaktadır. Maddi kaynakları bilançosunda çok olan firmaların tasfiye durumunda kıymeti yüksek bulunacağından bu firmalara borç sağlayanlar tarafından kredi sunmada daha gönüllü olduğu ortadadır. Firmaların tasfiye değerleri maddi varlıkların miktarı ile artmaktadır. Duran varlık oranında yükselme olması firmanın iflas etmesi halinde firmanın yanlış fiyatlanma ihtimalini düşüren bir unsurdur (Deesomsak vd., 2004).

Sermaye yapısı üzerine olan araştırmalar incelendiğinde kaldıraç oranı ile karlılık arasında direkt ilişki bulunduğunu öne süren çalışmalara rastlamak mümkündür. Fakat yapılan çalışmalarda borç düzeyi ile karlılık arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Teorik yaklaşımlar ele alındığında toplam borç düzeyi ve karlılık

ile kaldıraç oranı arasında hangi yön olduğu bilinmeyen bir ilişki vardır. Bu ilişkinin negatif mi yoksa pozitif mi olduğunu saptamak son derece zordur. Yapılan çalışmalar borçlanma ve karlılık arasında her iki yönde de bir ilişki bulunduğunun söylenmesini mümkün kılmaktadır.

Sermaye yapısı ile firma büyüklüğü arasında bulunan ilişki de yine çok sayıda çalışmaya konu olmuştur. Ortaya konulan çalışmalarda kaldıraç oranı ile firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Firma büyüdüğünde sermaye piyasasından fon sağlaması kolaylaştığından borçlanması daha düşük faizle olacak ve bu sayede iflas riski de düşecektir. Ayrıca bu pozitif ilişki firma gelirlerinin düzenli olması ile açıklanmaktadır (Durukan, 1997).

Firmalar tarafından kullanılan borçların faizlerinin vergi muafiyeti kapsamında düşülmesi vergi kalkanını tanımlamaktadır. Firmalar için vergi faydası meydana getiren amortismanlar, yatırım indirimleri ve yatırım kredileri tarzındaki veriden tasarruf sunan farklı kalemler de borç dışı vergi kalkanı şeklinde isimlendirilmektedir (Durukan, 1997).

Daha çok borç harici vergi kalkanına sahip bulunan firmaların borç kullanmaları daha az oranda olmaktadır. Bunun sebebi finansman için kullanılacak içsel fonların artmasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanı sıra borcun muhtemele vergi avantajı borç harici vergi kalkanı ile azalmakta ek olarak kaldıraç oranı ile arasında olumsuz anlamda bir bağlantı bulunmaktadır (Deesomsak vd, 2004).

Firmalar yüksek büyüme oranları ile güven duygusu kazanmaktadır. Bu duygunun borçlanma isteğinin artıracığı yönünde yapılan çalışmalar büyüme olanakları ile kaldıraç oranı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Buna karşın büyümekte olan firmaların daha az borç kullanma yoluna gitmeleri temsil maliyetlerini azaltmak için başvurdukları bir seçenek olarak görülmektedir. Bu durum negatif yönlü bir ilişkiyi işaret etmektedir (Terim, 2009).

Faaliyet karı yüksek olan firmalar büyüme olanakları kapsamında değerli duran varlıklara daha çok sahip olmaktadır (Myers, 2001).

Yüksek büyüme hızına sahip olan firmalar, yeterli gelir sağlamak ve ek faiz giderlerinin karşılanması amacı ile yüksek finansal kaldıraç hedeflemektedir. Öte yandan büyüme hızı yavaş olan firmalar için sabit zorunlulukları karşılamada yetersiz kazanca sahip olduklarından finansal kaldıraç oranını artırmaya çalışmaları olumsuz bir netice doğuracaktır (Hatfield vd., 1994).

Firmanın sermaye yapısında bulunan borç oranını ve ilgili borcun vadesini belirlemede etkili olan bir diğer firmaya has değişkenlerden biri de likidite düzeyidir. Firmaların borçlanma düzeyinin hesaplanmasında kullanılıyor olan kısa vadeli borçlar ayrıca firmanın likidite düzeyini de belirlemektedir. Bu sebeple sermaye yapısı ile likidite düzeyi arasında bulunan ilişkinin incelenmesinde likidite oranı kullanılmaktadır. Kısa vadeli borçlara oranlanan stok dışı dönen varlıklar likidite oranının belirlenmesini sağlamaktadır. Ortaya çıkan bu miktar firmanın kısa dönem borçlarının hangi oranda kendi fonları tarafından karşıladığı hakkında bilgi vermektedir (Ata ve Ağ, 2010).

Sermaye yapısı üstünde ortaya konulan çalışmalar borçlanma oranı ile likidite oranı arasında olumsuz anlamda bir bağlantı bulunduğunu ortaya koymaktadır. Bu bağlamda hiyerarşi yaklaşımına göre likiditesi az olan firmaların daha düşük oranda borçlandığı belirtilmektedir. Bu firmaların yatırımlarını kendi fonlarıyla karşılayabileceği anlamına gelen bu duruma, ek olarak hissedarlar lehine ve alacaklar lehine olmak üzere iki farklı şekilde likit varlıkları manipüle eden yöneticiler borçlanmanın temsilcilik maliyetini de artırabilmektedir (Deesomsak vd, 2004).

Firmaların borç oranlarının yüksek olması öz sermaye riskini de büyük oranda etkilemektedir. Netice olarak hissedarlar talep etmiş oldukları getirinin oranını faaliyet riskinin yanı sıra finansal kaldıraç oranının yüksekliğine bağlı riskleri de göz önüne olarak belirlemektedir. Buna bağlı şekilde finansal kaldıraç oranı arttıkça öz sermaye maliyeti de artacaktır (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001).

Daha uzun süre faaliyet gösteren firmaların daha yüksek kar elde etmesi olasıdır. Bu durum firma yaşının sermaye yapısı üstündeki etkisi ile doğrudan ilişkilidir. Yaşı büyük olan firmaların iflas etme riskleri daha düşük olacağından daha istikrarlı ve yüksek gelire sahip olduğu varsayılabilir (Deesomsak vd, 2004).

Sermaye yapısı kararları, öz sermaye ve dış kaynağın toplam borç içinde hangi oranda olduğunu belirtmektedir. Sermaye yapısında kullanılan borçla finansmanın farklı avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Borçlanma finansmanın borç maliyetini düşürme ve ödenen faizin vergi matrahından düşürülmesi gibi avantajları bulunmaktadır. Bu bağlamda ortaya çıkan dezavantaj ise borç kullanımının finansman riskini artırmasıdır. Bu durum firma için hem öz sermaye hem de borç maliyetini artırmaktadır. Bir başka dezavantaj olarak faiz giderlerinin karşılanmasında faaliyet gelirlerinin yetersiz kalması ve firmanın zor günler geçirmesine sebep olmasıdır. Bu durumda firma için iflas dahi söz konusu olabilmektedir. Borç kullanımına bağlı meydana gelen riskler sebebi ile faaliyet nakit artışları ve kazancı dalgalı seyre sahip olan firmalar borç kullanımını sınırlama eğilimine girmektedirler (Brigham ve Houston, 2014).

## 2.2. Literatür Araştırması

Gerek teorik gerekse ampirik literatür, işletmelerin borçlanma maliyetlerini etkileyen çok sayıda faktörün olduğunu de ileri sürülmektedir. Aşağıda firmaların borçlanma maliyetlerini etkileyen faktörler yurt içi ve yurt dışı çalışmalar bağlamında incelenmektedir.

Ross (1977), tarafından borçlanmanın işaret etkisi üzerinde durulan çalışmada daha yüksek tutara sahip olunan borcun işletmenin geleceğini ve borç ödeme kapasitesini etkilediği ortaya konulmuştur.

Masulis (1983), tarafından yapılan çalışmada 1963 ile 1978 döneminde 273 firmanın borç kullanım düzeyi değişimi ele alınmış, meydana gelen değişimler ile hisse işletme değeri ve işletme değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ortaya çıkan bu artışlar ise vergi tasarrufu ve bilgi etkisiyle açıklanmıştır.

Hatfield vd, (1994), tarafından yapılan çalışmada 1892 ile 1986 yılları arasındaki 183 işletmenin endüstri ortalamasından yüksek ve düşük olarak sınıflandırılması yoluyla verileri incelenmiş, bu işletmelerin borç ilanlarına olan piyasa reaksiyonları CAR ölçümü ile değerlendirilmiştir. Araştırma sonucunda borçluluk düzeyi yüksek bulunan işletmelerin yeni borçlanma ilanına piyasadan bazı dönemlerde anlamlı şekilde negatif tepki verildiği görülmüştür. Bu bağlamda düşük



borçlanma düzeyine sahip olmayan ile düşük borçlanma düzeyine sahip olan şirketlerin arasında istatistiksel açıdan fark bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Spiess ve Afeleck (1999), tarafından yapılan çalışma 1975 ile 1989 yılları arasındaki dönemde gerçekleşmiş 392 borç ilanının ardından uzun süreli hisse senedi getirilerinin incelenmesi neticesinde beş yıllık elde bulundurma getirisi kapsamında istatistiksel açıdan anlamlı negatif ilişki saptanmıştır.

Muratoğlu ve Whittington (2001), tarafından yapılan çalışmada borçlanma düzeyi ile firma performansı, tahmin gücü ve uzun dönemli hisse senetlerinin getirileri değerlendirilmiştir. Araştırma sonucu ile makul seviyede düşük borçlanma düzeyine sahip firmalardan oluşturulan gelen portföylerin piyasa getirisinden büyük oranda (%20) getiri sağladıklarını ortaya koymuştur. Çalışmada borçlanma düzeyleri ile hisse senedi getirilerinin bağlantısının bulunduğu, düşük borçlanma düzeyinin işletmeler ve yatırımcılar tarafından cezbedici bir nitelik taşıdığı ifade edilmiştir.

De Jong ve Veld (2001), tarafından Hollanda'da yapılan çalışmada bu ülkede faaliyet sürdüren firmaların borçlanma araçları ve öz sermaye artışları incelenmiştir. Büyüme potansiyeli bulunan pozitif nakit akışına sahip firmaların borçlanma seviyelerini daha çok artırmak istedikleri, yöneticilerin ise bu durum karşısında sahip oldukları gücü kaybetmemek adına borçlanma hususunda isteksiz oldukları saptanmıştır. Bu durumda finansman ve öz sermaye %7 oranında, finansman ve borçlanma araçları ise %9 oranında kümülatif aşırı kazanç sağlandığı belirtilmiştir.

Harvey, (2004), tarafından yapılan çalışmada gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında, borçlanmanın yüksek yatırım sorunu ortaya çıkardığını, uluslararası sendikasyon kredileri ile gerçekleşen borçlanmanın bazı kısıtlamaları beraberinde getirdiğine dikkat çekilmiştir. Bu kapsamda denetim ve gözetim uygulamaları ile firma yöneticilerin etkinliklerine sınırlamalar getirildiği ve bunun yanı sıra daha yüksek kümülatif getiri sağlandığı ifade edilmiştir.

Topal (2006), tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada 1997 ile 2003 yılları arasında İMKB'ye kote imalat işletmelerinin, sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve karlılıkları analiz edilmiştir. Araştırma örneklemini kapsamında yer alan işletmelerin finansal kaldıraç oranlarının, karlılıklarını etkisi de test edilmiştir. Araştırmadan elde edilen sonuçlar doğrultusunda işletmelerin varlıklarını borç ile finanse etmeleri, belirli

bir orana kadar öz kaynak karlılıklarını olumlu yönde etkilemişken belirli bir oran sonrasında olumsuz yönde görülmüştür. Araştırmadan elde edilen bir başka sonuç ise sermaye yapısı işletme ölçeği açısından farklılık göstermekteyken, finansman maliyetlerinin farklılık göstermemesidir.

Davis vd, (2006), tarafından yapılan çalışmada hem hisse senetleri hem de borçlanma için gerçekçi davranış sağlayan bir yaşam döngüsü modeli oluşturulmuştur. Anahtar model bileşeni, borçlanma maliyeti ile risksiz yatırım getirisi arasındaki fark olmuştur. Bu kapsamda, borçlanmanın, maliyetine bağlı olarak özkaynak talebini artırabileceği veya azaltabileceği söz konusu olmuştur. Beklenen öz sermaye getirisine eşit bir borçlanma oranı öz sermaye talebini en aza indirmektedir. Borçlanmayan veya risksiz orandan sınırlı borçlanmaya sahip alternatif modellerin, çalışma bağlamında aynı anda borçlanma ve hisse senedi tutmalarına ilişkin ampirik kanıtlara uymadığı görülmüştür.

Baldemir ve Süslü (2008), IMKB 100 Endeksinde konumlanan firmaların hisse senedi fiyat artışı ile kısa vadeli borçlanma düzeyleri arasındaki bağlantıyı ele almıştır. Modigliani ve Miller teoreminin geçerliliğini test etmek maksadında olan bu araştırmanın neticesinde Modigliani-Miller tarafından ortaya atılan teoreminin Türkiye için geçerli olmadığı saptanmıştır.

Akkaya (2008), tarafından yapılan çalışmada Türk sanayisi içinde yer alan Deri-Tekstil sektörünün sermaye yapısında karlılık ve varlıkların ilişkisi incelenmiştir. Bu bağlamda ölçek değişkeni ile kaldıraç oranı arasında olumsuz anlamda bir bağlantı ortaya çıkmıştır.

Terim ve Kayalı (2009), tarafından yapılan çalışmada Türkiye’de halka açık işletmelerin sermaye yapılarına etki eden işletmeye özgü özellikler ele alınmıştır. Borç dışı vergi kalkanı, büyüklük, net sabit varlıklar, büyüme fırsatı ve büyüklük etmenleri çalışma kapsamında incelenmiştir. Firmaların sermaye yapıları ile karlılık ve net sabit varlıklar arasında anlamlı ve güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Borç dışı vergi kalkanı ve büyüklük arasında güçlü fakat iktisadi açıdan anlamı bulunmayan sonuçlara erişilmiştir.

Okuyan ve Taşçı (2010), tarafından sanayi işletmelerinde işletmelerin borçlanma davranışlarının açıklanması için dengeleme kuramı ve finansman hiyerarşisinden hangisinin daha etkili olduğunu ortaya çıkarabilmek adına bir çalışma yapılmıştır. Her yıl İstanbul Sanayi Odası tarafından açıklanan ilk 500 ve ikinci 500 büyük firma veri seti bağlamında söz konusu 1000 firmaya dair 1993 ile 2007 yılları arasındaki yıllık panel veri çalışma kapsamında analize tabi tutulmuştur. Netice olarak borç kullanımı gerçekleştiren işletmelerin daha fazla katma değer ortaya koyduğu fakat işletmelerin öncelikli olarak kaynak ihtiyacını oto-finansmandan sağladığı görülmüştür. Ancak iç fonların yeterli olmadığı durumlarda borçlanma yoluna gidildiği ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan bu bulgu, Türkiye’deki sanayi işletmelerinin borçlanma davranışının ortaya konmasında Finansman Hiyerarşisi teorisinin daha etkili sonuçlar verdiğini göstermiştir.

Sakai ve Watanabe (2010), tarafından Japonya’da yapılan çalışmada borçlanma maliyetlerinin firmalar yaşlandıkça nasıl geliştiği araştırılmıştır. 1997–2002 için yaklaşık 100.000 bankaya bağımlı küçük firmadan oluşan yeni bir panel veri seti kullanarak ve “uyum” kanalına (yani hayatta kalan firmaların borçlanma maliyetleri yaşlandıkça düşer) ve “seçim” kanalına (yani toplam Borçlanma maliyetleri) dikkat çekilmiştir. Ek olarak, Japonya’daki firma seçim sürecinin doğal olup olmadığını da çalışma kapsamında incelenmiştir. Elde edilen bulgular, Japonya’daki kredi tahsisi üzerine önceki çalışmaların sonuçlarıyla çelişen, düşük kaliteli firmaların ayrılmasının, daha yüksek borçlanma maliyetleriyle karşı karşıya kalmasının ve sonunda piyasadan çıkmak zorunda kalmasının doğal olduğunu göstermektedir. Ayrıca, borçlanma maliyetlerinin gelişiminin kısmen seçimden kaynaklandığını ancak esas olarak uyumdan kaynaklandığını sonucu çalışmanın temelinin oluşturmaktadır.

Ata ve Ağ (2010), tarafından gerçekleştirilen araştırmada işletme özelliklerini temsil eden sermaye yapısının belirleyicileri olarak faiz karşılama oranı, likidite oranı, borçlanma oranı, işletme büyüme oranları ve işletme büyüklüğü incelenmiştir. Sermaye yapısının üstün işletme karakteristiğine etkisi veriye dayalı biçimde analiz edilmiştir. Çalışma kapsamında İMKB’de işlem gören Makine ve Gereç Yapım, Metal Eşya ve Metal Ana Sanayi sektörlerinde etkinlik gösteren firmalar değerlendirilmiştir.

Çalışma sonucunda işletme büyüklüğü dışında kalan tüm etkenlerin sermaye yapısı üstünde olumsuz etkisinin bulunduğu ortaya çıkmıştır.

Gülşen ve Ülkütaş (2012), tarafından dengeleme teorisi ile finansman hiyerarşisi teorisinin işletmelerin sermaye yapısının belirlenmesi üstündeki etkileri her iki teorisinin de bazı ortak önermelerinin bulunduğu ortaya konmuştur. Finansman hiyerarşisi ve dengeleme teorisi temettü ile kaldıraç arasında bulunan ilişkiye ve kaldırıca yönelik farklı tahminlerin ortaya atılmasına sebep olmuştur. Çalışmada yer alan modele göre kaldıraç ile firma büyüklüğü ve karlılık arasında olumsuz anlamda önemli bir korelasyon bulunduğu saptanmıştır. Önceki dönemlerde yapılan temettü ödemeleri ile kaldıraç arasında kayda değer bir sonuç ortaya çıkmamıştır. Elde edilen sonuçlar, dengeleme teorisi yerine finansman teorisinin daha çok desteklendiğini göstermektedir. Çalışma modellerinden sağlanan sonuçlar finansman hiyerarşisi teorisinin kesin olmayan sonuçlar ile desteklendiğini göstermektedir. İMKB'ye kote olan sanayi işletmelerine yönelik 1990 ile 2005 yılları arasındaki verilerin incelenmesi sureti ile gerçekleşen çalışmada mali tablolarından yararlanılmış ve bahsi geçen dönemde sanayi firmalarının sermaye yapılarının belirlenmesinde geleneksel modellere yer verdikleri tespit edilmiştir.

Jae (2012), tarafından ABD'de gerçekleştirilen çalışmada finansal sürtüşmelerin kaynakların üretken birimler arasındaki dağılımını bozar nitelikte olduğuna dikkat çekilmiştir. Finansman seçimlerinde bu tür sürtüşmelerden etkilenen firmalar, sermaye piyasalarına hazır erişimi olan firmalardan daha yüksek borçlanma maliyetleriyle karşı karşıya kalmaktadır. Sonuç olarak, girdi seçimleri firmalar arasında üretken verimlilikleri ile ilgili olmayan şekillerde sistematik olarak farklılık gösterebilir niteliktedir. Bu tür yanlış tahsis nedeniyle toplam kaynaklardaki kaybın büyüklüğünün ampirik olarak değerlendirilmesine izin veren bir muhasebe çerçevesi olması önemli olacaktır. İkinci dereceden bir yaklaşımla, çerçeve yalnızca, ABD'deki imalat firmalarının bir alt kümesi için doğrudan ödenmemiş halka açık borçlarının faiz oranı marjlarından ölçülmesi, şirketler genelinde borçlanma maliyetlerinin dağılımı hakkında bilgi vermektedir. Borçlanma maliyetlerinde gözlemlenen dağılım göz önüne alındığında, kaynakların yanlış tahsisi nedeniyle verimlilikte nispeten mütevazı bir kayıp oluşmaktadır. Toplam faktör verimliliğinin (TFV) yüzde 1 ila 2'si düzeyinde olduğu, çalışma neticesinde elde edilen verilerden birisidir. Finansal çarpıklıkların ve

firma düzeyinde etkinliğin normal dağıldığı varsayımı altında, firma büyüklüğü ile borçlanma maliyetleri arasındaki korelasyonun TFV kayıpları üzerinde hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Firma büyüklüğü ile borçlanma maliyetleri arasındaki kovaryasyonun etkisini hesaba katmak için, log-normallik varsayımını ortadan kaldıran ve kaynak kayıplarının biraz daha yüksek tahminlerini (ölçülen TFP'nin yaklaşık yüzde 3,5'i) ima eden daha genel bir çerçeveyi ele almak gereklidir.

Huston (2012), tarafından gerçekleştirilen bir araştırmada finansal okuryazarlık ile ABD'li tüketiciler arasında kredi kartları ve ipotek kredileri yoluyla borçlanmanın maliyeti arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma, beşeri sermaye ile ilgili olarak borç seviyelerine odaklanan önceki çalışmalardan farklıdır. Aylık Tüketici Finansmanı anketinden elde edilen veriler, finansal okuryazarlığın diğer insan sermayesi etkilerini kontrol eden kredi kartları ve ipotek borçlanma oranları üzerindeki etkisini özel olarak incelemek için kullanılmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlar, finansal okuryazar olanların hem kredi kartları hem de ipotek kredileri için daha düşük borçlanma maliyetlerine sahip olma ihtimalinin yaklaşık iki katı olduğunu göstermiştir.

Elitaş ve Doğan (2013), yaptıkları çalışmada 2005 ile 2011 yılları arasındaki verileri ele almıştır. Sigorta şirketlerinin kaldıraç oranları çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Veri analizlerinde çoklu regresyon ile korelasyon yöntemleri tercih edilmiştir. İlgili çalışmanın sonucuna göre sigorta firmalarının kaldıraç oranı ile prim artış yüzdesi ve cari oranı arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Buna karşın kaldıraç oranı ile aktif büyüklük, duran varlık oranı ve karlılık arasında pozitif ilişki bulunduğu ortaya konmuştur. Çalışma kapsamında elde edilen sonuçlar, dengeleme teorisini destekler nitelikte olmuştur.

Sarioğlu vd (2013), tarafından yapılan çalışmada sermaye yapısının belirleyicileri araştırılmıştır. BİST'te işlem görmekte olan Otomotiv, Çimento ve Bilişim sektörleri dâhilindeki işletmelerin sermaye yapısı analiz edilmiştir. Firmaların 2007 ile 2011 yıllarına ait olan yılsonu mali tablolarından elde edilen finansal oranlarına panel veri analizleri uygulanmıştır. Modellerde bulunan bağımlı/bağımsız değişkenler finansal büyüklük, karlılık, vergi kalkını, varlık yapısı, kaldıraç oranı likidite, borç ve büyüme oranıdır. Analizin bulguları, toplam aktiflerin uzun vadeli borçların oranına göre otomotiv ve çimento sektöründe anlamlı bir ilişki ortaya

koymadığını göstermektedir. Bilişim sektöründe ise varlık yapısı ve büyüklük işletmelerin sermaye yapısına pozitif yönde etki yapmaktadır. Sağlanan bu bulgu, Dengeleme teorisine uygun olan bir bulgu olarak görülmektedir. Benzer biçimde bilişim ve çimento sektörlerinde toplam borçların toplam aktiflere oranını firma büyüklüğü pozitif yönde etkilmektedir. Bunun yanı sıra, sermaye yapısı teorilerine uygun düşen bir bulgu olarak kaydedilmek üzere, bilişim ve otomotiv sektörlerinde büyümenin katsayısı istatistikî bakımdan pozitif ve anlamlı olarak kaydedilmiştir.

Tumwine vd. (2015), tarafından gerçekleştirilen bir araştırmada mikro ve küçük işletmelerin (KOBİ'ler) daha iyi performans göstermesiyle ilgili niteliksel faktörlerin etkili bir maliyet borçlanma modelini geliştirmeyi amaçlamışlardır. Hipotezlerin geçerliliğini belirlemek için korelasyon ve regresyon analizi yapılmıştır. Borçlanma unsurlarının maliyetinin (faiz oranı ve kredi işleme maliyetleri) KOBİ performansı ile ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Gilchrist vd. (2015), tarafından yapılan çalışmada geleneksel para politikasının reel borçlanma maliyetleri üzerindeki etkileri, hedef fon oranı sıfır alt sınırına ulaştıktan sonra uygulanan geleneksel olmayan önlemlerle karşılaştırılmıştır. İlgili dönem için iki politika sürprizi belirlenmiştir. Bunlar politika duyuruları etrafında iki yıllık hazine getirisindeki değişiklikler ve iki yıllık getiridekilere ortogonal olan on yıllık hazine getirisindeki değişikliklerdir. Geleneksel olmayan politikanın reel borçlanma maliyetlerini düşürmedeki etkinliği, hazine getirilerindeki politika kaynaklı hareketlerin karşılaştırılabilir ve vadeye özel getirilerine tamamen geçişini ima etmesi bakımından geleneksel politikanınkiyle karşılaştırılabilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Altunok ve Fendoğlu (2015), tarafından yapılan bir araştırmada reel sektör işletmelerinin borçlanma maliyetlerini etkileyen değişkenler incelenmiştir. İlk olarak, firmanın finansal tablo değişkenleri, bilançosu ve kredi faizi karşılaştırılmıştır. Son olarak, dinamik panel yöntemi kullanılarak firma özelliklerinin borçlanma faizine etkisini analiz etmek için reel büyüme, portföy akımları ve para politikası duruşu gibi temel makroekonomik değişkenler kontrol edilmiştir. Sonuçlar, şirketlerin finansal zorluklarla karşı karşıya olduğunu ve borçlanma maliyetlerinin bilançolarının gücüne dayandığını göstermektedir. Kaldıraç oranı düşük, sabit varlıkları yüksek, büyük ve büyüme potansiyeli olan işletmeler daha düşük faizle borçlanabilir. Portföy

akımlarındaki azalma, kredi faizlerini de artırmaktadır. Araştırma bulguları, para politikası sıkılaştırmasının borçlanma maliyetlerini artırdığı ve bu bağlamda para politikası kredi kanalının etkili olduğunu göstermiştir.

Guo vd. (2017), tarafından ortaya konan çalışmalarda, kurumsal tahvil piyasasında bulunan belirsizlik ve likidite ilişkisi ele alınmıştır. 2005 ile 2010 yılına kadar olan aylık bazda kurumsal tahvil verileri kullanılarak, yapısal özellikli kurumsal borç modelinden meydana getirilen firma düzeyindeki parametreleri kullanarak parametre belirsizliği maksadıyla farklı değişkenler tercih edilmiştir. İşletme parametreleriyle alakalı belirsizliğin ticaret hacminin düşmesine neden olduğu, fakat alış ve satış spreadlerinin oranlarını ve zaman-kesit kapsamında fiyat sıçramalarını yükselttiği görülmüştür.

Küllü ve Raymar (2018), tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada gelişmekte olan bir piyasa ortamında iş grubu üyeliğinin kredilerin maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma iş grubu firmalarının operasyonel stratejisine, organizasyon yapısına ve uluslararasılaşma politikalarına ve bunların bağlı firmaların borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisine odaklanmaktadır. Banka kredileri, işletme gruplarının önde gelen ekonomik varlıklar olarak var olduğu gelişmekte olan pazarlarda baskın bir kurumsal finansman kaynağıdır. Yine de, bir gruba ait olmanın firmanın borç maliyeti üzerindeki etkisi derinlemesine incelenmemiştir. Araştırmadan elde edilen sonuçlar, grup üyeliğinin, devlet mülkiyetinin ve çeşitlendirme boyutunun kredilerin maliyetini artırdığını ortaya koymaktadır.

Uysal (2019), tarafından yapılan bir çalışmada, piyasa yapıcılığı sistemi ve Türkiye'deki uygulamaları incelenerek sistemin borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Araştırmada borç yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi uygulamasının, birincil ve ikincil piyasaları güçlendirip güçlendirmediği incelenmiştir. Araştırma sonucunda DİBS piyasasının likiditesinin artırılması yönündeki sistem uygulamasıyla beraber tekrar ihraç stratejisi başarı ile uygulanarak işlem hacimlerinin düzenli bir şekilde arttığı tespit edilmiştir.

Kılıç (2020), tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada, Türkiye ekonomisine yönelik dinamik, stokastik, genel denge modeli geliştirilerek para politikası şoklarının kamu borçlanma maliyeti üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Araştırmada

oluşturulan modelde dış borçların, borçlanma maliyetleri açısından önemini vurgulamak amacıyla Türkiye küçük bir açık ekonomi, dünyanın geri kalanı dış ekonomi olarak nitelendirilmektedir. Oluşturulan modelde iletim kanallarını tanımlayan yapısal parametreler, 2008-2018 yılları arasındaki Türkiye verileri doğrultusunda tahmin edilmiştir. Araştırmadan elde edilen sonuçlar, olumlu bir para politikası şokunun kısa vadede kamu borçlanma maliyeti üzerinde fazladan baskı oluşturduğu ve orta vadede ise ters bir etkinin olduğu tespit edilmiştir.

Ateş (2021), tarafından gerçekleştirilen bir araştırmada firmaların kurumsal sosyal performanslarıyla borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkinin belirlenmesini amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda 2009-2018 yıllarındaki kurumsal sosyal performans skorlarına Thomson Reuters Datastream Asset4 veri tabanından ulaşılabilen Türk firmaları örnekleme dahil olmuştur. Panel veri analizi teknikleri kullanılarak yapılan analizler, şirketlerin çevresel faaliyetleri ile borçlanma maliyetleri arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ayrıca genel kurumsal sosyal performans ve yönetim performansının, borçlanma maliyetleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir.

Mbonu ve Amahalu (2021), tarafından gerçekleştirilen çalışmada, yönetim kurulu çeşitliliğinin borsaya kayıtlı holdinglerin borçlanma maliyeti üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. 2010-2019 yılları arası Nijerya'da gerçekleşen çalışma özellikle cinsiyet çeşitliliği, yaş çeşitliliği ve borçlanma maliyetinde coğrafi çeşitlilik etkenleri örnekleme tekniği kullanılarak ele alınmıştır. Bu çalışmada yıllık faaliyet raporlarından elde edilen panel verileri kullanılmıştır. 2010-2019 dönemleri için örnek firmalar ve hesaplarında Ex-Post Facto araştırma tasarımı kullanılmıştır. Pearson korelasyon katsayısı ve panel kareler regresyon analizi kullanılarak çıkarımsal istatistikler uygulanan çalışmada çeşitli hipotezler test edilmiştir Çalışma kapsamında cinsiyet çeşitliliği, yaş çeşitliliği ve coğrafi çeşitlilik borçlanma maliyeti üzerinde %5 anlamlılık düzeyinde önemli bir pozitif etkiye sahiptir. Bu çalışmanın ortaya koyduğu çözümlerden ilgili pazarın sağlam ve yaratıcı bir pazar olması gerektiği öne çıkmıştır. Genç yöneticilerin kurumsal kurumlarda liderlik rollerinde ilerlemeleri ve kendilerini geliştirmeleri için fırsatlar sunulması firmaların risk gözetim hedeflerine uyum sağlama yeteneğine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.



Kurt (2022), tarafından yapılan bir çalışmada BIST'te işlem gören işletmelerin denetim kalitesinin borçlanma maliyetleri, kaldıraç oranı ve işletme büyüklüğü üzerindeki etkilerini belirlemek amaçlanmıştır. Araştırmada BIST'te işlem gören işletmelerin 2012 ve 2021 yıllarına ilişkin dönem sonunda yayımladıkları bağımsız denetim raporları ve kar/zarar tablosu ile finansal durum tablolarına ilişkin veriler kullanılmıştır. Bu kapsamda toplanan veriler, lojistik regresyon yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Sonuçlar, şirketlerin denetim kalitesi ile borçlanma maliyetleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Hmaitane vd. (2023), tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada, kurumsal sürdürülebilirlik düzeyi ile kurumsal sürdürülebilirlik yapısının bir firmanın banka borçlanma maliyeti üzerindeki ayrı ve ortak etkileri araştırılmıştır. Tahminler, 2006–2011 dönemi boyunca 1417 ABD banka kredisi tesisi örneği üzerinde çok değişkenli regresyon analizin yapılarak test edilmiştir. Yüksek düzeyde veya çeşitlendirilmiş sürdürülebilirlik faaliyetleri yapısına sahip yüksek kaliteli borçluların daha düşük kredi faiz oranlarından faydalandığına dair kanıtlara ulaşılmıştır. Ayrıca, ortak etkilere ilişkin analizimiz, yalnızca yüksek düzeyde ve çeşitlendirilmiş sürdürülebilirlik faaliyetlerine sahip yüksek kaliteli borçluların daha düşük banka kredisi maliyetlerinden yararlandığını göstermektedir. Genel olarak, bu sonuçlar kredi verenlerin firmaların sürdürülebilirlik faaliyetlerini nasıl yapılandığına değer verdiğini ortaya koymaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

# BORÇLANMA MALİYETİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN SEKTÖREL VERİLERLE ANALİZİ

Bu bölümde kurgulanan teorik çerçeve ve literatür incelemesi bağlamında ulaşılan bulgulara dayanarak oluşturulan model etrafında yapılan ampirik analiz süreci ve analiz sonucunda ortaya çıkan bulgular paylaşılarak yorumlanacaktır.

### 3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmada, firmaların borçlanma maliyetlerini sektör bazında etkileyen faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Araştırmada, 2010-2020 döneminde TCMB'nin periyodik olarak yayımladığı 22 sektörün finansal verilerini içeren finansal oranlar ile yine araştırma periyodunda Türkiye'de gerçekleşmiş Üretici Fiyat Endeksindeki değişim, kısa dönem faiz oranlarındaki değişim ve Amerikan Doları bazında kurdaki değişim temelinde makroekonomik göstergeleri içerecek şekilde dizayn edilmiş panel veri seti kullanılmıştır.

### 3.2. Araştırma Yöntemi

Bu başlık altında araştırmada kullanılan yöntem ve kullanılan veri setine ilişkin açıklamalara yer verilmiştir.

Panel veri analizinde bağımlı değişkenin zamana bağımlılığını (gecikmeler) hesaba katmayan statik panel teknikleri kullanılabildiği gibi, bağımlı değişkenin gecikmelerini açıklayıcı değişken olarak kullanan dinamik panel veri modelleri de kullanabilmektedir.

Açıklayıcı değişken olarak modele bağımlı değişkenin gecikmelerinin eklenmesi, statik panel veri analizinden hareketle yapılacak regresyon tahmininde, kullanılan EKK tahmincilerinin sapmalı ve tutarsız olma problemini doğuracağından sürecin dinamiklerini kontrol etmek ve modelin açıklama gücünü artırmak adına GMM tahmincilerine yönelmek gerekmektedir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerini içeren dinamik panel veri modeli genel haliyle şu şekilde formüle edilebilmektedir (Tatoğlu, 2020):

Bağımlı değişkenin bir gecikmelisinin bağımsız değişkenler arasında yer aldığı otoregresif panel veri modeli:

$$Y_{it} = \delta Y_{it-1} + X'_{it}\beta + u_{it} \quad i=1,2,\dots,N; \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.1)$$

Eşitlikteki  $Y_{it}$  bağımlı değişkeni ifade etmektedir.  $\delta Y_{it-1}$  terimi ise, bağımlı değişkenin gecikmeli değerini sembolize etmektedir.  $X'_{it}\beta$  terimi denkleme giren diğer açıklayıcı değişkenleri gösterirken, eşitlikteki  $u_{it}$  ise hata terimini ifade etmektedir. Bu modelde gecikmeli bağımlı değişkenin modele bağımsız değişken olarak dahil edilmesi içsellik problemini ortaya çıkarabilmektedir. Genel olarak dinamik modellerde, geçmiş şokların etkisi ile  $Y_{it-1}$ 'nin  $u_{it}$  ile korelasyonlu olduğu bilinmektedir. Bu durumda katı dışsallık varsayımının geçersiz sayılarak tahmincilerin sapmalı olduğu kabul edilmektedir.

Literatürde dinamik panel veri modellerinin tahmininde Arellano ve Bond Genelleştirilmiş Momentler Tahmincileri ve Arellano ve Bover/Blundell ve Bond Sistem Genelleştirilmiş Momentler Tahmincileri yaygın olarak kullanılmaktadır.

Bu bağlamda araçsal değişken kestirim yöntemlerinden biri olan genelleştirilmiş momentler yöntemi Arellano-Bond (1991) tarafından geliştirilmiştir.

Arellano Bond yöntemi, araç setini genişleten ek moment kısıtlamalarından yararlanan bir yöntem olmakta ve düzey değerlerinde tahmin edilen dinamik denklemin kuruluşu 3.2 ve 3.3'deki gibi gösterilmektedir (Behr, 2003):

$$y_{it} = \rho y_{i,t-1} + x'_{it}\beta + \alpha_i + u_{it} \quad (3.2)$$

Modelin birinci farkı alınarak kesite özgü etkilerin ( $\alpha_i$ )elimine edilmiş hali şöyle yazılabilmektedir:

$$y_{it} - y_{i,t-1} = \rho(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + (x'_{it} - x'_{i,t-1})\beta + u_{it} - u_{i,t-1} \quad (3.3)$$

Fakat Tatoğlu (2020)'na göre açıklayıcı değişken olan  $y_{i,t-1} - y_{i,t-2}$  ile hata terimi  $u_{it} - u_{i,t-1}$  hala korelasyonludur ve bu haliyle birinci farklar tahmincisi aşağı doğru sapmalı görülecektir. Bunun için denklem 3.3'de verilen fark modelinin araç

değişken matrisi vasıtasıyla dönüştürülmesi ve dönüştürülen modelin EKK ile tahminlenmesi önerilmektedir.

Diğer taraftan bu yöntemin bu haliyle de bazı zayıflıkları söz konusudur. Birinci fark dönüşümünü kullanmak özellikle dengesiz panel verilerle çalışılırken kesitlerde çok fazla gözlem kaybına neden olabilmektedir. Örneğin  $y_{it}$ 'ye ait veriler eksikse, dönüştürülmüş verilerde hem  $\Delta y_{it}$  hem de  $\Delta y_{i,t-1}$ 'e ait veri kaybı yaşanabilmektedir (Roodman, 2009). Bu durum söz konusu ise Arellano ve Bover/Blundell ve Bond Ortogonal sapmalar tahmincisinin kullanımı önerilmektedir (Tatoğlu, 2020).

Bu kapsamda Arellano-Bover (1995) ve Blundell-Bond (1998), dinamik panel veri modelleri için etkin araç değişken tahmincisi olarak “ortogonal sapmalar” yöntemini kullanmışlardır. Buna göre fark alma işlemi yerine, değişkenlerin erişilebilir tüm gelecek değerlerinin ortalamasının farkı alınmak (ortogonal sapmaların dönüştürülmesi) suretiyle, özellikle dengesiz panel veri setlerinde neden olunan veri kaybının önüne geçilebilmektedir (Tatoğlu, 2020). Yapısı nedeniyle “Sistem GMM” yaklaşımı olarak da bilinen Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen dinamik panel veri kestirim yaklaşımı ile, Arellano-Bond tahmincisi genişletilerek, yaklaşımın fark alma prosedüründen ziyade ortogonal sapmaların dönüştürülmesinden yararlanılarak hem örneklem büyüklüğünün korunması hem daha fazla araçsal değişkenden faydalanılması esasına dayalı olarak önemli ölçüde daha verimli hale gelmesi sağlanmıştır (Tunay, 2014).

Arellano-Bond ve Arellano-Bover tahmincileri; kısa zaman periyotları ve büyük kesit sayısının olduğu paneller (yani küçük T ve büyük N) söz konusu olduğunda, doğrusal fonksiyonel ilişkinin varlığında, bağımlı değişkenin güncel değerinin geçmiş değerlerine bağlı olduğu dinamik süreçlerde, hata teriminin geçmiş ve şimdiki gerçekleştirmeleri ile ilişkili olduğu durumlarda, kesitlere özgü heterojenliğin varlığı ile kesite özgü otokorelasyon ve değişen varyans sorununun varlığı hallerinde kullanılan yöntemlerdendir (Roodman, 2009).

Dinamik panel modellerinde, GMM tahmincilerinin tutarlılığını test etmede temel olarak üç testin sonucu değerlendirilmektedir. Bunlar; modelde kullanılan açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olup olmadığını

dolayısıyla bir bütün olarak modelin anlamlılığını belirleyen Wald testi, GMM tahmininde kullanılan araç değişkenlerin tam ve doğru bir şekilde kullanılıp kullanılmadığını gösteren Sargan ve Hansen testleri ve modelin otokorelasyon içerip içermediğini belirlemek için kullanılan Arellano ve Bond otokorelasyon testidir.

### **3.3. Veri Seti, Değişkenler ve Araştırma Modeli**

Araştırmada kullanılan veri seti, TCMB'nin 1990 yılından beri, Türkiye ekonomisini şekillendiren reel sektördeki firmalara ilişkin gelişmelerin izlenmesi ve kamuoyuna bu alanda kapsamlı ve düzenli bilgi sağlanması amacıyla 1.400.000 adet firmanın finansal verilerinin toplanması yoluyla elde edilen veri setinden edinilmiştir. Araştırmaya esas olan veri seti, NACE REV.2 temelinde sınıflandırılan 17 ana sektörden biri olan imalat sektörünün alt sektörleri bazında faaliyet gösteren 22 alt sektörün finansal tablolarından edinilmiş finansal oranlardan ve araştırma periyodunda borçlanma maliyetini doğrudan etkilediği düşünülen makro ekonomik değişkenlerden oluşturulmuştur. Kapsama dahil edilen C Ana Kodlu imalat sektörünün alt sektörleri aşağıdaki Tablo 3.1'de sıralanmıştır.

**Tablo 3.1. Araştırma Kapsamındaki Alt Sektörlerin Dağılımı**

ALT SEKTÖR KODU	ALT SEKTÖR ADI	ALT SEKTÖR ÇEŞİTLİLİĞİ
C-10	Gıda Ürünleri	9
C-11	İçecek İmalatı	1
C-12	Tütün Ürünleri	1
C-13	Tekstil Ürünleri	3
C-14	Giyim Eşyası	3
C-15	Deri Ve İlgili Ürünler	2
C-16	Ağaç, Ağaç Ürünleri Ve Mantar Ürünleri (Mobilya Hariç)	2
C-17	Kağıt Ve Kağıt Ürünleri	2
C-18	Kayıtlı Medya Basımı Ve Çoğaltılması	2
C-19	Kok Kömürü ve Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri	2
C-20	Kimyasallar ve Kimyasal Ürünler	6
C-21	Temel Eczacılık ve Ecza Malzemeleri	2
C-22	Kauçuk ve Plastik Ürünler	2
C-23	Diğer Metalik Olmayan Mineral Ürünler	8
C-24	Ana Metal Sanayi	5
C-25	Fabrikasyon Metal Ürünleri (Makine ve Teçhizat Hariç)	8
C-26	Bilgisayar, Elektronik ve Optik Ürünler	8
C-27	Elektrikli Teçhizat	6
C-28	Başka Yerde Sınıflandırılmamış Makine ve Ekipman	5
C-29	Motorlu Kara Taşıtı, Treyler ve Yarı Treyler	3
C-30	Diğer Ulaşım Araçları	5
C-31	Mobilya İmalatı	1
C-32	Diğer İmalatlar	6
C-33	Makine ve Ekipman Kurulumu ve Onarımı	2

Tablo 3.1.'de sıralanan sektörlerden C-12 kodlu Tütün Ürünleri imalatı ve C-19 kodlu Kok Kömürü ve Rafine Edilmiş Petrol Ürünleri imalatı alt sektörleri, veri eksikliği nedeniyle analiz dışı bırakılmış, böylece analiz 22 alt sektör verisi üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3.1. de gösterilen alt sektör çeşitliliği ise ilgili sektör grubunda faaliyet gösterilen sektör çeşitliliğini göstermektedir. Örneğin Gıda Ürünleri sektörünün alt segmentinde etin ve et ürünlerinin, balık, kabuklu deniz hayvanları ve yumuşakçaların, sebze ve meyvelerin, bitkisel ve hayvansal sıvı ve katı yağların, süt ürünlerinin, öğütülmüş tahıl ürünlerinin, nişasta ve nişastalı ürünlerin, fırın ve unlu mamullerin, hazır hayvan yemlerinin ve diğer gıda maddelerinin imalatı, işlenmesi ve saklanması

yönelik 9 ayrı alt sektörde faaliyet gösteren firma verilerinden derlenen sektör bilançoları kullanılmıştır.

Araştırmada kullanılan değişkenler ve hesaplanma yöntemleri aşağıdaki Tablo 3.2.'de gösterilmiştir.

**Tablo 3.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler**

<b>BAĞIMLI DEĞİŞKEN</b>	
Borçlanma Maliyeti (BM <sub>t</sub> )	$\frac{\text{Finansman Giderleri}_t}{\text{Kısa Vadeli Mali Borçlar}_{t-1} + \text{Uzun Vadeli Mali Borçlar}_{t-1}}$
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER</b>	
Önceki Dönem Borçlanma Maliyeti (BM <sub>t-1</sub> )	Gecikmeli Bağımlı Değişken
Finansal Kaldıraç (FİNKAL)	Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar
Teminat (TEMİNAT)	Maddi Duran Varlıklar (Net) / Toplam Varlıklar
Sektör Ölçeği (LNSAT)	Satışların Logaritması
Borç Devir Hızı (BDH)	Satılan Ticari Malların Maliyeti / Ticari Borçlar
Stok Devir Hızı (SDH)	Satılan Ticari Malların Maliyeti / Stoklar
Alacak Devir Hızı (ADH)	Satışlar/Ticari Alacaklar
Büyüme Hızı (BUYUME)	$\frac{\text{Satışlar}_t - \text{Satışlar}_{t-1}}{\text{Satışlar}_{t-1}}$
Üretici Fiyat Endeksinde Değişim (UFE)	TCMB EVDS'den; 2003 bazlı ÜFE'de Yüzde Değişim
Kısa Vadeli Faizlerde Değişim (FAİZ)	TCMB EVDS'den; Bankaların 1 yıllık mevduatlara uyguladıkları mevduat faizi ortalamasıdır
Döviz Kurunda Değişim (KUR)	TCMB EVDS'den; ABD Dolar Kurundaki Yüzde Değişim

Borçlanma maliyeti değişkeni (BM<sub>t</sub>) sektörün cari dönem Finansman Giderlerinin Önceki Dönem Kısa ve Uzun Vadeli Mali Borçlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Böylece önceki dönem yüklenilen mali borcun cari dönem içinde ne kadarlık kısmının ödendiği belirlenerek borçlanma maliyetindeki dönemsel değişimi hangi faktörlerin etkilediğinin belirlenmesine çalışılmıştır. Modele, bu değişkenden türetilen bağımsız değişken olarak eklenen “gecikmeli borçlanma maliyeti” değişkeni (BM<sub>t-1</sub>) ile, cari dönemde gerçekleşen borçlanma maliyetinin önceki dönemde gerçekleşen borçlanma maliyetinden ne düzeyde etkileneceği belirlenmeye çalışılacaktır. Beklenti, önceki dönem borçlanma maliyetlerinde artışın cari dönem borçlanma maliyetlerini de artıracığı yönündedir. Ancak bu beklenti, önceki dönem

borçlanma maliyetindeki artışa bağlı olarak firmaların cari dönemde daha fazla borçlanmayı tercih ettiğinde bir kısır döngüyü beraberinde getireceğinden, firmalar bu sarmaldan kurtulmak amacıyla, önceki dönem maliyetlerde artış gözlediklerinde, takip eden dönemde borçlanmayı tercih etmek yerine finansman maliyetlerini düşürmek amacıyla daha az mali kredi talebinde bulunacaklarından borçlanma maliyeti bu pratiğin tercih edilmesine bağlı olarak düşecektir. Bu değişkenin finansal kaldıraç değişkeniyle birlikte değerlendirilmesi durumunda önceki dönem borçlanma maliyetinin cari dönem borçlanma maliyeti üzerindeki etkisi daha açık şekilde ortaya konabilir.

Finansal kaldıraç (FİNKAL), araştırma modeline, sektörün borçlanma düzeyinin borçlanma maliyetini hangi düzeyde etkileyeceğini belirlemek üzere dahil edilmiştir. Sektörün toplam borcunun toplam varlıklarına bölünmesi yoluyla hesaplanan bu değişken ile, sektörün borçlanma düzeyindeki artışının o sektördeki kredi geri ödemelerinde karşılaşılabilecek olumsuzluklar ve firmaların finansal risk düzeylerinin artışına bağlı olarak borçlanma maliyetini artabileceği düşünülmektedir. Dolayısıyla düşük finansal kaldıraç oranı borçlanma maliyetlerini düşürebilirken, yüksek finansal kaldıraçın borçlanma maliyetlerini yükseltebileceği beklenmektedir.

Teminat değişkeni (TEMİNAT), sektörün maddi duran varlıklarının toplam varlıklara oranlanması yoluyla hesaplanmış, böylece kredi temininde teminat olarak talep edilebilecek varlık kombinasyonunun borçlanma maliyetini ne yönde etkileyeceği belirlenmeye çalışılmıştır. Sektör ölçeğinde yeteri düzeyde teminat olarak gösterilebilecek duran varlığı bulunması durumunda krediye ulaşım konusunda kredi verenler tarafından olumlu bir geri dönüşün olabileceği düşünülmektedir. Potansiyel olarak sektör bazında yüksek teminat tutarlarının daha uygun koşullarda borçlanma imkanı sunarak borçlanma maliyetini azaltabileceği düşünülmektedir.

Sektör ölçeği değişkeni (LNSAT), sektör büyüklüğünü temsilen sektördeki satış düzeyleri üzerinden oluşturulmuştur. Bu bağlamda sektör ölçeği satışların logaritmik düzeyde ifadelendirilmesi yoluyla hesaplanmıştır. Küçük firmaların nakit akışı ve ciro düzeyleri bakımından borçlanma taleplerinin büyük firmalara oranla geri çevrilme olasılığının yüksek olabileceği ve borçlanması halinde geri ödemelerde sorun yaşanabileceği düşünülmektedir. Ters durumda büyük ölçekli firmaların daha



kolay şartlarda borçlanabileceği dolayısıyla ölçek etkisine bağlı olarak borçlanma maliyetlerini düşürebileceği düşünülmektedir.

Borç Devir Hızı (BDH), bir işletmenin tedarikçilere olan borcunu bir dönem içinde ne kadar hızlı ödeyebileceğinin ölçüsü olarak analize dahil edilmiştir. Yüksek borç devir hızına sahip firmaların geri ödemeyi sorunsuz gerçekleştireceği beklentisiyle borçlanma maliyetini düşürebilmesi, ilk akla gelecek açıklama olmakla birlikte, konu, işletmelerde etkin nakit stratejilerinin temel dinamiklerinden sayılan düşük borç devir hızının, firmalarda daha uzun vadelerde borçlanma potansiyeline de işaret etmesi yönüyle değerlendirildiğinde, firmaların nakit pozisyonlarının rahatlatıcı etkisinin borçlanma maliyetini düşürebilme olasılığı da hesaba katılması gereken bir diğer önemli ayrıntıdır. Şirketlerin Borç Devir Hızının yüksek olması, firmaların acil finansman ihtiyacının olmadığı, dolayısıyla nakit pozisyonunun iyi olması nedeniyle alış iskontolarından yararlandığının işaretidir. Bu durumda firmaların yüksek finansman ihtiyacının olmadığı durumlar için Borç Devir hızı yüksekliğinin, Alacak devir hızının düşüklüğüne bağlı olarak borçlanma maliyetini düşüreceği yorumu da yapılabilir.

Firma bazında, dolayısıyla sektörel bazda diğer iki etkinlik göstergesi sayılan Stok Devir Hızı (SDH) ve Alacak Devir Hızı (ADH) ölçütlerinin yüksekliği, sektöre üye firmaların stoklarını kısa sürede ve etkin şekilde alacak ve/veya nakite dönüştürebildiğinin ve etkin bir tahsilat politikasının temel işaretleridir. Bu açıdan bu iki etkinlik düzeyinin yüksekliği, firmaların kredibilitesi açısından borçlanma maliyetlerini düşürme etkisi doğurabilecekken, özellikle gelişme aşamasındaki sektörlerde bu iki değer yüksekliği, daha fazla borçlanma potansiyeli doğuracağından borçlanma maliyetlerinde yükselmeye de neden olabilecektir. Öte yandan firmalardaki etkin nakit döngüsü dinamikleri dikkate alındığında Borç Devir hızına ilişkin yukarıda açıklanan mekanizmanın bir diğer ayağının da Alacak Devir hızıyla bağlantılı olacağı düşünülmektedir. Alacak Devir hızının düşüklüğü bir yönüyle uzun vadelerde kredili satış yapma mikanı vermesi açısından gelecekte daha büyük satış düzeylerine ulaşmanın ve sektör bazında rakiplere oranla rekabet avantajı yaratan bir unsur olarak değerlendirilebilir. Ancak bu mekanizma tıpkı Borç Devir hızı değişkeninde açıklandığı üzere, yine firmaların finansman ihtiyacının bir baskı unsuru yaratmadığı ekonomik perspektifte geçerli olduğunun da belirtilmesi gerekir.

Sektörün büyüme hızı (BÜYÜME), firmaların satışlarındaki artış oranına bağlı olarak daha iyi şartlarda borçlanma imkanlarını ortaya çıkaracağından borçlanma maliyetlerinin düşmesine katkı sağlayabilir. Hızlı büyüyen sektörlerde borçlanma maliyetleri azalma eğilimi gösterebilir.

Üretici fiyat endeksindeki değişim (ÜFE), ekonominin büyüme dönemlerinde varlık fiyatlarının, dolayısıyla teminat değerlerinin artmasının ve bu dönemde kredi arzının büyümesi nedeniyle düşük maliyetlerde borçlanma imkanı doğurabilecekken, ekonominin küçülme dönemlerinde makro ekonomik dengelerin bozulması, kredi arzının azalması ve firmaların nakit akışlarının bozulması etkisine bağlı olarak kredi geri ödemelerinde yaşanacak olumsuzlar, firma ve sektör bazında yüksek maliyetlerle borçlanma sonucunu doğurabilir.

Faiz oranı değişkeninin (FAİZ) borçlanma maliyetleri üzerinde doğrudan olumsuz bir etkisinin olması beklenmektedir, çünkü yüksek faiz oranları işletmeler için borçlanma maliyetini artırıcı bir unsurdur. Ancak bu konu firmaların borçlanma maliyetinin yükselmesine gösterdikleri ilk tepki dikkate alındığında geçerliliğini yitirebilir. Çünkü borçlanma maliyetinin faizlerin artışına bağlı olarak yükselmesinin bir sonucu olarak, firmalar borçlanma düzeylerini artırmaktan, daha fazla kredi yükü altına girmekten kaçınarak borçlanma taleplerini azaltabilirler ve bu tepkiye bağlı olarak borçlanma maliyetleri kredi talebi azalışına bağlı olarak düşebilir.

Döviz kurundaki değişimin (KUR), firma borçlanma kapasitesinin döviz ağırlıklı bulunması durumunda borçlanma maliyetini artırıcı etki yapacaktır. Bu yönüyle döviz piyasasındaki yukarı yönlü hareketler borçlanma maliyetini artıracaktır ancak döviz varlıkları yüksek düzeyde bulunan firmalar özellikle ihracatçı firmalar için kurdaki yukarı yönlü hareketin borçlanma maliyetini azaltıcı etkisinin de olacağı unutulmamalıdır.

Bu temel kurguya dayalı olarak araştırma modeli aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

$$BM_{it} = \beta_0 + \beta_1 BM_{it-1} + \beta_2 FINKAL_{it} + \beta_3 TEMİNAT_{it} + \beta_4 LNSAT_{it} + \beta_5 BDH_{it} + \beta_6 SDH_{it} + \beta_7 ADH_{it} + \beta_8 BÜYÜME_{it} + \beta_9 ÜFE_{it} + \beta_{10} FAİZ_{it} + \beta_{11} KUR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelde  $i$  sektörü,  $t$  zaman periyodunu ve  $\varepsilon_{it}$  hata terimini ifade eder.  $\beta_1$ - $\beta_{11}$  katsayıları her bir açıklayıcı değişkenin borçlanma üzerindeki etkisini temsil ederken,  $\beta_0$  kesişme noktasıdır.

### 3.4. Bulgular ve Tartışma

Araştırmanın bu bölümünde oluşturulan modelin belirlenen yöntemeye dayalı olarak ulaşılan bulguları değerlendirilecektir.

Araştırma modeli kapsamındaki değişkenlere ilişkin tanımsal istatistikler özet halinde Tablo 3.3.'de görülmektedir.

**Tablo 3.3. Tanımsal İstatistikler**

Değişkenler	BM	FINKAL	TEMİNAT	LNSAT	BDH	SDH	ADH	BÜYÜME	ÜFE	FAİZ	KUR
Ortalama	0.181	0.629	0.342	7.598	4.021	3.641	4.148	0.186	12.295	11.935	0.151
Medyan	0.159	0.644	0.339	7.615	3.809	3.592	3.750	0.173	8.870	10.330	0.150
Maksimum	0.726	0.796	0.676	8.661	8.319	8.943	8.103	0.510	33.640	22.310	0.319
Minimum	0.052	0.414	0.174	6.631	0.796	0.727	2.068	0.214	2.450	8.840	0.030
Std. Sapma.	0.089	0.071	0.093	0.445	1.289	1.419	1.204	0.108	8.950	3.824	0.095
Çarpıklık	2.588	0.465	0.931	0.013	0.050	0.997	1.084	0.017	1.289	1.694	0.098
Basıklık	12.46	3.219	4.641	2.241	3.744	5.452	3.512	3.756	3.558	5.122	2.415
Jarque-Bera	1173	9.201	62.111	5.811	5.678	100.7	50.00	5.779	70.223	161.11	3.836
Olasılık	0.001	0.010	0.001	0.055	0.058	0.001	0.001	0.056	0.001	0.001	0.147

Tablo 3.3.'de tanımlayıcı istatistikler gösterilmektedir. Bu kapsamda BM değişkeni için minimum borçlanma maliyeti 0.052 iken maksimum değer 0.726'dır. Ortalama borçlanma maliyeti ise 0.181'dir. TEMİNAT değişkeni için minimum değer 0.174 iken maksimum değer 0.676'dır ve aynı değişken için ortalama değer ise 0.342'dir. BÜYÜME değişkeni ele alındığında, minimum değer -0.214, maksimum değer 0.510 ve ortalama değer ise 0.186 olduğu görülmektedir. ÜFE değişkeni tanımlayıcı istatistiklerine bakıldığında minimum değer 2.450, maksimum değer

33.640 ve ortalamasının 12.295 olduğu görülmektedir. FAİZ değişkeni ele alındığında minimum değer 8.840, maksimum değer 22.310 ve ortalama değeri ise 11.935 olduğu görülmektedir. KUR değişkenine bakıldığında, minimum değeri -0.030, maksimum değeri 0.319 ve ortalama değeri ise 0.151 olduğu belirlenmiştir. Çalışmada gözlem değeri 242'dir. Standart sapma ise oynaklığı göstermektedir. Maksimum değeri ile minimum değeri arasındaki farkın çok olması ise standart sapmayı ve oynaklığı göstermektedir. Buna göre UFE ve FAİZ değişkenindeki oynaklık düzeyinin yüksek düzeylerde olduğu görülmektedir.

Yine bu veri seti bağlamında Jarque-Bera istatistikleri dikkate alındığında LNSAT, BÜYÜME, BDH ve KUR değişkenlerinin normal dağılım gösterdiği, buna karşın modele dahil edilen diğer değişkenlerin normal dağılım göstermediği görülmektedir.

Aşağıdaki Tablo 3.4'te, araştırma modeline dahil edilen değişkenlerin korelasyon katsayılarını gösteren Korelasyon Tablosu görülmektedir.

**Tablo 3.4. Değişkenlere İlişkin Korelasyon Tablosu**

	bm	finkal	teminat	bdh	sdh	buyume	lnsat	adh	ufe	faiz	kur
bm	1.0										
finkal	,069	1.0									
teminat	,175**	-,132*	1.0								
bdh	-,078	-,042	-,065	1.0							
sdh	,050	-,063	,217**	,231**	1.0						
buyume	,109	,082	-,022	-,038	,066	1.0					
lnsat	,086	,088	-,028	,056	,021	,114	1.0				
adh	,145*	-,083	,326**	,080	,294**	-,064	,034	1.0			
ufe	,258**	,171**	-,096	-,032	-,081	,462**	,178**	-,118	1.0		
faiz	,174**	,155*	-,114	-,046	-,071	,377**	,118	-,165*	,839**	1.0	
kur	-,044	-,017	-,051	,038	,003	-,047	-,006	-,056	-,058	,074	1.0

\*\* .01 önem düzeyinde, \* .05 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Modele dahil edilen değişkenlere ilişkin korelasyon tablosuna bakıldığında Borçlanma maliyetinin (BM) TEMİNAT, ADH, ÜFE ve FAİZ değişkenleriyle sırasıyla %17.5, %14.5, %25.8 ve %17.4 düzeylerinde; finansal kaldıracın (FİNKAL) TEMİNAT, ÜFE ve FAİZ değişkenleriyle sırasıyla -%13.2, %17.1, %15.5 düzeylerinde; Teminat değişkeninin SDH VE ADH değişkeniyle sırasıyla %21.7 ve %32.6 düzeylerinde; BDH değişkeninin SDH değişkeniyle %23.1 düzeyinde; SDH değişkeninin ADH ile %29.4 düzeyinde; BÜYÜME değişkeninin ÜFE ve FAİZ değişkeniyle sırasıyla %46.2 ve %37.7 düzeyinde; LNSAT değişkeninin ÜFE değişkeniyle %17.8 düzeyinde; ADH ve ÜFE değişkeninin FAİZ değişkeniyle sırasıyla -%16.5 ve %83.9 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı korelasyon ilişkisi içinde bulunduğu görülmektedir.

Aşağıdaki Tablo 3.5.'te araştırma modeli kapsamındaki değişkenlerin Panel Birim Kök Testi bulguları yer almaktadır.

**Tablo 3.5. Levin, Lin,Chu Birim Kök Testi Sonuçları**

	t İstatistiği	Olasılık
<b>BM</b>	<b>2.330</b>	<b>0.990</b>
FİNKAL	-2.24	0.012
<b>TEMİNAT</b>	<b>1.836</b>	<b>0.966</b>
<b>LNSAT</b>	<b>8.266</b>	<b>1.000</b>
BDH	-5.17	0.001
<b>SDH</b>	<b>0.411</b>	<b>0.659</b>
ADH	-4.81	0.001
BÜYÜME	7.310	0.001
<b>UFE</b>	<b>-0.61</b>	<b>0.270</b>
FAİZ	-4.56	0.001
KUR	-3.51	0.002

Özeti Tablo 3.5'te verilen Levin Lin Chu Panel Birim Kök Testi sonuçlarına göre BM, TEMİNAT, LNSAT, SDH ve UFE değişkenlerinin düzey değerlerinde birim kök içerdikleri, dolayısıyla durağan olmadıkları, ancak birinci farklarında durağan oldukları belirlenmiş, söz konusu değişkenler, ana modele fark serileri üzerinden dahil edilmiştir.

Aşağıdaki Tablo 3.6.'da İki Aşamalı GMM yöntemine bağlı olarak ulaşılan Dinamik Panel veri tahminleri yer almaktadır.

**Tablo 3.6. Dinamik Panel Veri Tahminleri (İki Aşamalı Sistem GMM)**

DEĞİŞKEN	KATSAYI	STD. HATA	TEST İST.	ANLAMLILIK
SABİT	0.016	0.056	3.890	0.778
BM(-1)	-0.733	0.073	-10.090	0.001
FINKAL	0.073	0.076	0.950	0.340
TEMİNAT	-1.230	0.369	-3.330	0.001
LNSAT	-0.266	1.136	-0.230	0.815
BDH	-0.008	0.004	-2.010	0.045
SDH	0.016	0.014	1.140	0.254
ADH	0.010	0.005	2.130	0.033
BÜYÜME	0.101	0.404	0.250	0.802
ÜFE	.00 2	0.001	3.120	0.002
FAİZ	-0.010	0.002	-4.350	0.001
KUR	0.348	0.089	0.280	0.001
<b>GMM Model Spesifikasyon Test Sonuçları</b>				
Araç Değişken Sayısı	55			
Wald istatistiği	chi2 (11)= 533.96; Prob> chi2 = 0.001			
Arellano-Bond testi AR(1)	z = -2.74 ; Prob > z = 0.006			
Arellano-Bond testi AR(2)	z = -1.74 ; Prob > z = 0.082			
Düzeyler için GMM Araçları Hansen Test Grubu Dışlayan	chi2 (35) =11.59 ; Prob > chi 2 = 1.00			
Fark (H <sub>0</sub> =Dışsal)	chi2 (8)= 5.95 ; Prob > chi 2 = 0.653			
Hansen Test Grubu Dışlayan	chi2 (33) = 14.85; Prob > chi 2 = 0.997			
Fark (H <sub>0</sub> =Dışsal)	chi2 (10) = 2.69 ; Prob > chi 2 = 0.988			

Tablo 3.6’da sonuçları verilen spesifikasyon testleri ile dinamik panel regresyon sonuçlarının tutarlılığı sınanmaktadır. Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama gücünü test için Wald testi, modelde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığını gösteren Hansen testi ve otokorelasyon varlığını test etmek için gerçekleştirilen Arellano-Bond (AB) testleri bu çerçevede gerçekleştirilen testlerdir

Wald testi ile bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri açıklama gücünün olmadığı boş hipotezi alternatif hipoteze göre test edilmektedir. Wald istatistiğinin olasılık sonucuna göre  $H_0$  hipotezi reddedilmiş ( $\chi^2(11) = 533.96$ ;  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.001$ ) bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücünün var olduğu ve modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İki Aşamalı Sistem GMM Dinamik Panel Regresyonlarda otokorelasyon sorununun olmadığı boş hipotezi, alternatif hipoteze göre Arellano-Bond testi aracılığıyla kontrol edilmiş, test sonucunda 1. ve 2. dereceden otokorelasyonun varlığının sınındığı modelde AR(1) test istatistiği negatif ve istatistik açıdan anlamlı iken ( $z = -2.74$ ;  $\text{prob} > z = 0.006$ ), AR(2) test istatistiği ise yine negatif ancak istatistik açıdan %10 önem düzeyinde anlamsız çıkmıştır ( $z = -1.74$ ;  $\text{prob} > z = 0.082$ ). Dolayısıyla, model için  $H_0$  hipotezi reddedilememektedir. Bu bulgulara göre, Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisinin etkin olması için 2. dereceden otokorelasyon olmaması bile yeterlidir (Tatoğlu, 2013) bilgisine dayanarak modelde otokorelasyonun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

İki Aşamalı Sistem GMM Dinamik Panel Regresyonlarda dirençli (robust) Hansen testleri ile aşırı tanımlama kısıtlama geçerlilik testi yapılarak araç değişkenlerin geçerliliği de incelenmiş, modelde Hansen test sonuçlarına göre  $H_0$  hipotezinin reddedilemediği görülmüş, dolayısıyla, aşırı tanımlama kısıtlamasının geçerli olduğu belirlenmiştir. Araç değişkenlerin dışsallığını test etmek için ise araç değişkenlerinin dışsal olduğu boş hipotezi alternatif hipotezine göre dirençli Fark-Hansen testi aracılığıyla test edilmiş, modelde dirençli (robust) Fark-Hansen test sonuçlarına göre,  $H_0$  hipotezinin düzey ve GMM eşitliklerinin her ikisi için de reddedilemediği görülmüş, dolayısıyla araç değişkenlerin geçerli olduğu kanısına varılmıştır.

Bu temel istatistik gerekliliklerin sağlandığı modelden ulaşılan bulgular ve bulguların yorumlanması aşağıdaki gibidir.

Önceki dönem borçlanma maliyetinin cari dönem borçlanma maliyetini etkileyeceği beklentisinden hareketle modele “gecikmeli bağımlı değişken” olarak dahil edilen  $BM_{t-1}$  değişkeninin katsayı ve anlamlılık düzeyleri, önceki dönem borçlanma maliyetlerinde artışın cari dönem borçlanma maliyetlerini de artıracığı yönündeki beklentinin tersini ifade etmektedir. Önceki dönemde borçlanma maliyetinde gerçekleşen 1 birimlik artışın, cari dönem borçlanma maliyetlerini 0.73 birim düşürdüğü, bu ilişkinin de istatistik açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Bu ters ilişkinin nedeninin, önceki dönem borçlanma maliyetindeki artışa bağlı olarak firmaların cari dönemde daha fazla borçlanmayı tercih etmemeleri olduğu düşünülmektedir. Firmalar önceki dönem maliyetlerde artış gözdediklerinde, takip eden dönemde finansman maliyetlerini düşürmek amacıyla daha düşük miktarda kredi talebinde bulunmakta, cari dönem borçlanma maliyetinin de bu tercihe bağlı olarak düştüğü görülmektedir. Bu değişkenin finansal kaldıraç değişkeniyle birlikte değerlendirilmesi durumunda önceki dönem borçlanma maliyetinin cari dönem borçlanma maliyeti üzerindeki etkisi daha açık şekilde ortaya konabilir.

Finansal kaldıraçta (FİNKAL) gerçekleşecek artışın, o sektördeki kredi geri ödemelerinde karşılaşılabilecek finansal risk düzeylerinin artışına bağlı olarak borçlanma maliyetini artabileceği yönündeki beklenti teorik olarak karşılanmakla birlikte ilgili değişkenin istatistik açıdan anlamsız olduğu gözlenmiştir.

Sektör ölçeğinde yeteri düzeyde teminat olarak gösterilebilecek duran varlığın bulunması halinde krediye ulaşım konusunda kredi verenler tarafından olumlu bir geri dönüşün olabileceği düşünülerek, potansiyel olarak sektör bazında yüksek teminat tutarlarının daha uygun koşullarda borçlanma imkanı sunarak borçlanma maliyetini azaltabileceği beklentisinin, modele bu beklenti yönünde dahil edilen Teminat değişkeni (TEMİNAT) incelendiğinde gerçekleştiği görülmektedir. Nitekim model kapsamında teminat değerlerinde meydana gelebilecek 1 birimlik artışın, borçlanma maliyetini 1.23 birim azalttığı bilgisinin, istatistik açıdan da anlamlı olduğu görülmektedir.



Sektör ölçeğini temsilen sektördeki satış düzeylerinin logaritmik değerlerini içeren LNSAT değişkeninin işaretinin teorik beklentiyi karşılmasına rağmen katsayının istatistik açıdan anlamlı olmadığı görülmektedir. Ulaşılan katsayının sadece teorik açıdan yorumu yapılacak olursa sektör ölçeği büyüdükçe, o sektörde faaliyet gösteren büyük ölçekli firmaların daha kolay şartlarda borçlanabileceği, dolayısıyla ölçek etkisine bağlı olarak borçlanma maliyetlerini düşürebileceği görülmektedir. Anca bu yorumun istatistik anlamlılık düzeyinden yoksun olduğu unutulmamalıdır.

Sektördeki etkinlik düzeylerinin göstergelerinden biri olarak modele dahil edilen Borç Devir Hızı (BDH) değişkeninin katsayı ve istatistik anlamlılık düzeyi incelendiğinde, yüksek borç devir hızına sahip firmaların geri ödemeyi sorunsuz ve kısa sürede gerçekleştireceği beklentisiyle borçlanma maliyetini düşürebileceği yorumunun geçerli olduğu görülmektedir. Ulaşılan bulgu, sektör borç devir hızının yüksek olduğu, aynı zamanda firmaların acil finansman ihtiyacının olmadığı, dolayısıyla nakit pozisyonunun iyi olduğu dönemlerde, yüksek Borç Devir hızının Alacak devir hızının da düşüklüğüne bağlı olarak borçlanma maliyetini düşüreceğini göstermektedir. Borç devir hızında meydana gelebilecek 1 birimlik artışın borçlanma maliyetinde 0.008 birim azalış sağladığı ve bu ilişkinin istatistik açıdan anlamlı olduğu görülmektedir.

Firma bazında, dolayısıyla sektörel bazda diğer iki etkinlik göstergesi sayılan Stok Devir Hızı (SDH) ve Alacak Devir Hızı (ADH) ölçütlerinin yüksekliği, sektöre üye firmaların stoklarını kısa sürede ve etkin şekilde alacak ve/veya nakite dönüştürebildiğinin ve etkin bir tahsilat politikasının temel işaretleridir. Bu açıdan bu iki etkinlik düzeyinin yüksekliği, firmalardaki etkin nakit döngüsü dinamikleri dikkate alındığında Alacak Devir hızının düşüklüğünün bir yönüyle firmalara uzun vadelerde kredili satış yapma imkanı vermesi açısından gelecekte daha büyük satış düzeylerine ulaşmanın ve sektör bazında rakiplere oranla rekabet avantajı yaratmanın bir unsuru olarak borçlanma maliyetinde düşüş sonucunu doğurabilir Ancak bu mekanizmanın tıpkı Borç Devir hızı değişkeninde açıklandığı üzere, yine firmaların finansman ihtiyacının sektör ve firma üzerinde bir baskı unsuru yaratmadığı ekonomik perspektifte geçerli olduğunun da belirtilmesi gerekir. Nitekim ADH değişkeni teorik ve istatistik anlamlılık düzeyleri açısından ele alındığında Alacak Devir hızında meydana gelebilecek 1 birimlik artışın borçlanma maliyetinde 0.01 birimlik artışa

neden olduğu görülmektedir. Normal şartlarda oluşmasını beklediğimiz ters ilişkinin gerçekleşmeme nedeni, firma veya sektör ölçeğinde finansman ihtiyacının bulunmadığı bir ekonomik ortam için Borç Devir Hızındaki yükselmenin kredili alımları azalttığı, buna karşın eşanlı şekilde Alacak Devir hızı düşüşünün kredili satışları artırdığı bir düzlemde borçlanma maliyetinin düşmesi beklentisidir.

Hızlı büyüyen sektörlerde borçlanma maliyetleri azalma eğilimi gösterebilir beklentisiyle modele dahil edilen sektör büyüme hızı (BÜYÜME) değişkeninin katsayısı teorik beklentiyle uyumlu olmakla birlikte istatistik açıdan anlamsızdır.

Üretici fiyat endeksindeki artış yönünde bir değişimin (ÜFE), dolayısıyla enflasyonist bir etkinin, makro ekonomik dengeleri bozması, kredi arzını azaltması ve firmaların nakit akışlarının bozulması nedeniyle kredi geri ödemelerinde bir takım olumsuzluklar yaşanmasına neden olması beklenir. Böyle bir ekonomik ortamda faaliyet gösteren firma ve sektörler için bu sürecin sonucu borçlanma maliyetlerinin yükselmesidir. Nitekim bu araştırma modeline dahil edilen ÜFE değişkeninin katsayısı ve istatistik anlamlılık düzeyi, sürecin açıklanan şekilde işlediğini göstermektedir. ÜFE’de meydana gelecek %1’lik bir artış, borçlanma maliyetinde %0.02’lik bir artışa neden olmaktadır. Katsayı istatistik açıdan da anlamlıdır.

Yüksek faiz oranlarının firmalar için borçlanma maliyetini artırıcı bir unsur olacağı beklentisinin ölçülmesi amacıyla modele dahil edilen FAİZ değişkeni, beklentinin tersine, üstelik istatistik açıdan anlamlı bir ilişkiyi rapor etmektedir. Bu ters ilişki, firmaların borçlanma maliyetinin yükselmesine gösterdikleri ilk tepki dikkate alındığında makul sayılabilir. Çünkü borçlanma maliyetinin faizlerin artışına bağlı olarak yükselmesinin bir sonucu olarak, firmalar borçlanma düzeylerini artırmaktan, daha fazla kredi yükü altına girmekten kaçınarak borçlanma taleplerini azaltabilirler ve bu tepkiye bağlı olarak borçlanma maliyetleri kredi talebi azalışına bağlı olarak düşebilir. Nitekim bu çalışmada faiz oranlarında meydana gelebilecek %1’lik bir artışın borçlanma düzeyinde %0.09’luk bir azalışa neden olmasının ana sebebi de bu yönde açıklanabilir. Piyasa faiz oranlarındaki artış, firmaları yüksek faizden borçlanmak yerine alternatif finansman araçlarına yönlendirmekte, bu da borçlanma maliyetinin doğal olarak düşmesine neden olmaktadır.

Döviz kurundaki değişimin (KUR), firma borçlanma kapasitesinin döviz ağırlıklı bulunması durumunda borçlanma maliyetini artırıcı etkisinin olacağı bilinen bir gerçektir. Nitekim özellikle Türkiye’de incelenen dönem itibariyle özel şirketlerin döviz borçlanmalarının arttığı bilinmektedir. Bu sürecin doğal bir sonucu olarak kurlarda meydana gelebilecek olası bir artış, borçlanma maliyetlerini de o nispette artıracaktır. Bu yönüyle döviz piyasasındaki yukarı yönlü hareketlerin borçlanma maliyetini artıracığı beklentisi bu çalışmada da teyit edilmiştir. Araştırma özelinde kurda oluşabilecek %1’lik bir artış, borçlanma maliyetinde %34’lük bir artışa neden olmaktadır.

Genel bir değerlendirme sonucunda sektördeki borçlanma maliyetlerinin önceki dönem borçlanma maliyetleri ile sektöre özgü değişkenlerden Teminat, Borç Devir Hızı, Alacak Devir Hızı ve makro ekonomik değişkenlerden Ufe, Faiz ve Kur değişkenlerine duyarlı olduğunu söylemek mümkündür. Hatta etkilenme düzeylerine bakıldığında borçlanma maliyetinin sektöre özgü değişkenlere oranla makro ekonomik değişkenlere, özellikle kur farkına nispeten daha duyarlı olduğu da önemle belirtilmelidir. Bu bağlamda sektörel bazda ve firma bazında kur riskini elemine edecek finansal tekniklerin kullanımının yaygınlaşması, firmaların borçlanma maliyetlerini düşürebileceği görülmektedir.

Araştırma modelinde seçili parametreler için istatistiksel anlamlılığın gözlenmediği sektör ölçeği (LNSAT), finansal kaldıraç (FİNKAL), stok devir hızı (SDH), ve sektör büyüme hızı (BÜYÜME) değişkenlerinin bu veri seti özelinde borçlanma maliyetleri üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olmadıkları görülmüştür.

## SONUÇ

Bu çalışmada, 2010-2020 döneminde TCMB'nin periyodik olarak yayımladığı 22 sektörün finansal verilerini içeren finansal oranlar ile Türkiye'de gerçekleşmiş Üretici Fiyat Endeksindeki değişim, kısa dönem faiz oranlarındaki değişim ve Amerikan Doları bazında kurdaki değişim temelinde belirlenmiş bir model aracılığıyla firmaların borçlanma maliyetlerini sektör bazında etkileyen faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Belirlenen amaç çerçevesinde oluşturulan panel veri seti, modele özgü karakteristikler göz önüne alınarak belirlenen İki Aşamalı Sistem GMM yöntemi aracılığıyla test edilmiş ve ulaşılan bulgular yorumlanmıştır.

Araştırma bulgularına göre, önceki dönem borçlanma maliyetinin cari dönem borçlanma maliyetini etkileyeceği beklentisinden hareketle modele dahil edilen "gecikmeli bağımlı değişken", beklentinin tersi yönünde ve istatistik açıdan anlamlı bir ilişkiye işaret etmiştir. Bu ters ilişkinin nedeni, önceki dönem borçlanma maliyetindeki artışa bağlı olarak firmaların cari dönemde daha fazla borçlanmayı tercih etmemelerine bağlanarak firmaların önceki dönem borçlanma maliyetlerinde artış gözlediklerinde, takip eden dönemde finansman maliyetlerini düşürmek amacıyla daha düşük miktarda kredi talebinde bulduklarıyla açıklanmıştır.

Sektör ölçeğinde yeteri düzeyde teminat olarak gösterilebilecek duran varlığın bulunması halinde krediye ulaşım konusunda kredi verenler tarafından olumlu bir geri dönüşün olabileceği düşünülerek, modele bu beklenti yönünde dahil edilen Teminat değişkeni (TEMİNAT) model kapsamında teminat değerlerinde meydana gelebilecek artışın, borçlanma maliyetini düşüreceği bilgisinin, istatistik açıdan da anlamlı olduğunu göstermiştir

Araştırma modeli kapsamındaki Borç Devir Hızı (BDH) değişkeninin katsayı ve istatistik anlamlılık düzeyinin, yüksek borç devir hızına sahip firmaların geri ödemeyi sorunsuz ve kısa sürede gerçekleştireceği beklentisiyle borçlanma maliyetini düşürebileceği yorumunu geçerli kıldığı gözlenmiştir. Bir diğer sektör etkinliği göstergesi olan Alacak Devir Hızı (ADH) katsayısının pozitif ve istatistik açıdan anlamlı olması, Borç Devir hızıyla bağlantılı olarak, sektördeki firmaların finansman ihtiyacının firma üzerinde baskı yaratmadığı bir ekonomik ortam düzleminde

açıklanmıştır. Buna göre yüksek Borç Devir hızı ile birlikte düşük Alacak Devir Hızına sahip firmalar, kredili alımlarını artırmaları yanında kredili satış vadelerini uzatarak nakit pozisyonunda görece bir avantaj sağlayarak borçlanma maliyetlerini düşürebilmektedirler.

Bu bulgulara ek olarak araştırma modeli kapsamındaki üç ayrı makro ekonomik göstergenin sektörel bazda borçlanma maliyetlerini istatistik açıdan anlamlı düzeyde etkilediği belirlenmiştir. Bu makroekonomik değişkenlerden Üretici Fiyat Endeksindeki artışın, enflasyonun ekonomideki bozucu etkisine bağlı olarak kredi arzını azaltması ve firmaların nakit akışlarının bozulması yoluyla kredi geri ödemelerinde bir takım olumsuzluklar yaşanmasına neden olduğu, böyle bir ekonomik ortamda faaliyet gösteren firma ve sektörler için bu sürecin sonucunda borçlanma maliyetlerinin yükseldiği belirlenmiştir. Diğer bir makro ekonomik gösterge olan kısa dönem Faiz değişkenindeki artışın beklentiye ters şekilde borçlanma maliyetinde istatistik açıdan anlamlı bir düşüşe neden olduğu belirlenmiş, bu durum, borçlanma maliyetinin faizlerin artışına bağlı olarak yükselmesinin bir sonucu olarak, firmaların daha fazla kredi yükü altına girmekten kaçınarak borçlanma taleplerini azaltmasıyla açıklanmıştır. Piyasa faiz oranlarındaki artış, firmaları yüksek faizden borçlanmak yerine alternatif finansman araçlarına yönelerek borçlanma maliyetlerini kontrol altına almaya çalıştıklarını göstermektedir. Modeldeki üçüncü makro ekonomik değişken olan Döviz kurundaki artışın, borçlanma maliyetini artırıcı etkisi teorik katsayı ve istatistik açıdan kanıtlanmıştır. Bu yönüyle döviz piyasasındaki yukarı yönlü hareketlerin borçlanma maliyetini artıracığı beklentisi bu araştırmada da teyit edilmiştir.

Genel bir değerlendirme sonucunda sektördeki borçlanma maliyetlerinin önceki dönem borçlanma maliyetleri ile sektöre özgü değişkenlerden Teminat, Borç Devir Hızı, Alacak Devir Hızı ve makro ekonomik değişkenlerden Ufe, Faiz ve Kur değişkenlerine duyarlı olduğunu söylemek mümkündür. Hatta etkilenme düzeylerine bakıldığında borçlanma maliyetinin sektöre özgü değişkenlere oranla makro ekonomik değişkenlere, özellikle kur farkına nispeten daha duyarlı olduğu da önemle belirtilmelidir. Bu bağlamda sektörel bazda ve firma bazında kur riskini elemine edecek finansal tekniklerin kullanımının yaygınlaşmasının, firmaların borçlanma maliyetlerinde düşme etkisine neden olması umulmaktadır.

Araştırma modelinde seçili parametreler için istatistiksel anlamlılığın gözlenmediği sektör ölçeği (LNSAT), finansal kaldıraç (FİNKAL), stok devir hızı (SDH), ve sektör büyüme hızı (BÜYÜME) değişkenlerinin bu veri seti özelinde borçlanma maliyetleri üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olmadıkları görülmüştür.

Bu bulgular, incelenen dönemde borçlanma maliyetini belirleyen faktörlere önemli ölçüde ışık tutmaktadır. Etki boyutu ne kadar küçük olursa olsun, modelde yer alan istatistik açıdan her anlamlı değişken borçlanma maliyetinin bileşenlerini anlamamıza katkıda bulunmaktadır. Bununla birlikte, ulaşılan bulgular, ekonomik koşullarda veya veri setlerinde oluşacak farklılıklara göre değişkenlik gösterecektir.

## KAYNAKLAR

- Acaravcı, S. K. (2004). *Gelişmekte olan ülkelerde sermaye yapısını etkileyen faktörler: Türkiye’de bir uygulama*. Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana, 4-51.
- Akdoğan, N. (2000). *Maliyet Muhasebesi Uygulamaları*, Ankara: Baran Ofset Gazi Kitabevi, 25-39.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 618-723.
- Akıncı, M., ve Şahin, Ç. E. (1995) “Finans Kapitalizminin Görünen Eli: Türkiye Ekonomisinde Kredi Genişlemesi, Borçluluk ve Grevler Arasındaki İlişkiler”. *Fiscaoeconomia*, 6(3), 1479-1508.
- Akkaya, G. Cenk. (2008), “Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine bir Uygulama”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30, s. 1-13.
- Aksoy, E. E. (2017). *Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi, 203-216.
- Altuğ, O. (1996). *Maliyet Muhasebesi*, 11.b., İstanbul: Evrim Yayınevi, 12-18.
- Altunok, F., ve Fendoğlu, S. (2015). Güçlü Bilanço Düşük Faiz: Firma Borçlanma Maliyetlerini Etkileyen Faktörler. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, 1-13.
- Ardıç, K., ve Akman, C. 2008 Küresel Ekonomik Krizne Tarihsel ve Teorik Açından Bir Yaklaşım, 4-23.
- Arellano, M. ve Bond, S. (1991) “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations” *Review of Economic Studies*, 58 (2):277-297.
- Arellano, M. ve Bover, O. (1995) “Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error- Components Models” *Journal of Econometrics*, 68(1):29-51.
- Ata, H. A. ve Ağ, Y. (2010). “Firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin analizi. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi” *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11, 45-60.
- Ateş, S. (2021). Kurumsal sosyal performansın borçlanma maliyetlerine etkisi. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 20(62), 191-206.
- Atrill, P., E. (2004). *Accounting and Finance For Non-Specialist*, Dorchester-İngiltere: Fourth Edition, Prentice Hall, 131-141.
- Aydın G. (2009). *Tüketici Temelli Marka Değerinin Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye’de Bir Çalışma*. (Doktora Tezi). İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul, 44.
- Aydın, N. & Başar, M. & Coşkun, M. (2014), *Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara, 149-170.
- Baldemir, E. ve Süslü, B. (2008). “Firmaların kısa vadeli borçlanmalarının hisse senedi fiyatlarının değişimine etkisi, Modigliani-Miller Teoremi”. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 259-268.

- Barry, J. Niels, V., ve Borrow, K. (2007). "Towards a model of green political economy: from ecological modernisation to economic security". *International Journal of Green Economics*, 1(3-4), 446-464.
- Başıağa, H. (1993) *Gider ya da Maliyet Unsuru olarak kredi faizleri*, Yaklaşım Yayınları, Sayı: 2, Şubat 1993, 5-21.
- Behr, A. (2003). A comparison of dynamic panel data estimators: Monte Carlo evidence and an application to the investment function (No. 2003, 05). Discussion Paper Series 1.
- Bekler, M. (2007). "Borçlanma Maliyetlerinin Uluslar arası Muhasebe Standardı Türk Muhasebe Standardı ve Türk Vergi Mevzuatı Bakımından Değerlendirilmesi", *Vergi Dünyası Dergisi*, 312, s.11,34-53.
- Bektöre, S. ve Çömlekçi, F. & Sözbilir, H. (2015), *Mali Tablolar Analizi*, Nisan Kitabevi, Ankara, 5-23.
- Berkay, F., & Ağcakaya, S. (2017). "Türkiye'de kamusal açıkların finansmanında iç ve dış borç tercihi: 1990-2015 dönemi". *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(1), 1-20.
- Blundell, R. ve Bond, S. R. (1998) "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models" *Journal of Econometrics*, 87(1):115-143.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2014). *Finansal yönetimin temelleri*. (Çev. N. Aypek). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık, 4-22.
- Cengiz, E. (1999). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ankara, İmge Kitabevi, s.323.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi, s289.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2013), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Yayınevi, Bursa, 149-205.
- Ceylan, S. (2004). "Türkiye'de kredi kullanımı-ekonomik büyüme ilişkisi". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(2), 21-35.
- Çabuk, A., ve Lazol, İ. (2013). *Mali tablolar analizi*. Ekin Basım Yayın Dağıtım, 217-218.
- Çiftçi Y. ve Şahin A. (2008). "TMS-21'e Göre Kur Farklarının Muhasebeleştirilmesi ve Vergi Uygulamaları Karşısındaki Durumun İncelenmesi", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 45 (516) s.36-46.
- Davis, Steven J, Felix Kubler, ve Paul Willen (2006). "Borrowing Costs and the Demand for Equity over the Life Cycle". *The Review of Economics and Statistics* (2006) 88 (2): 348-362. <https://doi.org/10.1162/rest.88.2.348>
- De Jong, A., ve Veld, C. (2001). "An empirical analysis of incremental capital structure decisions under managerial entrenchment". *Journal of Banking & Finance*, 25(10), 1857-1895.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. ve Pescetto, G. (2004). "The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region". *Journal of Multinational Financial Management*, 14, 387-405.
- Değer, N. (2000). "Vade Farkı Uygulamasının Vergilendirilmesi Konusu". *Yaklaşım Dergisi*. 8, 94.



- Değirmen, S. ve Gündoğdu, Y. (2010). “Türkiye’de ihracat yapan firmaların finansman stratejileri”. *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 1(4), 1-18.
- Demir, Ş. (2012). “İskontoların Muhasebesi ve Denetimi”, *Çözüm Dergisi*, (109), s.77-112.
- Deran, A., ve Savaş, İ. (2014). “Borçlanma Maliyetlerinin Muhasebeleştirilme Esaslarının Tekdüzen Muhasebe Sistemi ve Vergi Usul Kanunu Kapsamında Değerlendirilmesi”. *Vergi Sorunları Dergisi*, 37(311), 123-133.
- Durukan, M. B. (1997). “Hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmaların sermaye yapısı üzerine bir araştırma, 1990-1995”. *İMKB Dergisi*, 1, 75-91
- Elitaş, B. L., ve Doğan, M. (2013). “Sermaye yapısını belirleyen etkenler: İMKB sigorta şirketleri üzerine bir araştırma”. *World of Accounting Science Dergisi*, 15(2), 41- 57.
- Ercan, M. K., ve Ban, Ü., (2009), *Finansal Yönetim: Değere Dayalı İşletme Finansı*, (5. baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 87-92.
- Erdoğan, N. (1995). *Maliyet Muhasebesi*, İzmir: Barış Yayınları, 12-36.
- GİB, “Vergi Usul Kanunu”, Vergi Usul Kanunu (VUK)- 213 Sayılı Kanun., <http://www.gib.gov.tr/gibmevzuat>. Erişim Tarihi: 19.11.2022.
- Gilchrist, S., López-Salido, D., ve Zakrajšek, E. (2015). “Monetary policy and real borrowing costs at the zero lower bound”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(1), 77-109.
- Guo, L., Lien, D., Hao, M., ve Zhang, H. (2017). “Uncertainty and liquidity in corporate bond market”. *Applied Economics*, 49(47), 4760-4781.
- Güçlü, N. (2004). “Global Kamusal Malların Finansman Aracı Olarak Global Vergi Önerileri”. *Ahi Evran Üniversitesi Kırşehir Eğitim Fakültesi Dergisi*, 5(2), 51-64.
- Güloğlu, B. ve Bekçioğlu, S. (2001). İMKB’deki gelişmelerin şirketlerin sermaye yapısına etkileri: İmalat sanayinde faaliyet gösteren firmalar üzerine bir uygulama. *ODTÜ 2001 Uluslararası İktisat Kongresi*, 1-23.
- Gülşen, A. Z. ve Ülkütaş, Ö. (2012). “Sermaye yapısının belirlenmesinde Finansman Hiyerarşisi teorisi ve ödünleşme teorisi: İMKB sanayi endeksinde yer alan firmalar üzerine bir uygulama”. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(15), 49-59.
- Gürsoy, C. T. (2007). *Finansal yönetim ilkeleri*. İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları, 103-112.
- Hacırüstemoğlu R. (1995). *Maliyet Muhasebesi*, İstanbul: Ders Kitapları Anonim Şirketi Tesisleri, 32-63.
- Hacırüstemoğlu R. (1997). *Enflasyon Muhasebesi Uygulaması*, İstanbul: Ders Kitapları Anonim Şirketi Tesisleri, 4-18.
- Harvey, J. (2004). “Compliance and reporting issues arising for financial institutions from money laundering regulations: a preliminary cost benefit study”. *Journal of Money Laundering Control*, 7(4), 333-346.

- Hatfield, G.B., Cheng, Louis T.W., ve N., (1994), “The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm end Industry Debt Ratios on Market Value”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 7(3), 1-14 .
- Hmaittane, A., Gueyie, J. P., Mnasri, M., ve El Guengue, H. (2023). “Do Lenders Value a Corporate Sustainability Structure?—Evidence from the Cost of Bank Loans”. *Sustainability*, 15(6), 4720.
- Huston, S. J. (2012). “Financial literacy and the cost of borrowing”. *International Journal of consumer studies*, 36(5), 566-572.
- Jae, W. S. (2012) “Misallocation and financial market frictions: Some direct evidence from the dispersion in borrowing costs”, *National Bureau of Economic Research*. 5 (1): 11-19 DOI: <https://doi.org/10.1016/j.red.2012.11.001>
- Kaygusuz, S. Y. Dokur Ş. (2009), *Maliyet Muhasebesi*, Dora Basım Yayım Dağıtım, Bursa s.29. 17.
- Kepçe, N. (2001). “Finansman Harcamalarının Muhasebeleştirilmesi ve Mali Tablolarda Raporlanması”, *Mali Çözüm Dergisi*, 57(24).
- Kılıç, S. (2020) The Relationship Between Central Bank Policy Rate And Public Borrowing Cost. Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 27-59.
- Kurt, Y. (2022) “Büyüküğünün Etkisi/The Effect Of Borrowing Costs, Leverage Ratios And Business Size On Audit Quality”. *Uluslararası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi*, 6(2), 298-316.
- Küllü, A. M., ve Raymar, S. (2018). “Groups, pricing, and cost of debt: evidence from Turkey”. *Journal of Risk and Financial Management*, 11(1), 14.
- MacMenamin, J. (1999). *Financial Management*, London and New York, Routledge (UK), s.19.
- Masulis, R. W. (1983). “The impact of capital structure change on firm value: Some estimates”. *The journal of finance*, 38(1), 107-126.
- Mbonu, C. M., ve Amahalu, N. N. (2021). “Effect of board diversity on borrowing cost of listed conglomerates in Nigeria”. *American Research Journal of Humanities Social Science (ARJHSS)*, 4(10), 62-73.
- McLaney, E. (2004). *Accounting and Finance For Non-Specialist*, Dorchester-İngiltere: Fourth Edition, Prentice Hall, 61-4.
- Muratoğlu, Y. G. ve Whittington, M. (2001), “Predictability of UK Stock Returns By Using Debt Ratios”, *CUBS Faculty of Finance Working Papers*, 5, 1-24
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102
- Okka, O. (2011). *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayıncılık, Ankara, , 119-127.
- Okuyan, H. A. ve Taşçı, H. M. (2010). “Sermaye yapısının belirleyicileri: Türkiye’deki en büyük 1000 sanayi işletmesinde bir uygulama”. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 4(1), 105-120
- Özdemir İ., ve Çelen, M. (2003). “Vade ve Kur Farklarının Özel Tüketim Vergisi Karsısındaki Durumu”, *Vergi Dünyası*, 264, s.29.

- Roodman, D. (2009). "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata". *The stata journal*, 9(1), 86-136.
- Ross, S. (1977). "The determination of financial structure: The incentive signaling approach". *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Safa, R. (2006). *Borçlar Hukuku*, Beta Basın Yayım, İstanbul, s:29-30.
- Sağlam, N., Şengel S. ve Öztürk B. (2007). *Türkiye Muhasebe Standartları Uygulaması*. Ankara: Turhan Kitapevi, 1193-1246.
- Sakai, K., Uesugi, I., ve Watanabe, T. (2010). "Firm age and the evolution of borrowing costs: Evidence from Japanese small firms". *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1970-1981.
- Sarioğlu, S. E., Kurun, E. ve Güzeldere, H. (2013). Sermaye yapısının belirleyicileri: İMKB'de işlem gören çimento, otomotiv ve bilişim sektörlerinin sermaye yapısı analizi". *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 13(4), 481-496.
- Sayılgan, G. ve M. Doğan (2005), "Neden Artan Vergi Oranları İşletmeleri Borçla Finansmana Özendirir?", *Bankacılar Dergisi*, 52.
- Sayılgan, G., (2011), Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansı, (Güncelleştirilmiş Ve Genişletilmiş 5.baskı), Turhan Kitapevi, Ankara, 121-128.
- Sayım, N. (2016). "Özellikli Varlıkların Belirlenmesi Aktifleştirilmesi ile Özellikli Varlıklara İlişkin Özel Durumların Değerlendirilmesi", *Muhasebe ve Denetim Dünyası*, 3, s.136.
- Sazak, İ. (2000). "Kur Farkı ve Uygulamada Özellikli Durumlar", *Vergi Sorunları Dergisi*, 145, s.237
- Sevilengül, O. (2003). *Genel muhasebe*. Gazi Büro Kitapevi, 10-23.
- Sevilengül, O. (2004). *Borçlanma Maliyetleri Standardının Dayandığı Esaslar*, Prof. Dr. Yüksel Koç Yalkın'a Armağan, Ankara, Türmob, 601-604.
- Seymen, R., Kurtoğlu, R., (1997). İthal İkamesinden Liberal Ekonomiye Geçiş Sonrasında Büyüme ve İşsizlik, 1-3.
- Spiess, Katherine D. ve G.J. Afeleck (1999), "The Long Run Performance of Stock Returns Following Debt", *Journal of Financial Economics*, 54, 45-73.
- Taner, B., ve Akkaya, G. C. (1992). *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı Ve Menkul Kıymetler*, İzmir: Reklam Sanat Merkezi, 179-185.
- Tatoğlu, F. (2020). İleri Panel Veri Analizi-Stata Uygulamalı (4.Baskı). İstanbul: Beta Yayınları
- Tatoğlu, Y. F., (2013). İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı, 2. Baskı, İstanbul, Beta Yayıncılık.
- Terim, B. (2009). *Türkiye'de Firmaların Sermaye Yapısı: Belirleyici Etmenler ve Gelişim*, (Doktora Tezi), Manisa: Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 57-58.
- Terim, B. ve Kayalı, C. A. (2009). *Sermaye yapısını belirleyici etmenler: Türkiye'de imalat sanayi örneği*. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü , 7, 125-154.
- TMS 23. (2005). Türkiye Muhasebe Standardı "Borçlanma Maliyetleri",1-5.

- Topal, Y. (2006). "İMKB'ye Kayıtlı İşletmelerin Sermaye Yapıları Ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi". *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (27), 1992-2004.
- Tumwine, S., Akisimire, R., Kamukama, N., & Mutaremwa, G. (2015). "A borrowing cost model for effective performance of SMEs in Uganda". *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 11(2), 74-89.
- Tunay, N. (2014). "Türkiye'de Bankasürans Uygulamaları ve Türk Banka ve Sigorta Sektörlerine Dinamik Etkileri". *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 8(1), 35-62.
- Usta, Ö. (2002). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, İzmir: Anadolu Matbaacılık, 232-234.
- Uysal, M. C. (2019). Türkiye'de İç Borç Yönetiminde Piyasa Yapıcılığı Sistemi ve Borçlanma Maliyetleri Üzerine Etkileri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 2(3), 583-597.
- Üstün, R. (1996). *Maliyet Muhasebesi*, 5. b., Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi.
- Yıldırım, D. ve Eceyurt, T. (2012). *Sermaye yapısını etkileyen faktörler: Gıda sektöründe bir uygulama*. 16. Finans Sempozyumu, Erzurum, 363-375.
- Yükçü, S. (1999). Kalite maliyetlerinin Muhasebeleştirilmesi (Kalite Muhasebesi). Anadolu matbaacılık, İzmir, 67-90.