

## Bölüm 4

# SERMAYE YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ: FİRMAYA ÖZGÜ DEĞİŞKENLERİN FARKLI KALDIRAÇ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Gamze GÖÇMEN YAĞCILAR<sup>1</sup>  
Ayşen KONUŞKAN<sup>2</sup>

### 1. GİRİŞ

Modigliani & Miller (1958)'in başlattığı sermaye yapısı kararlarına ilişkin tartışmalar aradan geçen onlarca yıla ve yüzlerce akademik çalışmaya rağmen sonuçlanamamıştır. Firmaların hedefledikleri bir sermaye yapısı var mıdır? Firmalar arasında borç oranını farklılaştıran faktörler nelerdir? Firmaların finansman kaynaklarına karar verirken izledikleri belirgin kurallar var mıdır? Bu kuralları tüm sektörler için genellemek mümkün müdür? Bu sorular yıllardır tartışılan, ancak elde edilen kanıtların teorisyenlerin merakını tam olarak tatmin edemediği meselelerdir. Bununla birlikte konuyla ilgili tüm tarafların hemfikir oldukları en azından bir nokta vardır: Sermaye yapısı önemlidir. Yıldırım, Masih & Bacha (2018) sermaye yapısının şirketin ilişkili tarafların ihtiyaçlarını karşılama kabiliyeti ile ilgili olduğu için oldukça önemli olduğunu belirtmişlerdir. Modugu (2013)'e göre ise firmanın sermaye yapısı bileşimi oluşturulurken yapılacak bir hata firmayı likidite ve borç ödeme ile ilgili problemlerle karşı karşıya bırakabilir. Öyleyse firmalar ihtiyaç duydukları finansman kaynağını seçerken nasıl davranırlar?

Myers (2001) borç-özkaynak seçimine ilişkin evrensel bir teori olmadığını, olmasını beklemek için bir sebep de olmadığını ifade etmiştir. Yapılan çok sayıda ampirik çalışmada ortak bir sonuca ulaşılamaması, bulguların aynı anda farklı teorileri kısmi olarak desteklemesi Myers'in haklı olabileceğini düşündürmektedir. Bu durum reel ekonominin ve firmaların finansman olanaklarının dinamik yapısından kaynaklanıyor olabilir. Neticede sermaye yapısı kararlarının ele alınan döneme, incelenen firmalara ve ülkelere göre değişiklik göstermesini beklemek doğaldır.

<sup>1</sup> Dr. Öğr. Üyesi, Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF, Bankacılık ve Finans Bölümü, gamzeyagcilar@sdu.edu.tr

<sup>2</sup> Doktora Öğrencisi, Süleyman Demirel Üniversitesi-İşletme Anabilim Dalı-Muhasebe ve Finansal Yönetim Bilim Dalı,aysen.konuskan45@gmail.com

güçlü belirleyicisinin ise kendi geçmiş değerleri olduğu ortaya çıkmıştır.

Elde edilen tüm sonuçlara bakıldığında Türkiye'de faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı kararlarına ilişkin kesin bir yaklaşımın varlığı tespit edilememiştir. Bazı bulgular Finansman Hiyerarşisi Teorisi ile bazı bulgular ise Dengeleme Teorisi ile uyumludur. Ancak kullanılan veri seti, literatür incelemesinde de gösterildiği gibi pek çok çalışmada anlamlı sonuçlar verdiği teyit edilmiş ve teorik yaklaşımların da kurdukların modellerde referans aldıkları değişkenler olmasına rağmen kaldıraç oranlarını açıklama güçleri oldukça düşük seviyelerde kalmıştır. Dolayısıyla sermaye yapısı kararlarının anlaşılması sağlayacak faktörler konusunda gerek mikro gerekse makro ölçekte ülke ve sektörler özelinde farklı bir veri setiyle daha geniş bir perspektif sunulmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

## KAYNAKLAR

- Acaravcı, S.K. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2015;5:1:158-17.
- Backer, M., J. Wurgler, Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 2002;57:1:1-32.
- Bandyopadhyay, A, Barua N.M., Factors Determining Capital Structure and Corporate Performance in India: Studying the Business Cycle Effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2016;61:160-172.
- Bauer, P., Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, 2004;54:1-2.
- Bhayani, S.J., Determinants of Capital Structure: An Empirical Analysis of Indian Private Corporate Sector. *Asia-Pacific Business Review*, 2005;1:2:13-23.
- Chang, C, Lee, A.C, Lee, C.F., Determinants of Capital Structure Choice: A Structural Equation Modeling Approach., *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009;49:197-213.
- Chang, C, Chen, X, Liao, G., What are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014;30:87-113.
- Chen, J.J., Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies. *Journal of Business Research*, 2004;57:1341-1351.
- Chung, Y.P., Na, H.S., Smith, R., How Important is Capital Structure Policy for Firm Survival?, *Journal of Corporate Finance*, 2013;22:83-103.
- Daskalakis, N., Balios, .D, Dalla, V. The Behaviour of SME's Capital Structure Determinants in Different Macroeconomic States. *Journal of Corporate Finance*, 2017;46:248-260.
- De Jong, A., Kabir, R., Nguyen, T. Capital Structure Around the World: The Roles of Firm-and Country-Specific Determinants. *Journal of Banking and Finance*, 2008;32:1954-1969.
- Deesomsak, .R, Paudyal, K., Pescetto, G. The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia-Pacific Region. *J. Of Multi. Fin. Management*, 2004;14:387-405.
- Delcours, N. The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economics and Finance*, 2007;16:400-415.
- Driscoll, J.C., Kraay, A.C. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependant Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, 1998;80:4:549-560.
- Fama, E.F, French, K.R. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt. *The Review of Financial Studies*, 2002;15:1:1-33.
- Frank, M.Z, Goyal, V.K. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, Spring. 2009;1-37.
- Güner, A. The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *ICEF 2015, 22-23 October 2015, İstanbul, Procedia Economics and Finance*. 2016;38:84-

- Handoo, A, Sharma K. A Study on Determinants on Capital Structure in India. *IIMB Management Review*, 2014;26:170-182.
- Hang, M, Klingeberg, J.G, Rathgeber, A.W. Measurement Matters – A meta-study of the Determinants of Corporate Capital Structure *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2018;68:211-225.
- Hoechle, D. XTSCC: Stata module to calculate robust standard errors for panels with cross-sectional dependence. Statistical Software Components S456787, Boston College Department of Economics. 2006. revised 03 Apr 2018.
- Huang, G, Song F.M. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 2006;17:14-36.
- Jensen, M.C., Meckling, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 1976;3:305-360.
- Jensen, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 1986;76:323-339.
- Joeveer, K. Firm, Country and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Transition Economies. *Journal of Comparative Economics*, 2013;41:294-308.
- Kayo, E.K., Kimura, H. Hierarchical Determinants of Capital Structure. *Journal of Banking and Finance*, 2011;35:358-371.
- Khemiri, W., Noubbigh, H. Determinants of Capital Structure: Evidence from sub-Saharan African Firms. *the Quarterly Review of Economics and Finance*, 2018;70:150-159.
- Köksal, B., Orman, C. Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy. *Small Bus. Econ. Journal*, 2015;44:255-282.
- Kraus, A., Litzenberger, R.H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *the Journal of Finance*, 1973;28:4:911-922.
- Li, L., Islam, S.Z. Firm and Industry Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from Australian Market. *International Review of Economics and Finance*, 2019;59:425-437.
- Mateev, M., Poutziouris, P., Ivanov, K. On the Determinants of SME Capital Structure in Central and Eastern Europe: A Dynamic Panel Analysis. *Research in International Business and Finance*, 2013;37:28-51.
- Mathias, F., Serrasqueiro, Z. Are there Reliable Determinant Factors of Capital Structure Decisions? Evidence Study of SMEs in Different Regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 2017;40:19-33.
- Merika, A, Theodoropoulou, S., Triantafyllou, A. The relationship between Business Cycles and Capital Structure Choice: The Case of International Shipping Industry. *The Journal of Economic Asymmetries*, 2015;12:92-99.
- Mng, J.C.P., Rahman, M., Sannacy, S. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics and Finance*, 2017;5 <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1418609>.
- Modigliani, F., M.H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 1958;48:261-97.
- Modugu, K.P. Capital Structure Decision: An Overview. *Journal of Finance and Bank Management*, 2013;1(1):14-27.
- Moradi, A., Paulet, E. The Firm-specific Determinants of Capital Structure-An Empirical Analysis of Firms Before and During the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 2019;47:150-161.
- Myers, S.C. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 1984;39:3:575-592.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 1984;13:187-221.
- Öztekin, Ö., Flannery, M.J. Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speed. *Journal of Financial Economics*, 2012;103:88-112.
- Rajan, R.G., Zingales, L. What do we know about capital structure? Some evidence from Internati-

- onal Data. *Journal of Finance*, 1995;50:1421–1460.
- Ramli, N.A., Latan, H., Solovida, G.T. Determinants of Capital Structure and Financial Performance: A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2019;71:148-160.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi, Stata uygulamalı*, 3. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları.
- Titman, S., Wessels, R. The Determinants of Capital Structure Choice. *the Journal of Finance*, 1988;43:1, 1-19.
- Vo, X.V. Determinants of Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 2017;40:105-113.
- Welch, I. Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 2004;112(1):106–132.
- Yıldırım, R., Masih, M., Bacha, O.I. Determinants of Capital Structure: Evidence from Shari'ah Compliant and non-Compliant Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018;51:198-219.
- Zhang, D., Liu, D. Determinants of the Capital Structure of Chinese non-listed Enterprises: Is TFP Efficient?. *Economic Systems*, 2017;41:179-202.