

Bölüm 14

SERMAYE YAPISI TEORİLERİNİN ANALİZİ VE YORUMLANMASI

Meltem GÜRÜNLÜ¹

Giriş

Modigliani ve Miller'ın 1958'de yayınlanan ünlü makalesine dayanan modern sermaye yapısı teorisi ve sermaye yapısı seçimi birçok araştırmacıya ilham kaynağı olmuştur. Bu konuda hem teorik hem de ampirik pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak, "şirketler sermaye yapılarını nasıl seçer?" sorusunun hala açık ve belirgin bir cevabı bulunamamıştır. Bunun yerine, geliştirilen farklı teorilerin her biri bu soruyu farklı bir bakış açısıyla yanıtlamaktadır. Örneğin, geleneksel dengeleme teorisi firmaların sermaye yapısı ile ilgili en uygun seçimin, doğabilecek iflas maliyeti ve temsil maliyetlerine karşı borcun sağladığı kurumlar vergisi kalkımı avantajının optimum denge olduğu yer olarak ifade etmektedir. Ancak gagalama düzeni teorisi (finansman hiyerarşisi kuramı), bu şekilde bir hedef sermaye yapısının varlığına şüphe ile yaklaşmakta ve firmaların dışarıdan alınan borcu sadece iç finansman mümkün olmadığında aldığını ileri sürmektedir. Ayrıca, ülkelerarası karşılaştırmalarda, kurumsal farklılıkların sermaye yapısı ile ilgili farklı politikalara yol açtığı bulunmuştur. Bu çalışmada, sermaye yapısı ile ilgili teorik ve ampirik çalışmaların sistematik olarak gözden geçirilmesi ve yorumlanması amaçlanmaktadır.

Sermaye Yapısı Teorileri

Modigliani- Miller (MM) Teorisi

Modern sermaye yapısı teorisinin başlangıcı olarak kabul edilen Modigliani ve Miller (1958), belli varsayımlar altında, firmanın değerinin sermaye yapısından etkilenmediğini göstermektedir. Sermaye piyasasının MM dünyasında mükemmel olduğu varsayılmakta, firma içindekiler ve dışardaki yatırımcılar simetrik bilgiye sahiptirler; hiçbir işlem maliyeti, iflas maliyeti veya vergi mevcut değildir; özsermaye ve borç seçimi ilgisiz hale gelmekte ve firma içinden ve dışından sağlanan fonlar birbirlerini mükemmel bir şekilde ikame edilebilmektedirler. Bu temel varsayımlar gevşetirse, sermaye yapısı firmanın değeri ile ilgili hale gelebilir. Dolayısıyla, bundan sonraki araştırma çabaları, MM teorisinin ideal varsayımları gevşetmeye ve daha gerçekçi hale getirerek sermaye yapısı ile ilgili konuları açıklamaya katkıda bulunmuştur.

¹Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Arel Üniversitesi, Uluslararası Ticaret ve Finans (İng.) Bölümü.

Kazançların Değişkenliği (Volatilitesi)

Volatilité veya iş riski finansal sıkıntı olasılığı için bir temsili bir değişkendir ve genellikle kaldıraç ile ters orantılı olması beklenir. Ampirik çalışmalarda çeşitli volatilité ölçümleri kullanılmıştır; satışlardan elde edilen getirilerin standart sapması, faaliyetlerden nakit akışındaki değişimin toplam aktiflere oranının standart sapması veya işletme faaliyet gelirindeki yüzde değişimin standart sapması gibi. Kazançlarında yüksek volatilitéye veya değişkenliğe sahip firmalar, kazanç seviyesinin borç servis taahhüdünün altına düşmesi riskiyle karşı karşıyadır. Bu da firmaların borcunu ödemek için yüksek maliyetle fonlar bulmasına veya daha ileri bir durumda iflasa gitmesine neden olabilir. Ancak, özkaynaklar tarafından finanse edilen firmalar, finansal sıkıntı döneminde temettü ödemelerini ertelemeyi seçebilirler. Bu, yüksek kazanç volatilitesine sahip firmaların daha az borçlanacağını ve dış finansman seçenekleriyle karşı karşıya kaldıklarında hisse senedi çıkarmayı tahvil çıkarmaya tercih edeceğini göstermektedir. Böylece, volatilité ve kaldıraç arasındaki ters bir ilişki beklenmektedir (Boyle ve Eckhold, 1997; Jensen, Solberg ve Zorn, 1992).

Sonuç

Bu çalışmada, sermaye yapısı ile ilgili temel teorik ve ampirik çalışmaların sistematik olarak gözden geçirilmesi ve yorumlanması amaçlanmıştır. Borç ve sermaye sermayesinin benzersiz bir kombinasyonunun firma değerini maksimize edip etmediği konusundaki temel sorun veya bir firmanın optimal sermaye yapısını belirleyen faktörler, sermaye yapısı literatüründe sıkça tartışma konusu olmuştur. Bu konudaki literatürün çoğu, gelişmiş ülkelerdeki sermaye yapısı ile firmaya özgü özellikler arasındaki ilişkilerin doğasını ele almaktadır. Kurumsal sermaye yapısına dair ampirik literatür de bugüne kadar gelişmekte olan ülkelere nispeten az dikkat sarf edildiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere sermaye yapısını belirleyen etmenlerin araştırılması gelecek vaat eden bir çalışma sahası olacaktır.

Kaynakça

- Boyle, G.W. & Eckhold, K.R. (1997). Capital Structure Choice and Financial Market Liberalisation: Evidence from New Zealand. *Applied Financial Economics*, 7, pp: 427-437.
- Fama, E., (1990). Contract Costs and Financing Decisions. *Journal of Business*,63 (1), pp:71-91.
- Green,C.J., Kirkpatrick, C. & Murinde, V. (2006). *Finance & Development: Surveys of Theory, Evidence and Policy*. USA:Edward Elgar Publishing.
- Green, R.C. (1984). Investment Incentives, Debts and Warrants. *Journal of Financial Economics*, 13, pp:115-136.
- Graham, J.R. (2000). How Big Are Tax Benefits of Debt?. *Journal of Finance*, 55(5), pp:1901-1941.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 49, pp: 297-355.
- Hunsaker, J. (1999). The Role of Debt and Bankruptcy Statutes in Facilitating Tacit Collusion. *Managerial and Decision Economics*, 20(1), pp:9-24.
- Hovakimian, A., Opler,T. & Titman,S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 36(1), pp:1-24
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp:323-329.

- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp:305-360.
- Jensen, G.H., Solberg, D.P. & Zorn, T.S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 27, pp:247-261.
- Kieschnick, R. & Moussawi, R. (2018). Firm Age, Corporate Governance, and Capital Structure Choices, *Journal of Corporate Finance*, 48, pp:597-614.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), pp:261-358.
- Myers, S. & Majlup, F. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp:187-221.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, pp:147-175.
- Prasad, S., Green, C.J & Murinde, V. (2001). Company Financing, Capital Structure and Ownership: A survey and Implications for Developing Economies. Loughborough University Economics Research Paper, <http://dspace.lboro.ac.uk>
- Ross. S. (1977). The Determination of Financial Structures: An Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), pp:23-40.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, pp:1421-1460.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26, pp:3-27.
- Smith, C. and Warner, J. (1979). On Financing Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, pp:117-161.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43, pp:1-19.