



Finansman Kaynakları ile Firma Büyümesi Arasındaki İlişki: BİST Turizm Firmaları Üzerine Bir Uygulama¹

*Relationship Between Financial Resources and Firm Growth: An Application on BİST
Tourism Firms*

Hakan Altın², Cemil Süslü³

¹Bu çalışma VII. Ulusal III. Uluslararası Doğu Akdeniz Turizm Sempozyumu'nda 20-21 Nisan 2018 tarihinde İskenderun'da sunulmuş bildirinin gözden geçirilmiş halidir.

²Doç. Dr., Aksaray Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, hakanaltinasu@hotmail.com

³Dr. Öğretim Üyesi, İskenderun Teknik Üniversitesi, Turizm Fakültesi, cemil.suslu@iste.edu.tr

ANAHTAR KELİMELEER

*Finansman kaynakları,
Firma büyümesi,
Sermaye yapısı*

KEYWORDS

*Financial resources,
Firm growth,
Capital structure*

ÖZET

Büyüme amaçlayan bir firmanın en önemli gereksinimi ihtiyaç duyduğu fon kaynağını karşılamaktır. Firmalar için iki temel fon kaynağı bulunmaktadır. Birincisi, borçla finansman diğeri ise özsermaye ile finansmandır. Borçla finansmanın iki avantajı vardır. Birincisi, faiz giderlerinin vergi matrahından indirilmesi söz konusu olurken bunun tersine özsermaye ile finansmanda kâr paylarının vergi indirimi söz konusu değildir. İkincisi, borçla finansmanda firma açısından büyüme başarılı bir şekilde gerçekleştiğinde mevcut ortak sayısında bir değişme olmayacağından ortaklar daha fazla kâr payı almaya hak kazanacaklardır. Bu çalışmanın amacı BİST Turizm Endeksinde işlem gören firmaların finansal kaynakları ve firma büyümesi arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. İlk olarak, tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır. İkinci olarak, tam logaritmik bir fonksiyona bir regresyon analizi uygulanmıştır. Son olarak, elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır. Sonuç olarak, finansman kaynakları hem borç hem de özsermaye BİST Turizm firmalarının büyümesini pozitif etkilemektedir.

ABSTRACT

The most important requirement of a firm that aims to grow is to correspond the funding source it needs. There are two main resources of funding for firms. The first is financing by debt and the other is financing by equity. Debt financing has two advantages. Firstly, while interest expenses are deducted from the tax base, on the contrary, there is no tax deduction for dividends in equity financing. Second, when the growth in debt is realized successfully for the firm, the shareholders will be entitled to receive more dividends since there will be no change in the number of shareholders. This paper aim is to determination of relationship between financial resources and firm growth for treaded in BİST Tourism Index. To begin with, we were calculated descriptive statistics and correlation matrix. Secondly, we were applied a regression analysis for a full logarithmic function. Finally, the results obtained were interpreted. As a result, financial resources both debt and equity were positively effect for BİST Tourism Firms.

Büyüme amaçlayan bir firmanın en önemli gereksinimi ihtiyaç duyduğu fon kaynağını karşılamaktır. Firmalar için iki temel fon kaynağı bulunmaktadır. Birincisi, borçla finansman diğeri ise özsermaye ile finansmandır. Bu aynı zamanda firmanın sermaye yapısını göstermektedir. Borçla finansmanın iki avantajı vardır. Birincisi, faiz giderlerinin vergi matrahından indirilmesi söz konusu olurken buna karşılık özsermaye ile finansmanda kâr paylarının vergi indirimi söz konusu değildir. İkincisi, borçla finansmanda firma açısından büyüme başarılı bir şekilde gerçekleştiğinde mevcut ortak sayısında bir değişme olmayacağından ortaklar daha fazla kâr payı almaya hak kazanacaklardır.

Bu açıdan değerlendirildiğinde borçla finansmanın vergisel avantajı özsermaye ile finansman maliyetine göre daha düşük kalmaktadır. Ancak, borçlanma seviyesi optimal seviyesini aştıkça firma daha riskli hale gelecektir. Böyle bir durumda firmanın kazançları dalgalanacak

ve faaliyetine ilişkin nakit akışı kullanımı daha sınırlı hale gelecektir. Buna ek olarak, firmanın riskli hale gelmesi firmanın hem borçlanma maliyetini hem de öz sermaye maliyetini artıracaktır.

Borçlanmanın ve özsermayenin iki değeri (fiyatı) başka bir ifadeyle maliyetinin olduğundan söz edilir. Bunlar defter değeri ve piyasa değeridir. Piyasada yaşanan değişimler doğaldır ki bu iki fon kaynağının maliyetini etkileyecektir. Dolayısıyla finansal yönetici optimal borç/özsermaye oranını belirlemek durumundadır. Eğer bu oran bozulmuşsa ve firma arzu edilenin üzerinde bir borçlanma yapmış ve bunu arzu edilen seviyeye çekmek istiyorsa pay senedi ihraç ederek topladığı kaynağı borçların ödenmesi için kullanır. Eğer yüksek bir özsermaye oranı söz konusu ise bu kez de borç senedi ihraç ederek piyasadaki pay senetlerini geri satın alarak özsermaye oranını uygun seviyeye çeker.

Ancak bir firmayı borç senedi ihraç etmesi veya pay senedi ihraç etmesi yatırımcı açısından farklı algılanabilmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde firma yöneticileri geleceğe ilişkin kötümser beklenti içerisindeyse bunu daha fazla ortağa yaymak için pay senedi ihraç kararı alabilirler veya tersi bir yönde geleceğe ilişkin beklentiler olumluysa büyümek için borç senedi satarak gelecekteki olası kârı mevcut ortaklar arasında paylaşmak amacıyla bu yönde bir karar alacaklardır.

Konu risk açısından değerlendirildiğinde ise firmanın üzerinde etkili olan iki riskten söz edilir. İlk risk, iş riskidir ve bu risk firmanın faaliyet gösterdiği sektörle ilgili olanıdır. Daha açık bir ifadeyle firmanın doğasında barındırdığı risktir. İkincisi ise finansal risktir (kaldıraç riski) ve bu da borçlanmaya gidildikçe firma ortaklarına yüklenen ilave risktir. Çünkü tasfiye sürecine giren bir firmada ilk önce borç verenlere ödeme yapılırken ortaklar geriye para kalırsa tasfiyeden pay alabileceklerdir.

Borcun maliyetini ölçmek kolay bir şeydir. Size söylenen veya sizin tespit ettiğiniz bir faiz oranı borcun maliyetini gösterirken özsermayenin maliyetini ölçmek daha zordur. Özsermayenin maliyeti risksiz faiz oranı artı iş riski artı finansal risk toplamından oluşur. Burada unutulmaması gereken en önemli nokta ihraççı firma açısından düşüldüğünde bu maliyetin aslında yatırımcı açısından bir beklenen getiri olduğudur.

Teorik olarak ağırlıklı ortalama sermayenin minimum olduğu noktada hisse senedinin değeri maksimum olur. Ancak bu ilişki tam bilgi varsayımının geçerli olduğu piyasada gerçekleşir. Tam bilginin geçerli olmadığı başka bir ifadeyle eksik bilginin geçerli olduğu gerçek hayatta borçla finansman veya özsermaye ile finansman konusunda firmalar bir hedef aralığı belirler ve belirledikleri bu hedef aralığına bağlı olarak büyüme strateji oluştururlar.

Modigliani ve Miller, MM (1958) ve MM (1963) çalışmalarında, tam bilgi varsayımı ile çalışan bir piyasada, aracılık (işlem) maliyetinin olmadığı, vergilerin olmadığı ve iflas riskinin olmadığı varsayımları altında kullanılan sermaye kaynağının bir önemi olmadığını ve firmanın piyasa değerinin sermaye yapısından etkilenmediği iddialarını kanıtlamışlardır.

Gerçek hayatta ise pay senedinin fiyatının MM'nin teorik açıklamasında olduğu gibi borçla finansman avantajının sonsuza kadar sürmediği, pay senedi fiyatının bir çan eğrisi şeklinde olduğu, borçlanmanın belirli seviyeye kadar pay senedinin fiyatının yükselttiği ancak daha fazla borçlanmanın pay senedi fiyatını düşürdüğü görülmektedir.

Çalışmada halka açık turizm firmalarının finansman kaynakları ile büyümeleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada büyüme nedir sorusunun yanıtı olarak firmaların duran varlık yatırımları ile satışlardaki değişime olarak verilmiştir. Çalışmada büyüme değişkeni olarak satış tutarı kullanılmıştır. Bu ilişkinin ortaya konulabilmesi için tam logaritmik bir fonksiyon kullanılmıştır.

LİTERATÜR

Literatür incelendiğinde firmaların finansman kaynakları ile büyümeleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmanın az sayıda olduğu görülmektedir. Az sayıdaki çalışmadan firma büyümesi ile ilgili olarak firmanın duran varlık yatırımı ile satışların değişmesi olduğu anlaşılmaktadır.

Buna karşın, literatürdeki çalışmaların daha çok firmaların sermaye yapısı kararlarına ilişkin olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, literatür bu kısımlar çerçevesinde oluşturulurken hem büyümeyi hem de sermaye yapısı kararlarını inceleyen öncü çalışmalara metin boyunca kronolojik sıra ile yer verilmiştir.

Titman ve Wessels (1988) sermaye yapısı kararlarını etkileyen belirleyiciler üzerine bir çalışma yapmışlardır. Yazarların ilk bulguladığı firmanın faaliyet gösterdiği sektöre bağlı olarak yüksek maliyetler ile karşılaşan firmanın düşük borç seviyesi belirlediğidir. İkincisi, işlem maliyetlerinin firmanın sermaye yapısı kararlarında önemli bir rol oynadığıdır. Yüksek işlem maliyeti hem kârlılığı hem de firmanın büyümesinde olumsuz rol oynamaktadır. Üçüncüsü kısa dönem de yüksek borçlanmanın firmanın büyümesine olumsuz etkilediğidir.

Michaelas, vd., (1999) çalışmalarında finansman politikası seçimi ve sermaye yapısı üzerine bir çalışma yapmışlardır. Yazarlar çoğu finans teorisinde ileri sürülen sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin incelediği firmalar içinde geçerli olduğunu tespit etmişlerdir. Bu faktörleri, firmaların büyüklüğü, yaşı, kârlılığı, büyüme ve gelecekteki büyüme fırsatları, faaliyet riski, varlık yapısı, stok devir hızı ve net borçlanma olarak açıklamışlardır. Aynı zamanda küçük firmalar için sermaye yapısı kararlarında piyasa zamanlamasının ve endüstrinin kendine has özelliklerinin önemli olduğunu vurgulamışlardır. Kısa ve uzun vadeli borçlanmanın piyasada yaşanan dalgalanmalar ile ilişki olduğunu iddia etmişlerdir.

Myers (2001) çalışmasında sermaye yapısını incelemiştir. Yazar, çok sayıda sermaye yapısı teorisinin olduğundan söz eder. Bu teorilerin ortak özelliğinin firmaların borç seviyesi olduğunu ifade etmektedir. Bu teoremlerden Trade Off (Ödünleşme Teorisi), Pecking Order (Finansman Hiyerarşisi Teorisi) ve Free Cash Flow (Serbest Nakit Akışı - FCF) yaklaşımına atıfta bulunmuştur. Bu teoremler belirli varsayımlar altında geçerlidir. Örneğin, firma için kârlı yatırım fırsatları varsa ve yatırım riskli olsa bile firma yüksek tutarda borçla finansmana başvurarak bu yatırımı gerçekleştirecektir. Bu yaklaşım belli bir olgunluğa erişmiş firmalar için geçerlidir.

De Miguel ve Pindado (2001) çalışmalarında sermaye yapısının belirleyici üzerine çalışmışlardır. Yazarlara göre firmalar finansman kaynağı temin ederken baktıkları yer kendi borç seviyeleridir. Aynı zamanda finansman kaynağı belirlenirken bir maliyet unsuru olan işlem maliyetleri kullanılacak kaynağın belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Yazarlar borç dışı vergi kalkanı uygulamalarının kullanılacak finansman kaynağını etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Yazarlar, finansal sıkıntı yaşayan bir firmanın kaynak maliyeti ile borçlanma maliyeti arasında bir ilişkinin olduğunu iddia etmektedirler. Ayrıca, yatırım ve borç arasında doğrudan bir ilişkinin varlığını bulmuşlardır.

Goldstein, vd., (2001) çalışmalarında firmalar için Faiz ve Vergi Öncesi Kazancı (EBIT) temel alan sermaye yapısını incelemiştir. Bir firmanın borçlanma seçeneği varsa ve borcun vergisel avantajı söz konusuysa firma borçla finansman seçeneğini daha fazla kullanacaktır. Yazarlar bu iddialarını varlıkların ikamesinin olmadığı, asimetrik bilginin ve olası özsermaye avantajlarının olmadığı bir dünya da geçerli olduğunu ileri sürmektedirler.

Baker ve Wurgler (2002) sermaye yapısı ve piyasa zamanlaması üzerine bir çalışma yapmışlardır. Yeni hisse senedi ihracı için piyasadaki hisse senedi fiyatlarına bakılması gerektiği ve yüksek hisse senedi fiyatlarının yeni hisse senedi ihracı için olumlu bir fırsat yarattığını ileri sürmüşlerdir. Bir başka strateji firmanın hisse senedi değeri düşük kalmışsa, firma borçla finansmana başvurarak piyasadaki hisse senetlerini geri satın alacaktır. Böylece, firma piyasanın yarattığı fırsatları uygun zamanlama stratejisiyle değerlendirerek sermaye yapısını yeniden düzenleyebilecektir.

Frank ve Goyal (2003) çalışmalarında sermaye yapısı teorilerinin söylediğinin aksine içsel finansman kaynağının yatırım harcamasının tümüyle karşılamadığını dolayısıyla da dışsal finansman kaynağına ihtiyaç duyulduğunu iddia etmişlerdir. Ayrıca, borçla finansman kaynağının da tümüyle finansman ihtiyacını sağlamadığını ve özsermaye ile finansmana ihtiyaç olduğunu ifade etmişlerdir. Özsermaye ile finansman vasıtasıyla firmanın finansman açığının giderildiğini ileri sürmüşlerdir. Yazarlara göre finansman hiyerarşisi teorisi firmalar için rekabet avantajı getirmektedir.

Korajczyk ve Levy (2003) çalışmalarında firmaların sermaye yapısı kararları ile makroekonomik koşullar ve finansal kısıtları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlara göre makroekonomik koşullar finansal kısıtları olmayan firmalar için sermaye yapısı kararlarında daha belirleyici olmaktadır. Elde ettikleri bulguları finansadaki Trade Off (Ödünleşme Teorisi) ve Pecking Order (Finansal Hiyerarşi) teorileriyle de uyumlu olduğunu ileri sürmüşlerdir. Yazarlara göre piyasanın vaat ettiği fırsatlar sermaye yapısı kararlarında daha etkili olmaktadır.

Freel ve Robson (2004) çalışmalarında küçük firmalar için inovasyon, büyüme ve firmanın performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlara göre inovasyona bağlı olarak üretilen yeni ürün satışları uzun dönemde firmayı pozitif yönde etkilenmektedir. Kısa dönemde ise satışlardaki artışı ve verimliliği olumsuz etkilenmektedir. Buna karşılık hizmet firmaları için bu ilişki incelendiğinde artan satışların ve verimliliğin pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla, faaliyet gösterilen sektör değişikçe ilişkinin yönü de değişmektedir.

Deesomsak, vd., (2004) sermaye yapısının belirleyicileri üzerine bir çalışma yapmışlardır. Yazarlara göre sermaye yapısı belirleyen temel faktörler firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile içinde bulunduğu çevredir. Sermaye yapısını etkileyen diğer faktörler ise firma büyüklüğü, yatırım (büyüme) fırsatları, vergi kalkanı ve hisse senedi fiyatıdır. Ayrıca, firma kârı, piyasa derinliği, uygulanan vergi politikaları, faiz oranları ve mülkiyet hakları firmaların sermaye yapılarını etkilemektedir.

Chen (2004) çalışmasında Çin firmalarının sermaye yapısı belirleyicileri üzerine bir çalışma yapmıştır. Yazarlara göre Çin firmalarının sermaye yapıları faaliyet gösterdiği piyasa düzenlemeleri ile ilişkilidir. Yazar sermaye yapısı açıklayan modern finans teorilerinin Çin piyasası içinde geçerli olabileceğini söylemekle birlikte Trade Off (Ödünleşme Teorisi) ve Pecking Order (Finansal Hiyerarşi) teorilerinin Çin piyasası için geçerli olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Yazar bunun yerine Yeni Finansal Hiyerarşi (New Pecking Order) Teorinin geçerli olduğunu ileri sürmüştür. Yeni finansal hiyerarşi teorisinde finansman kaynakları sıralaması elde edilmiş kâr payı, özsermaye ve uzun dönem borçlanma şeklinde açıklamaktadır.

Berger ve Udell (2006) çalışmalarında sermaye yapısını ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlar bu ilişkiyi Vekalet Teorisi (Agency Theory) yaklaşımıyla test etmişlerdir. Teori, firmanın iki önemli ögesi olan ortaklar ve yöneticiler arasında bir menfaat çatışması olduğunu söylemektedir. Buna göre ortaklar firmanın piyasa değeri ile ilgilenirken yöneticiler daha çok kendilerine ödenen maaşlar ve bonusla ilgilidirler. Dolayısıyla güdüler farklı olan bu iki kesimin büyümenin finansman kaynaklarına olan bakışı da farklı olacaktır. Firma içinde hangi taraf daha güçlü temsil ediliyorsa sermaye yapısı da o tarafın istediğine bağlı olacaktır. Yazarlar bu teoremi test etmişler ve buldukları sonuç teoremin geçerliliğini desteklemektedir.

Hackbarth, vd., (2006) çalışmalarında firmaların sermaye yapılarını geri ödememe riski ve makroekonomik koşullar çerçevesinde incelemiştir. Yazarların ilk tespiti firmadaki nakit akışının ekonominin genel şartlarına göre değişeceği iddiasıdır. Firmalar, finansman

yapılarını geri ödememe risklerine ve ekonominin genel konjonktür hareketine göre belirlemektedir. Diğer yandan yazarlar firmaların finansman kaynağı kullanırken piyasalarda uygulanan vergi politikalarının da önemli olduğunu vurgulamaktadırlar.

Frank ve Goyal (2009) çalışmalarında sermaye yapısı kararlarında önemli olan faktörler üzerine bir çalışma yapmışlardır. Yazarlar, yüksek kaldıraç oranlarına sahip sektörlerde çalışan firmaların yüksek kaldıraç oranlarına sahip olduklarını, yüksek firma değeri / defter değerine sahip firmaların ise düşük kaldıraç oranlarına sahip olduklarını, tespit etmişlerdir. Ayrıca, maddi duran varlıkları yüksek olan firmaların yüksek kaldıraç oranlarına sahip olduklarını, kârlı firmaların daha düşük kaldıraç kullandıklarını, büyük firmaların daha fazla kaldıraç kullandığını, enflasyon beklentilerinin yüksek olduğu dönemlerde yüksek kaldıraç oranlarının gerçekleştiğini ileri sürmüşlerdir. Buna ilaveten, kâr payı ödemesi yapan firmaların kâr payı ödemeyen firmalara göre daha düşük kaldıraç oranlarına sahip olduğunu iddiasında bulunmuşlardır.

Fisman ve Svensson (2007) çalışmalarında firmanın büyüme olanaklarını sermaye yapısı yerine yolsuzluk ekonomisi ve vergisel durum açısından değerlendirmişlerdir. Yazarlara göre hem rüşvet hem de vergi politikaları firmaların büyüme olanakları üzerindeki en önemli kısıtlayıcıdır. Yazarlara göre büyümeyi amaçlayan bir firmanın ihtiyaç duyacağı finansman kaynağı piyasa kısıtları ve düzenlemeleri ile ilişkili olmaktadır.

Coad ve Rao (2008) çalışmalarında yüksek teknoloji uygulayan firmaların büyüme olanakları ile kullandıkları inovasyon arasındaki ilişkiye bakmışlardır. Yazarlar büyümeyi etkileyen temel faktörlerin firmaların patent sayısı ve Ar-Ge yoğunluğu şeklinde açıklamışlardır. Firmanın büyümesini etkileyen temel unsur inovasyondur. İleri teknoloji üreten ve satan firmanın hisse senedi fiyatlarında bir oynaklık yaşanmayacağını bu tür firmaların gelecek için olumlu sinyal verdiğini ileri sürmüşlerdir.

Nichter ve Goldmark (2009) gelişmekte olan ülkelerde küçük firmaların büyüme potansiyellerini incelemişlerdir. Büyüme potansiyelini firmaların kullandıkları fon kaynakları yerine farklı şekilde açıklamışlardır. Bunlar, bireysel girişimcilik, firmanın karakteristik özelliği, sosyal network ve iş çevresidir. Bireysel girişimcilik konusunu eğitim, iş tecrübesi, cinsiyet ve hane halkı ilişkisiyle, firmanın karakteristik özelliklerini firmanın yaşı, esas faaliyeti ve finansman kaynaklarına erişim şeklinde açıklamışlardır. Dolayısıyla büyümeyi amaçlayan yenilikçi ve küçük firmalar için bu konular son derece önemlidir.

Ullah ve Wei (2017) çalışmalarında resmi finansman kaynakları ile resmi olmayan finansman kaynaklarının firma büyümesine olan etkisini araştırmışlardır. Yazarlara göre sağlanan finansman kaynağının maliyeti yüklenilen faiz oranı olurken, düşük faiz oranları firmanın büyümesine pozitif yönde katkı sağladığını ileri sürmüşlerdir. Resmi olmayan finansman kaynakları resmi finansman kaynaklarına göre firmaya olumlu etkisinin daha sınırlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI

Çalışmanın amacı, büyümeyi (sabit varlık yatırımı ve/veya satışlar) amaçlayan bir firma ile büyümenin temel finansman kaynakları olan borçla finansman ve/veya özsermaye ile finansman arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. Çalışmanın uygulama kısmı iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. İkinci bölümde ise tam logaritmik bir fonksiyon kullanılarak analiz yapılmıştır. Yapılan bu analiz ile BIST Turizm firmalarının finansman kaynakları ile büyüme fırsatları arasındaki ilişki ortaya konulmuştur.

BIST Turizm endeksi incelendiğinde halka açık turizm firma sayısının az sayıda olduğu görülmektedir. BIST Turizm endeksinde 6 firma işlem görmektedir. Çalışmada uygun veri setine ulaşılabilen 5 firma incelenmiştir. İncelenen dönem 2010 - 2016 yılları bilanço dönemleridir. Bu dönem içerisinde ortaya çıkan jeopolitik riskler turizm firmalarının hem duran varlık yatırımları hem de satışlarını olumsuz yönde etkilemiştir.

Temelde firma büyümesini duran varlık yatırımı ile ilişkilendireceğimiz bu çalışmada turizm şirketlerinin satışları ile ilişkilendirilmiştir. Öte yandan, az sayıdaki turizm firmalarının bazı bilanço kalemlerinde ise negatif değerlere rastlanılmıştır. Bu gibi durumlarda ilgili kalemin diğer alt kalemlerine bakılarak uygun pozitif değerli rakamlar kullanılarak analize devam edilmiştir.

MODELİN UYGULAMASI

Çalışmanın uygulama bölümü iki aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada ham verilerden oluşan tanımlayıcı özet istatistikler yer almaktadır. İkinci aşamada ise ekonometrik modelden elde edilen sonuçlar yer almaktadır.

Ham verilerden oluşan özet tanımlayıcı istatistikler üç bileşenden oluşmaktadır. Bu bileşenler büyüme rakamları, borç rakamları ve özsermaye rakamları olarak Tablo 1'de yer almaktadır. Ayrıca, tanımlayıcı özet istatistikler kısmında, korelasyon matrisi analizi yapılarak değişkenler arasındaki ilişkinin yönü hakkında okuyucuya ön bilgi verilmiştir.

Ekonometrik model oluşturulurken ise olası temel ekonometrik problemleri en aza indiren bir model düşünülmüştür. Bunun içinde ekonometri literatürünün önerdiği değişkenlerin logaritmik farkları alınarak analize devam edilmiştir.

Bu çerçevede uygulamanın ikinci aşamasında tam logaritmik bir fonksiyon kullanılmıştır. Buna göre (1) numaralı denklem model tahminini göstermektedir. Başka bir ifadeyle ana kütle ilişkisini temsil etmektedir. (2) numaralı denklem tahmin edilmiş denklemdir. (3) ve (4) numaralı denklemler logaritmik farkı alınarak regresyon analizine tabi tutulan model denklemlerini göstermektedir.

Buna ilaveten, uygulanan bu model sayesinde serilerin temel ekonometrik problemlerden arındırılmış olduğunu birim kök testi sonuçlarıyla da göstermiş bulunmaktayız. Buna ilişkin test sonuçları çalışmanın ek bölümünde yer almaktadır.

$$BÜYÜME(SATIŞLAR) = \beta_0 + \beta_1 BORÇ + \beta_2 ÖZSERMEYE + u \quad (1)$$

$$BÜYÜME(SATIŞLAR) = \beta_0 + \beta_1 BORÇt + \beta_2 ÖZSEMEYEt + u_t \quad (2)$$

$$DLOG BÜYÜME(SATIŞLAR) = \beta_0 + \beta_1 LOG BORÇt + \beta_2 LOG ÖZSEMEYEt + u_t \quad (3)$$

$$D(LOG BÜYÜME(SATIŞLAR)(-1))_t = \beta_0 + \beta_1 D(LOGBORÇ(-1))_t + \dots + \beta_2 D(LOGÖZSEMEYE(-1))_t + u_t \quad (4)$$

MODELİN ÇÖZÜMLENMESİ

1. Tanımlayıcı Özet İstatistikler

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

	Borç(D)	Öz sermaye(E)	Satışlar(S)
Sektör Ortalaması	38.969.256,69	68.867.735,69	14.622.833,26
Minimum	1.184.793,00	441.526,00	48.574,00
Maksimum	154.006.783,00	179.939.508,00	41.620.736,00
Standart Sapma	44.152.145,39	62.381.517,49	13.297.147,09
Şirket Ortalaması	Borç	Öz Sermaye	Satışlar
Birinci Şirket	3.852.617,00	51.315.433,14	9.358.833,57
Yorum	Düşük	Düşük	Düşük
Şirket Ortalaması	Borç	Öz Sermaye	Satışlar
İkinci Şirket	25.581.326,71	10.376.270,00	12849633,43
Yorum	Düşük	Düşük	Düşük
Şirket Ortalaması	Borç	Öz Sermaye	Satışlar
Üçüncü şirket	48.774.667,86	173.133.592,29	12.963.337,57
Yorum	Riskli	Yüksek	Düşük
Şirket Ortalaması	Borç	Öz Sermaye	Satışlar
Dördüncü Şirket	13.789.764,57	13.478.178,57	3.291.615,00
Yorum	Düşük	Düşük	Düşük
Şirket Ortalaması	Borç	Öz Sermaye	Satışlar
Beşinci Şirket	102.847.907,3	96.035.204,43	34.650.746,71
Yorum	Riskli	Yüksek	Yüksek
Korelasyon Matrisi	LOGS	LOGD	LOGE
LOGS	1		
LOGD	0.288644	1	
LOGE	0.415226	0.210876	1

Tablo 1 tanımlayıcı özet istatistikleri göstermektedir. Tanımlayıcı özet istatistikler hesaplanırken ilk önce sektör ortalaması bulunmuştur. Daha sonra ise her bir turizm firmasının borç, özsermaye ve satış tutarları hesaplanmıştır. Son aşamada ise sektör ortalaması ile diğer değişken tutarları karşılaştırılarak yorum yapılmıştır.

Tablo 1 sonucuna göre incelemeye konu olan 5 firmadan 2'si için hem borç ödeme kapasitesi açısından hem de özsermaye ilişkisi açısından riskli olduğu görülmektedir. Bu durum, firmanın hem borç maliyetinin hem de özsermaye maliyetinin artmasına neden olacaktır. Tablo 1 satış tutarları üzerinden incelendiğinde ise sektör ortalamasının üzerinde tek bir turizm firmasının olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 1 en alt bölümünde yer alan korelasyon matrisi ilişkisi çalışmada kullanılan ve logaritması alınmış satışlar, borç ve özsermaye değişkenleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Buna göre değişkenler arasında pozitif yönlü ancak nispi anlamda zayıf bir ilişkinin varlığı görülmektedir.

2. Regresyon Analizi

Tablo 2. Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken: D(LOGS(-1))

Dahil Olan Gözlem: 35

White heteroskedasticity-consistent standard errors ve covariance

(Değişen varyansı dikkate alan standart hata ve kovaryans için White Standart Hataları kullanılmıştır.)

Değişken	Katsayı	Standart Sapma	t-İstatistik	Olasılık
D(LOGD(-1))	0.209930	0.118682	1.768840	0.0865
D(LOGE(-1))	0.382843	0.137481	2.784696	0.0089
C	2.480474	1.082583	2.291255	0.0287
R-Kare	0.214729	Ortalama Bağımlı var		6.902930
Dönüştürülmüş R-Kare	0.165649	S.D. Bağımlı var		0.607729
S.E. Regresyon	0.555117	Akaike Bilgi Kriteri		1.742540
Hata Kare Toplamı	9.860950	Schwarz Kriteri		1.875856
Log Olasılık	-27.49445	Hannan-Quinn Kriteri		1.788561
F-İstatistik	4.375126	Durbin-Watson İstatistik		2.122732
Prob(F-istatistik)	0.020908			

Tablo 2 tam logaritmik fonksiyondan elde edilmiş çıktı sonuçlarını göstermektedir. Buna göre firmaların büyüme stratejileri ile finansman kaynakları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Bu ilişki istatistiksel olarak %10'luk seviyede her iki kaynak için anlamlı iken, %5 anlamlılık seviyesinde özsermaye ile finansman istatistiksel olarak anlamlı sonuç vermektedir.

Tablo 2'nin bir diğer yorumu ise şu şekilde yapılabilir: Özsermaye ile finansmanda %1'lik artış satışlarda % 0,38 artışa sebep olurken, borçla finansmanda %1'lik artış satışlarda % 0,20'lik artış yaratmaktadır.

İki finansman kaynağı karşılaştırıldığında özsermaye ile finansmanın BIST TURİZM firmalarına büyüme konusunda daha fazla katkı sağladığı görülmektedir.

SONUÇ

Bir firma, yatırım yapmak veya büyüme yönünde bir karar alabilir. Firmalar aldıkları bu kararı gerçekleştirebilmek için temelde iki finansman kaynak kullanabilirler. Bunlar borçla finansman veya özsermaye ile finansmandır. Borçla finansmanın vergisel avantajı söz konusudur. Çünkü borçlanmanın faiz giderleri vergi matrahından indirilebilirken, ödenen kâr payları için bu durum söz konusu değildir. Bu açıdan değerlendirildiğinde borçla finansman özsermaye ile finansmana göre daha düşük maliyetli olmaktadır. Dolayısıyla borçla finansman firmalar için başlangıçta bir avantaj sağlayabilir. Ancak bu avantaj belli bir borç seviyesine kadar sürmektedir. Bu borç seviyesi aşıldığında firma hem daha riskli hem de borçlanmanın ve özsermayenin maliyetinin artması sorunuyla karşılaşacaktır.

Tam bilgi varsayımının geçerli olmadığı gerçek bir dünyada hem borç seviyesinin hem de özsermaye ile finansman seviyesinin optimal bir hedef aralığı vardır. Bu hedef aralığının altında veya üzerinde çalışmak firmalar için kaynak maliyetinin artmasına yol açmaktadır. Bu kaynak maliyeti hem borçla finansman hem de özsermaye ile finansman için geçerlidir. Firma yöneticisinin temel görevi uygun finansman kaynağını seçmek ve firması için optimal borç/özsermaye hedef aralığını belirlemektir.

Çalışmanın uygulama bölümünde, BIST Turizm endeksinde yer alan firmaların büyüme olanakları ve bunun finansman kaynakları ile olan arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmıştır.

Bu çerçevede büyümeyi amaçlayan ve bunun için finansman kaynağı kullanan BIST Turizm firmaları için hem borçla finansman hem de özsermaye ile finansman, firmanın büyümesini olumlu yönde etkilemektedir. Bu sonuç finans teorisinin genel beklentisiyle uyumludur.

Diğer yandan, BIST Turizm firmaları için özsermaye ile finansmanın büyümeye daha fazla katkı sağladığı görülmektedir. Bunun üç nedenden ileri geldiği düşünülmektedir. Birincisi, borçla finansmanın vergisel avantajı olmakla birlikte bu borcun günü geldiğinde ödenmesi gerekmektedir. Bu bir risk unsurudur ve üst yöneticiler yüksek tutarlı borçlanmadan çekinirler. Çünkü bir ödenmeme veya başarısızlık karşısında işlerini kaybetmeye karşı karşıya kalacaklardır. İkincisi, turizm sektöründeki nakit akışının üzerinde barındırdığı sistematik risk yüksektir. Bu yüzden kreditorler borç vermekte özsermaye ile finansmana göre daha ağır şartlar sunabilirler. Üçüncüsü ise bu durumun tam tersi olan ve daha teknik bir konu olan kullanılan kaynağın marjinal verimliliği ile ilgili olanıdır.

Bu çalışmada BIST Turizm firmalarının finansman kararları ile büyüme stratejileri arasındaki ilişkinin varlığı incelenmiştir. Bundan sonraki çalışmalar için önerimiz diğer sektörlerinde benzer bir incelemeye tabi tutularak finansman kararları ile büyüme stratejileri arasındaki ilişkinin belirlenmesidir. Bu ilişki belirlenirken de firmaların sektörel bazda büyüme stratejilerine en uygun finansman kaynağının ne olabileceği sorusuna yanıt bulmak olacaktır.

KAYNAKÇA

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Berger, A. N., & Udell, E. B. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 30(4), 1065-1102.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351.
- Coad, A., & Rao, R. (2008). Innovation and firm growth in high-tech sectors: A quantile regression approach. *Research Policy*, 37(4), 633-648.
- De Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 77-99.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 387-405.
- Fisman, R., & Svensson, J. (2007). Are corruption and taxation really harmful to growth? Firm level evidence. *Journal of Development Economics*, 83(1), 63-75.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Freel, M. S., & Robson, P. J. (2004). Small firm innovation, growth and performance: Evidence from Scotland and Northern England. *International Small Business Journal*, 22(6), 561-575.
- Goldstein, R., Ju, N., & Leland, H. (2001). An EBIT-based model of dynamic capital structure. *The Journal of Business*, 74(4), 483-512.
- Hackbarth, D., Miao, J., & Morellec, E. (2006). Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 519-550.
- Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75-109.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Nichter, S., & Goldmark, L. (2009). Small firm growth in developing countries. *World Development*, 37(9), 1453-1464.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Ullah, B., & Wei, Z. (2017). Bank Financing and Firm Growth: Evidence from Transition Economies. *Journal of Financial Research*, 40(4), 507-534.

EKLER**Ek 1- ADF Birim Kök Testi Sonucu**

Sıfır Hipotezi: D(LOGD) Birim Kök Vardır.

Dışsal: Sabit

Gecikme Uzunluğu: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

		t-İstatistik	Olasılık*
Augmented Dickey-Fuller		-6.188403	0.0000
Test Kritik Değerleri	1% level	-3.646342	
	5% level	-2.954021	
	10% level	-2.615817	

*MacKinnon (1996) Tek Taraflı P Değeri.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Bağımlı Değişken: D(LOGD,2)

Metot: En Küçük Kareler

Örneklem (adjusted): 3 35

Dahil Olan Gözlem: 33 Dönüştürüldükten Sonra

Değişken	Katsayı	Standart Sapma	t-İstatistik	Olasılık
D(LOGD(-1))	-1.083377	0.175066	-6.188403	0.0000
C	0.049305	0.076821	0.641814	0.5257
R-Kare	0.552646	Ortalama Bağımlı var		0.018721
Dönüştürülmüş R-Kare	0.538215	S.D. Bağımlı var		0.648061
S.E. Regresyon	6.012195	Akaike Bilgi Kriteri		1.256372
Hata Kare Toplamı	-18.73013	Schwarz Kriteri		1.347069
Log Olasılık	38.29633	Hannan-Quinn Kriteri		1.286888
F-İstatistik	0.000001	Durbin-Watson İstatistik		2.051975
Prob(F-istatistik)	0.020908			