

**T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

İşletme Anabilim Dalı

**DOLARİZASYON EĞİLİMİNİN
İŞLETMELERİN FİNANSMAN POLİTİKALARI
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE UYGULAMA**

Doktora Tezi

Murat TOPCU

Danışman

Prof. Dr. Kürşat YALÇINER

İstanbul-2021

TEZ TANITIM FORMU

- YAZAR ADI SOYADI** : Murat TOPCU
- TEZİN DİLİ** : Türkçe
- TEZİN ADI** : Dolarizasyon Eğiliminin İşletmelerin Finansman Politikaları Üzerine Etkisi: Türkiye Üzerine Uygulama
- ENSTİTÜ** : İstanbul Gelişim Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
- ANABİLİM DALI** : İşletme
- TEZİN TÜRÜ** : Doktora
- TEZİN TARİHİ** : 01/04/2021
- SAYFA SAYISI** : 258
- TEZ DANIŞMANI** : Prof. Dr. Kürşat YALÇINER
- DİZİN TERİMLERİ** : Dolarizasyon, Varlık Dolarizasyonu, Yükümlülük Dolarizasyonu, Finansman Politikası, Panel Veri Analizi
- TÜRKÇE ÖZET** : Çalışma işletmeler seviyesinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun işletme finansman politikaları üzerine etkilerini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bu kapsamda BİST imalat sanayinde faaliyet gösteren 113 işletmenin 2007-2019 çeyrek dönemi kapsayan verileri statik panel veri analiz yöntemiyle analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre tezin temel hipotezi finansman politikalarının varlık ve yükümlülük dolarizasyonundan etkilendiği doğrulanmıştır. Bu etkinin homojen olmadığı imalat sanayi sektörü içerisindeki alt sektörlerde farklılaştığı tespit edilmiştir.
- DAĞITIM LİSTESİ** : 1.İstanbul Gelişim Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
2.YÖK Ulusal Tez Merkezi

Murat TOPCU

**T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

İşletme Ana Bilim Dalı

**DOLARİZASYON EĞİLİMİNİN
İŞLETMELERİN FİNANSMAN POLİTİKALARI
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE UYGULAMA**

Doktora Tezi

Murat TOPCU

Danışman

Prof. Dr. Kürşat YALÇINER

İstanbul-2021

BEYAN

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğu, kullanılan verilerde herhangi tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez olarak sunulmadığını beyan ederim.

Murat TOPCU

... / ... / 2021



T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Murat TOPCU'nun "Dolarizasyon Eğiliminin İşletmelerin Finansman Politikaları Üzerine Etkisi: Türkiye Üzerine Uygulama" adlı tez çalışması, jürimiz tarafından İşletme anabilim dalında Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Prof. Dr. Nezir KÖSE

Üye

Prof. Dr. Kürşat YALÇINER
(Danışman)

Üye

Doç. Dr. Kemal ERKİŞİ

Üye

Doç. Dr. İlkut Elif KANDİL GÖKER

Üye

Dr. Öğr. Üyesi Ebru Gül YILMAZ

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

... / ... / 2021

Prof. Dr. İzzet GÜMÜŞ

Enstitü Müdürü

ÖZET

Dünya genelinde para birimi uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkeler, dünyanın geri kalanı ile ticari faaliyetlerini devam ettirmek, para politikalarının etkinliğini artırmak, büyüme ve kalkınmalarını sürdürebilmek için uluslararası rezerv paraya ihtiyaç duymaktadırlar. Bu bağlamda borçlanma yöntemiyle yabancı para cinsinden kaynak temini bu ülkelerin finansal sektörünü ve işletmelerini dolarizasyon sorunu ile karşı karşıya bırakmaktadır. İşletmelerin mikro düzeyde maruz kaldığı dolarizasyon sorunu makro düzeyde birleşerek ülke ekonomisinin dolarizasyon sorununa dönüşmektedir. Türkiye’de dolarizasyon sorununun neden olduğu olumsuzluklara maruz kalan ülkelere bir tanesidir. Dolarizasyon sorununun yansımaları, etkileri ve sonuçları, gelişen iletişim teknolojilerinin finansal alanda kullanımının yaygınlaşması ile birlikte çok hızlı şekilde görülmeye ve hissedilmeye başlamıştır. Ancak bu etki finansal kesime göre reel sektörde gecikmeli olarak hissedilmektedir. Türkiye özelinde özellikle imalat sanayi sektörünün dolarizasyon eğiliminin ölçülmesine ve etkilerinin incelenmesine yönelik literatür eksiktir. Bu bağlamda çalışma imalat sanayi sektörü dolarizasyon eğilimi üzerine odaklanmaktadır. Çalışma, dolarizasyon eğiliminin işletme finansman politikalarını ne yönde ve nasıl etkilediğini bilmeleri, finansman politikalarını şekillendirmelerinde izleyecekleri alternatif yöntemleri belirlemeleri açısından finansman yöneticilerine rehber olabilir.

Bu kapsamda BİST imalat sanayi sektöründe faaliyette bulunan 113 işletmenin 2007-2019 çeyrek dönemlik verileri, stata programında ekonometrik panel veri analiz yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, yükümlülük dolarizasyonu Toplam borç / Özsermaye oranını ve Kısa vadeli borç / Toplam aktif oranını istatistiksel olarak anlamlı negatif etkilemektedir. Devamlı sermaye / Duran varlıklar, Uzun vadeli borç / Toplam aktif ve Finansal borç / Toplam aktif oranı üzerindeki etkisi ise istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Varlık dolarizasyonunun ise Toplam borç / Toplam aktif ve Kısa vadeli borç / Toplam aktif değişkenleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif, Özsermaye / Toplam aktif değişkeni üzerinde ise istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Tüm sonuçlar bir arada değerlendirildiğinde dolarizasyon eğiliminin işletmelerin finansman politikalarını etkilediği yönündeki temel hipotez

doğrulanmıştır. Yükümlülük dolarizasyonunun varlık dolarizasyonuna göre finansman politikaları bağımlı değişkenleri üzerindeki sayıca ve anlamlılık düzeyinde etkisinin daha fazla olması teorik çerçeve ile uyumludur. Yükümlülük dolarizasyonu değişkenin Devamlı sermaye / Duran varlıklar oranını anlamlı pozitif, Toplam borç / Toplam aktif oranını anlamlı negatif etkilemesi, teorik beklenti ile örtüşmektedir. Ancak yükümlülük dolarizasyonunun Uzun vadeli borç / Toplam aktif oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkisi ve Kısa vadeli borç / Toplam pasif üzerindeki istatistiksel olarak anlamlı negatif etkisi teorik beklenti ile uyumlu değildir.

Diğer bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkileri çalışmanın ikincil sonuçları olarak ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda, firma toplam aktif büyüklüğünün (FTAB), borç ile ilgili bağımlı değişkenlerin tamamını istatistiksel olarak anlamlı pozitif, öz sermaye ile ilgili değişkenlerin tamamını anlamlı negatif etkilediği tespit edilmiştir. Firma büyüklüğünün tersine firma piyasa değeri (FPD) borç ile ilgili bağımlı değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı negatif, öz sermaye ile ilgili bağımlı değişkenleri anlamlı ve pozitif etkilemektedir. Aktif kârlılık (ROA) ve özsermaye kârlılığı (ROE) bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenler üzerindeki etki katsayısı diğer bağımsız değişkenlere göre düşük seviyededir. Ayrıca özsermaye kârlılığı (ROE) bağımsız değişkeni hariç, diğer tüm bağımsız değişkenler Kısa vadeli borç / Toplam pasif bağımlı değişkenini değişik anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Dolarizasyon, Varlık Dolarizasyonu, Yükümlülük Dolarizasyonu, Finansman Politikası, Panel Veri Analizi

SUMMARY

Countries around the world whose currency does not have the characteristics of international reserve money need international reserve money to continue their commercial activities with the rest of the world, to increase the effectiveness of monetary policies, to sustain growth and development. In this context, obtaining resources in foreign currency by borrowing method causes the financial sector and businesses of these countries to face the problem of dollarization. The dollarization problem that businesses are exposed to at micro level merges with the macro level and turns into the dollarization problem of the country's economy as a whole. Turkey is one of the countries which is exposed to the negativities caused by the problem of dollarization. With the widespread use of developing communication technologies in the financial field; the reflections, effects and consequences of the dollarization problem have begun to be seen and felt very quickly. However, this effect is felt with lag in the real sector compared to the financial sector. There is scarce literature which examines and measures the effects of dollarization trend especially in the manufacturing industry in Turkey. In this context, the study focuses on the dollarization trend of the manufacturing industry. The study can guide finance managers in terms of knowing how and in what direction the dollarization trend affects business financing policies and determining alternative methods that can be followed in shaping their financing policies.

Within this scope, 2007-2019 quarterly data of 113 enterprises operating in the BIST manufacturing industry were analyzed in the Stata program by using econometric panel data analysis methods. According to the analysis results, liability dollarization has a statistically significant negative effect on the Total Debt / Equity ratio and the Short-term debt / Total asset ratio. The effect on continuous capital / fixed assets, Long-term debt / Total assets and Financial debt / Total assets ratio is statistically significantly and positive. Moreover, it has been shown that asset dollarization has a statistically significant negative effect on the Total debt / Total asset and Short-term debt / Total asset variables, besides of a statistically significant positive effect on the Equity / Total asset variable. When all the results are evaluated, the basic hypothesis about the effects of dollarization tendency on enterprises' financial policies is confirmed.

It is in line with the theoretical framework that liability dollarization has a greater number and significance level on the dependent variables of financing policies than asset dollarization. The fact that the liability dollarization variable has significant positive effect on the continuous Capital / Fixed Assets ratio and significant negative effect on the Total debt / Total assets ratio is consistent with the theoretical expectation. However, the statistically significant positive effect of liability dollarization on the Long-term debt / Total liability ratio and the statistically significant negative effect on Short-term debt / Total liability are not consistent with the theoretical expectation.

The effects of other independent variables on dependent variables emerged as secondary results of the study. In this context, it has been determined that Firm total asset size (FTAS), one of the independent variables, has a statistically significant positive effect on all dependent variables related to debt and significant negative effect on all variables related to equity. Unlike firm size, the firm market value (FMV) independent variable has a statistically significant negative effect on dependent variables related to debt and significant positive effect on equity-related dependent variables. The influence coefficient of return on assets (ROA) and return on equity (ROE) independent variables on dependent variables is low compared to other independent variables. In addition, it is concluded that, except the return on equity (ROE) independent variable, all other independent variables affect the Short-term debt / Total liability dependent variable statistically at different significance levels.

Keywords: Dollarization, Asset Dollarization, Liability Dollarization, Financing Policy, Panel Data

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
SUMMARY	iii
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR	ix
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
ÖNSÖZ.....	xv
GİRİŞ... ..	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DOLARİZASYON, NEDENLERİ, TÜRLERİ, ETKİLERİ, FAYDA VE MAHSURLARI

1.1. Dolarizasyon Kavramı	4
1.1.1. Dolarizasyonun Kavramsal Gelişimi.....	5
1.1.2. Kavram Olarak Dolarizasyon ve Para İkamesi	6
1.1.3. Dolarizasyon Asimetrisi Kavramı	7
1.1.4. Dolarizasyon ve Parasal Birlik Ayrımı.....	8
1.1.5. Dolarizasyon İlk Günah İlişkisi.....	10
1.1.5.1.Para Uyumsuzluğu (Para Eşleşmezliği).....	12
1.1.5.2.Vade Uyumsuzluğu	14
1.2. Dolarizasyonun Süreçleri ve Türleri.....	14
1.2.1. Dolarizasyon Süreçleri	14
1.2.2. Dolarizasyon Türleri.....	16
1.2.2.1.Varlık-Yükümlülük Dolarizasyonu	17
1.2.2.2.Tam (Resmi) Dolarizasyon.....	18
1.2.2.3.Kısmi (Gayri Resmi) Dolarizasyon	19
1.2.2.4.Ters Dolarizasyon (De Dolarization).....	20
1.3. Dolarizasyon Sebepleri	21
1.3.1. İçsel Sebepler	22
1.3.1.1.Dalgalanma Korkusu ve Tercih Edilen Kur Rejimi	23
1.3.1.2.İlk Günah Sorunu.....	24
1.3.1.3.Enflasyon Politikası ve Oynaklığı	26
1.3.1.4.Döviz Kuru Rejimi ve Oynaklığı.....	28
1.3.1.5.MB Güvenilirliği Para Politikaları ve İletişimi	29
1.3.1.6.Faiz Politikası ve Kur Rejimi	31
1.3.1.7.Ekonomik Göstergelere Duyulan Güven.....	33
1.3.2. Dışsal Sebepler	34
1.3.2.1.Finansal Serbestleşme ve Sermaye Hareketleri.....	34
1.3.2.2.Kurumsal Nedenler, Finansal Gelişmişlik ve Derinlik.....	36
1.4. Dolarizasyonun Fayda ve Mahsurları.....	37
1.4.1. Dolarizasyonun Faydaları.....	38
1.4.2. Dolarizasyonun Mahsurları	43
1.4.2.1.Son Ödünç Verme Merci Fonksiyonunun Kaybı	43
1.4.2.2.Senyoraj Gelirleri ve Parasal Bağımsızlık Kaybı	44
1.5. Dolarizasyonun Etkileri	45

1.5.1. Dolarizasyonun Reel Kesim Üzerindeki Etkileri	46
1.5.2. Dolarizasyonun Finans Kesim Üzerindeki Etkileri	46
1.5.3. Dolarizasyonun Yatırımlar Üzerine Etkisi	47
1.5.4. Dolarizasyonun Bilançolar Üzerine Etkisi	48
1.5.5. Dolarizasyonun Sabit Sermaye Birikimi Üzerine Etkisi	50
1.6. Türkiye'nin Dolarizasyon Göstergeleri	51
1.7. Dolarizasyonu Önlemeye Yönelik Çözüm Önerileri.....	54

İKİNCİ BÖLÜM

FINANSMAN POLİTİKASI KAVRAMI, İLİŞKİSEL BOYUTU, İŞLETMELERDE FINANSMAN POLİTİKALARI VE KAYNAKLARI

2.1. Finansman Politikası Kavramı.....	56
2.1.1. Finansman Politikalarına Etki Eden Hususlar	57
2.1.2. Finansman Politikalarının Belirlenmesi	57
2.2. Finansman Politikalarının İlişkisel Boyutu	58
2.2.1. Finansman Politikası, İşletme Değeri, Paydaş Teorisi İlişkisi	58
2.2.2. Finansman Politikası Sermaye Yapısı İlişkisi	59
2.2.3. Finansman Politikası Sermaye Yapısı Dolarizasyon İlişkisi.....	61
2.3. Finansman Politikalarını Etkileyen Hususlar	63
2.3.1. Finansman Politikalarını Etkileyen Ülkeye Özgü Faktörler	63
2.3.1.1. Ülkenin Büyüklüğü ve Gelişmişlik Düzeyi	63
2.3.1.2. Ülkenin Finansal Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi	64
2.3.1.3. Bağımsız Kurumlar ve Güçlü Politikaların Varlığı	67
2.3.1.4. Para ve Maliye Politikasına Duyulan Güven.....	69
2.3.1.5. Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları ve Hukuksal Düzenlemeler	70
2.3.1.6. Finansal Entegrasyon ve Finansal Serbestleşme	71
2.3.1.7. Borç Yükü ve Mali Ödeme Gücü	72
2.3.1.8. Enflasyon Oynaklığı	74
2.3.1.9. Kur Politikaları	74
2.3.1.10. Faiz Politikaları.....	75
2.3.1.11. Vergi Politikaları	76
2.3.1.12. Teşvik Politikaları.....	77
2.3.2. Finansman Politikalarını Etkileyen İşletmeye Özgü Faktörler	77
2.3.2.1. Öz Kaynak Yetersizliği.....	77
2.3.2.2. Finansman Kaynaklarına Ulaşım İmkânı	78
2.3.2.3. Mali Yapısının Ortaya Çıkarttığı Sorunlar	79
2.3.2.4. Sermaye Yapısı ve Kaldıraç Oranları (KO).....	80
2.3.2.5. Üretim Kapasitesi ve Teknolojisi	81
2.3.2.6. Yönetimsel Kapasite	81
2.3.2.7. Kredibilite	82
2.4. Finansman Politika Tercihleri.....	82
2.4.1. Öz Kaynaklarla Finansman Politikası	84
2.4.2. Yabancı Kaynaklar ile Finansman Politikası	86

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DOLARİZASYON EĞİLİMİNİN İŞLETMELERİN FINANSMAN POLİTİKALARINA ETKİLERİ: BİST İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE PANEL VERİ ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi.....	92
---------------------------------------	----

3.1.1. Araştırmanın Amacı	92
3.1.2. Araştırmanın Problemi	93
3.1.3. Uygulamanın Amacı ve Önemi	95
3.2. Araştırmanın Kapsamı, Sınırlılıkları	96
3.2.1. Araştırmanın Kapsamı	96
3.2.2. Sınırlılıkları ve Varsayımları	97
3.3. Değişkenlerinin Belirlenmesi ve İncelenmesi	99
3.3.1. Bağımlı Değişkenlerin Belirlenmesi ve İncelenmesi	100
3.3.1.1. Toplam Borç/ Özsermaye Oranı Finansman Politikası-1	101
3.3.1.2. Borç / Aktifler Oranı Finansman Politikası 2	106
3.3.1.3. Özsermaye / Toplam Aktif Oranı Finansman Politikası 3	109
3.3.1.3.1. Halka Arz Yöntemiyle Özsermaye Temini	111
3.3.1.3.2. Halka Açıklık Özsermaye ilişkisi	112
3.3.1.4. Devamlı Sermaye-Duran Varlık Oranı Finansman Politikası 4 ..	114
3.3.1.5. Uzun Vadeli Borç–Toplam Pasif Oranı Finansman Politikası 5 .	117
3.3.1.6. Kısa Vadeli Borç –Toplam Pasif Oranı Finansman Politikası 6 .	119
3.3.1.7. Finansal Borç –Toplam Pasif Oranı Finansman Politikası 7	121
3.3.2. Bağımsız Değişkenlerin Belirlenmesi ve İncelenmesi	124
3.3.2.1. Firma Yaşı	125
3.3.2.2. Firma Büyüklüğü	127
3.3.2.3. Kârlılık	130
3.3.2.3.1. Özsermaye Kârlılığı (ROE)	131
3.3.2.3.2. Aktif Kârlılık (ROA)	133
3.3.2.4. Varlık Dolarizasyonu	135
3.3.2.5. Yükümlülük Dolarizasyonu	138
3.3.2.5.1. Döviz Net Pozisyonu ve Türev İşlemler	142
3.3.2.5.2. Yabancı Para Varlık / Yabancı Para Yükümlülük Oranı	144
3.3.2.6. Piyasa Değeri	145
3.3.2.7. Faaliyette Bulunulan Sektör	148
3.4. Araştırmanın Yönteminin Açıklanması	149
3.4.1. Araştırmanın Evren ve Örneklemi	149
3.4.2. Değişkenlere Ait Verilerin Toplanması ve Yöntemi	150
3.4.3. Araştırmanın Hipotezleri	151
3.4.4. Verilerin Analiz Yöntemi	152
3.4.4.1. Panel Veri Analiz Yöntemi	152
3.4.4.1.1. Dinamik Panel Veri Modeli	153
3.4.4.1.2. Statik Panel Veri Modeli	154
3.4.5. Modellerin Oluşturulması ve Amacı	155
3.5. Verilerin Analiz Edilmesi ve Yorumlanması	157
3.5.1. Mevsimsellikten Arındırma	157
3.5.2. Tanımlayıcı İstatistikler	158
3.5.3. Değişkenler İçin Birimler Arası Korelasyon Testi	159
3.5.4. Birim Kök ve Durağanlık Analizi	161
3.5.5. Homojenlik ve Heterojenlik Testleri	164
3.5.6. Modellere Birimler Arası Korelasyon Testi	165
3.5.7. Tahmincinin Seçilmesi	166
3.6. Modellerin Tahmini Yorumlanması ve Tartışma	166
3.6.1. Model 1 (TB/ÖS) Tahmini ve Yorumlanması	167
3.6.2. Model 2 (DS/DV) Tahmini ve Yorumlanması	169
3.6.3. Model 3 (TB/TA) Tahmini ve Yorumlanması	171

3.6.4. Model 4 (KV/TP) Tahmini ve Yorumlanması	173
3.6.5. Model 5 (UVB/TP) Tahmini ve Yorumlanması.....	176
3.6.6. Model 6 (ÖS/TA) Tahmini ve Yorumlanması	178
3.6.7. Model 7 (FB/TA) Tahmini ve Yorumlanması	179
3.6.8. CCE Model Tahmircisi Genel Sonucu ve Yorumlanması.....	181
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	185
KAYNAKÇA	194
EKLER.....	215
ÖZGEÇMİŞ.....	236



KISALTMALAR

AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BM	:	Birleşmiş Milletler
BİST	:	Borsa İstanbul
CDS	:	Credit Default Swap (Ülke Kredi Riski)
DTH	:	Döviz Tevdiat Hesabı
ECB	:	European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
FVÖK	:	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
FVSK	:	Faiz ve Vergi Sonrası Kâr
IMF	:	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
GOÜ	:	Gelişmekte Olan Ülkeler
GÜ	:	Gelişmiş Ülkeler
GSYİH	:	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
MB	:	Merkez Bankası
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KİT	:	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
SGK	:	Sosyal Güvenlik Kurumu
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
ROA	:	Aktif Kârlılık
ROE	:	Özsermaye Kârlılığı
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK	:	Türk Dil Kurumu
TL	:	Türk Lirası
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
UİG	:	Uluslararası İlk günah
VDMK	:	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VUK	:	Vergi Usul Kanunu
YP	:	Yabancı Para

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.	Firma yaşı finansman politikası ilişkisi.....	126
Tablo 2.	Değişkenler ve Veri Kaynakları Tablosu.....	150
Tablo 3.	Araştırmanın Hipotezleri.....	151
Tablo 4.	Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	158
Tablo 5.	Değişkenler İçin Birimler Arası Korelasyon Testi.....	160
Tablo 6.	Sapması Düzeltilmiş CD Birimler Arası Korelasyon Testi.....	160
Tablo 7.	CIPS Panel Birim Kök Testi.....	162
Tablo 8.	Hadri-Kurozumi Panel Birim Kök Testi.....	162
Tablo 9.	PANKPSS Yapısal Kırılmalı Panel Durağanlık Testi.....	163
Tablo 10.	Eğim Homojenliği Testi.....	165
Tablo 11.	Modellere Birimler Arası Korelasyon Testi.....	165
Tablo 12.	TB/OS Panel Regresyon Modelinin Tahmini.....	168
Tablo 13.	DS/DV Panel Regresyon Modelinin Tahmini.....	169
Tablo 14.	TB/TA Panel Regresyon Modelinin Tahmini.....	171
Tablo 15.	KVB/TP Panel Regresyon Modelinin Tahmini.....	173
Tablo 16.	UVB/TP Panel Regresyon Modelinin Tahmini.....	176
Tablo 17.	ÖS/TA Panel Regresyon Modelinin Tahmini.....	178
Tablo 18.	FB/TA panel regresyon modelinin tahmini.....	179
Tablo 19.	CCE Tahmincisi Tüm Sonuçları.....	181

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.	Bankacılık Sektörü YP Varlık ve Yükümlülükleri.....	151
Grafik 2.	Bankacılık Sektörü TL-YP Varlık ve yükümlülükleri.....	52
Grafik 3.	Türkiye Geneli YP Mevduat Dağılımı.....	53
Grafik 4.	Finansal Kesim Harici Firmaların YP Varlık ve Yükümlülüğü.....	53
Grafik 5.	Bankacılık Kesimi Bilançosu YP-TL Dağılımı 2019.....	88
Grafik 6.	Banka kredileri YP-TL dağılımı (2010-2019)....	89
Grafik 7.	BİST İmalat sanayi TB/ÖS oranı (2007-2019).....	105
Grafik 8.	GÜ ve Bazı GOÜ'lerin MB'leri Faiz Oranları.....	105
Grafik 9.	BİST İmalat Sanayi TB/TA Oranı (2007-2019).....	109
Grafik 10.	BİST İmalat Sanayi ÖS/TA Oranı (2007-2019).....	111
Grafik 11.	BİST İmalat Sanayi Halka Açıklık Oranı (2007-2019).....	114
Grafik 12.	BİST İmalat Sanayi DS/DV Oranı (2007-2019).....	116
Grafik 13.	BİST İmalat Sanayi ÖS/DV Oranı (2007-2019).....	117
Grafik 14.	BİST İmalat Sanayi UVB/TA Oranı (2007-2019).....	118
Grafik 15.	BİST İmalat Sanayi KVB/DVO oranı (2007-2019).....	119
Grafik 16.	BİST İmalat Sanayi KVB/TP Oranı (2007-2019).....	121
Grafik 17.	BİST İmalat Sanayi FB/TA Oranı (2007-2019).....	123
Grafik 18.	BİST İmalat Sanayi Borç Dağılım Oranları.....	123
Grafik 19.	BİST İmalat Sanayi Toplam Aktif Büyüklüğü (2007-2019).....	129
Grafik 20.	Aktif Kârlılık ve Özsermaye Kârlılığı Oranı (2007-2019).....	135
Grafik 21.	BİST İmalat Sanayi Varlık Dolarizasyonu Oranı (2007-2019).....	138
Grafik 22.	BİST İmalat Sanayi Yükümlülük Dolarizasyon Oranı (2007-2019).....	141
Grafik 23.	BİST İmalat Sanayi Yükümlülük Dolarizasyon Oranı (2007-2019).....	141

Grafik 24.	BİST İmalat Sanayi Türev İşlemleri (2007-2019).....	143
Grafik 25.	BİST İmalat Sanayi Döviz Net Pozisyonu (Türev İşlemler Hariç) (2007-2019).....	143
Grafik 26.	BİST İmalat Sanayi YP Varlıklar/YP Yükümlülükler (Türev İşlemler Dâhil) (2007-2019).....	145
Grafik 27.	BİST İmalat Sanayi Piyasa Değeri Oranı (2007-2019).....	147
Grafik 28.	BİST İmalat Sanayi Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (2007-2019).....	148



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.	İmkânsız Üçleme Politika Demeti.....	23
Şekil 2.	İşletme-Ürün Yaşam Döngüsü ve Finansman İhtiyacı.....	83
Şekil 5.	Temel Finansman Politikası Matrisi.....	116



EKLER LİSTESİ

EK-A	BİST'e İşlem Gören İşletmelerin Sektörel Dağılım listesi.....	215
EK-B	İmalat Sanayi Alt Sektörleri Panel Tahmin Sonuçları.....	218
EK-B Tablo 1.	Gıda, içecek ve tütün sektörü tek yönlü tesadüfi etkiler modeli tahmin sonucu.....	218
EK-B Tablo 2.	Tekstil, giyim eşyası ve deri sektörü iki yönlü tesadüfi etkiler modeli analiz sonuçları.....	220
EK-B Tablo 3.	Orman ürünleri ve mobilya sektörü havuzlanmış en küçük kareler tahmincisi analiz sonuçları.....	222
EK-B Tablo 4.	Kağıt ve kağıt ürünleri sektörü tek yönlü sabit etkiler modeli analiz sonuçları.....	224
EK-B Tablo 5.	Kimya ilaç petrol ve plastik ürünler sektörü iki yönlü sabit etkiler modeli analiz sonuçları.....	226
EK-B Tablo 6	Taş ve toprağa dayalı sektör iki yönlü tesadüfi etkiler modeli analiz sonuçları.....	228
EK-B Tablo 7.	Ana metal sanayi sektörü iki yönlü tesadüfi etkiler modeli analiz sonuçları.....	230
EK-B Tablo 8.	Metal eşya makine elektrikli cihazlar ve ulaşım araçları sektörü tek yönlü tesadüfi etkiler modeli analiz sonuçları.....	232
EK-B Tablo 9.	Diğer imalat sanayi sektörü analiz sonuçları.....	234

ÖNSÖZ

Bu araştırmada Türkiye’de BİST işlem gören imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2007–2019 arası çeyrek dönemli verileri kullanılarak, varlık ve yükümlülük dolarizasyon eğilimlerinin, finansman politika tercihlerini temel finansman politikasına uyum, vade ve kaynak seçimi bakımından ne yönde ve nasıl etkilediğinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Çalışma makro çerçevede para ve maliye politikalarını yakından ilgilendiren dolarizasyon sorunu ile mikro bir konu olan işletme finansman politikaları arasındaki ilişkisel boyutu ve etkileşimi bilimsel metotlarla ayrıntılı ve derinlemesine inceleme imkânı sağlamıştır.

Araştırmaya ilk başladığım andan itibaren yaptığım her aşamayı titizlikle takip eden ve tüm süreç boyunca yönlendirmeleri ile doğruları bulmamı sağlayan, bilimsel araştırma yöntemlerini kullanma ve uygulama becerilerimin gelişmesine büyük katkı sunan Tez danışmanım Prof. Dr. Kürşat YALÇINER’e sonsuz teşekkür ederim. Tez izleme süreçlerinde ve sonrasında yaptığım çalışmaları, inceleyerek teşvik edici yönlendirme ve eleştirileri ile yaptıkları katkılardan dolayı tez izleme Jüri Üyesi Doç Dr. Kemal ERKİŞİ’ye Dr. Öğ. Üyesi Ebru Gül YILMAZ’a ayrıca bilimsel çalışmalarına ve akademik yönden gelişimime verdikleri büyük desteklerinden dolayı Prof. Dr. Şenol DURGUN’a ve Dr. Öğ. Üyesi Serdar ÇÖP’ hocama teşekkürü borç bilirim. Karşılaştığım sıkıntılı ve zor süreçlerde büyük bir sabır ve özveriyle her zaman yanımda olan, önerileri ile sorunların çözümünde akılcı çözümler geliştirmeme katkı sağlayan ve her koşulda sonsuz desteğini esirgemeyen Eşim Hülya TOPCU’ ya şükranlarımı sunarım.

Murat TOPCU

GİRİŞ

Dünya ekosisteminde ülkelerin küresel finans ve ticaret sistemi üzerindeki etkisi askeri ve ekonomik gücün siyasi gücü destekleme kapasitesine göre şekillenmektedir. Ekonomik ve siyasi gücün desteklediği hegoman askeri güç sayesinde bazı ülkeler para birimlerini dünya ticaretinde değişim aracı olarak kabul ettirmekte, dünya ticaretini ve finansal hareketlerini yönlendirebilmektedir. Ancak bu ülkelerden bazıları askeri gücü olmamasına rağmen söz konusu ayrıcalığı tarihten gelen bir miras olarak devralmışlar, bir kısmı ise sömürgeciliğin kendilerine sağladığı imkânlar sayesinde elde etmişlerdir. Bu ülkeler ABD, Japonya, İsviçre, İngiltere ve AB gibi ülke veya ülke gruplarıdır. Söz konusu ülkelerin para birimlerinin dünyanın geri kalanı tarafından uluslararası ticarete ve ödemelerde değişim aracı olarak kullanılması kendilerine büyük avantajlar sağlamaktadır. Bu ülkelerin para birimleri başta ticaret ve uluslararası ödemeler olmak üzere dünya genelinde ulusal bir paranın sahip olduğu değişim, tasarruf, değer saklama, hesap birimi olma gibi tüm özellikleri yerine getirmektedir.

Para birimleri uluslararası rezerv para olma özelliğine sahip ülkeler, ulusal MB'lerine sadece para için gerekli olan hammadde ve işçilik giderlerini karşılamak suretiyle, imal ettiği paranın üzerine istediği tutarı yazarak kamunun ve özel sektörün, ihtiyacı olan kaynağı sınırsız olarak karşılayabilme imkânına sahip olmaktadır. Para birimi uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkelere karşılıksız olarak bastıkları bu paraları ihraç etmek suretiyle tüm ihtiyaçlarını uluslararası ticaret sisteminden karşılayabilmektedirler. Dünyanın geri kalanındaki kamu ve özel sektörü oluşturan tüm ekonomik birimler bu paraların üzerinde yazılı değeri kabul ederek ulusal MB'lerinde rezerv olarak tutmakta, özel sektör işletmeleri ve gerçek kişiler özel kasalarında banka hesaplarında, tasarruf ve değişim aracı olarak bulundurmaktadır. Dünya ekosistemi içerisinde ortaya çıkan bu asimetrik durum söz konusu avantajlı konumdaki ülkelere enflasyona sebep olmadan sınırsız parasal genişleme avantajı sağlamaktadır. Bu avantaj sayesinde her türlü kriz, savaş, doğal afet gibi olağanüstü durumlarda gerek kamu gerekse özel işletmelerinin ihtiyacı olan finansmanı sınırsız şekilde sağlayabilmektedirler. Ancak iktisat teorisinde geçen aşırı parasal genişleme ve enflasyon arasındaki güçlü ilişki bu ülkelerin ekonomilerinde çalışmamakta, tersine aşırı parasal genişleme enflasyona

dahi neden olmamaktadır. Çünkü bu ülkeler aşırı genişlemenin ortaya çıkarttığı likiditeyi dünya ticaret sistemi ve finans sistemi üzerinden dünyanın geri kalanına ihraç edebilme yeteneğine sahiptirler. Bu ülkeler ne kadar para basarlarsa o kadar senyoraj geliri elde etmektedirler. Ayrıca bu ülkelerin vatandaşları, işletmeleri ve MB'leri kendi ulusal para birimi haricinde başka bir ülkenin para birimine çok fazla itibar etmemektedirler. Karşılıksız basıp dünya geneline ihraç ettikleri likiditeyi faiz oranlarını değiştirerek veya gelecekte üretecekleri ileri teknoloji ürünleri dünyanın geri kalanına ihraç ederek tekrardan merkeze çekebilmektedirler. Bu sayede karşılıksız basılan para karşılığı olan bir metaya dönüşmektedir.

Para birimi uluslararası alanda kabul görmeyen ikinci grup ülkelerin ödemeler dengesi sorunları nedeniyle karşılıksız basılan uluslararası rezerv para birimlerine olan talepleri de oldukça yüksektir. Bu ülkenin ulusal para birimleri ancak ulusal sınırları içerisinde kabul görmekte ve dünyanın geri kalanı ile olan parasal ilişkilerini yukarıda belirtilen ülkelerin para birimleri üzerinden çoğunlukla dolar ve Euro cinsinden yürütmektedirler. Bu bağlamda dünyada her ne kadar siyasal anlamda iki kutuplu dünya ortadan kalkmış olsa da, parası uluslararası rezerv para olan ve olmayan şeklinde iki kutuplu ekonomik bir sistem varlığını devam ettirmektedir. Dünya ekosistemi içerisinde ikinci grup ülkeler birinci grup ülkeler ile aynı parasal politikaları tercih ettiklerinde parasal genişleme enflasyona sebep olurken, enflasyon sonucu ulusal paranın değerindeki aşınma ise uluslararası rezerv para biriminden varlık tutmaya neden olmaktadır. Talebi artan uluslararası rezerv para birimleri, ulusal para birimi karşısında değer kazanmaktadır. MB'ler ulusal para biriminin değerini korumak için piyasalara müdahale ettiğinde rezervleri erimekte, etmediğinde ise kur artışları enflasyona yansımakta ve MB asli görevi olan fiyat istikrarına odaklanamamaktadır. Bu şekilde ikinci grup ülkelerde birbirini besleyen bir sarmal içerisinde tüm ekonomik birimler uluslararası rezerv paralara bağımlı hale gelmektedir. Bu sarmalı kırmak için bu ülkeler parasal genişlemede kendilerini sınırlandırmak zorunda kalmaktadır. Ancak diğer taraftan kalkınmalarını ve büyümelerinin finansmanı için ihtiyaç duydukları kaynağı ulusal tasarruflarındaki düşüklük, yüksek teknolojide ve ara mamülde aşırı dışa bağımlılık nedeniyle ancak uluslararası rezerv para birimi cinsinden borçlanarak karşılayabilmektedirler. Borçlarını ödeyebilmek için ise tekrardan dünyanın geri kalanına mal satmak suretiyle uluslararası rezerv para cinsinden varlık biriktirmek zorunda kalmaktadırlar.

Bu durum ikinci grup ülkelerde finansman politikası açısından varlık ve

yükümlülük dolarizasyonunu ortaya çıkartmaktadır. Ekonominin genelinde ise biri ulusal paralarının tedavülde olduğu diğeri de dünyanın geri kalanı ile ödeme işlemlerini ve ticari faaliyetlerini yürüttükleri ABD doları, Euro, Sterlin, Yen, İsviçre Frangı gibi uluslararası rezerv para birimlerinin dolaşımında olduğu çoklu para düzeni ortaya çıkmaktadır. Çoklu para sisteminde ekonomik birimler ulusal paranın içten ve dıştan kaynaklı şoklara karşı değer kaybetmesi durumunda, diğer uluslararası rezerv paralara itibar ederek tasarruf aracı, değişim aracı, sözleşmelerde değer belirleme aracı olarak tercih etmektedirler. Bu bağlamda çoklu para sisteminin bir sonucu olarak ortaya çıkan dolarizasyon, işletmelerin varlık ve yükümlülüklerinin şekillenmesine, kaynak kullanım tercihine, vade yapısına, para uyumsuzluğuna, daha geniş bir ifadeyle finansman politikalarına yansımaktadır. Birinci grup ülkeler ve ikinci grup ülkeler arasında ortaya çıkan dolarizasyon asimetrisi, dalgalanma korkusu ve uluslararası rezerv para cinsinden kaynak ihtiyacı zorunluluğu işletmelerin finansman politikalarında esnekliğin kaybolmasına neden olmaktadır.

Bu bağlamda tezin temel hipotezi işletmeler seviyesinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun işletme finansman politikalarını etkilediğini ileri sürmektedir. Bu temel hipotezin ispatına yönelik olarak tezin birinci bölümünde dolarizasyon kavramının gelişim süreci, diğer kavramlar ile olan ilişkileri, ülke içinden ve dışından kaynaklı nedenleri, fayda ve mahsurları, dolarizasyon baskısından kurtulmaya yönelik çözüm önerileri ile Türkiye'nin dolarizasyon seyri tartışılmıştır. İkinci bölümde işletmelerin finansman politikalarının oluşum süreçleri, finansman politika tercihlerinin bilançolara yansımaları ve finansal piyasalardaki uygulamaları ve tercih edilen finansman politikalarının fayda ve mahsurları incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise oluşturulan ekonometrik model çerçevesinde seçilen bağımlı ve bağımsız değişkenlerin 2007-2019 dönemi genel seyri, temel finansman politikalarına uyum, vade ve finansman çeşidi yönünden grafiksel incelemeye tabi tutularak çıkarımlar yapılmıştır. Sonrasında BİST imalat sanayi sektöründe işlem gören 113 firmaya ait 2007-2019 çeyrek dönemlik verileri kullanılarak panel veri analiz yöntemi ile oluşturulan ekonometrik model çerçevesinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun finansman politikaları üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

DOLARİZASYON, NEDENLERİ, TÜRLERİ, ETKİLERİ, FAYDA VE MAHSURLARI

1.1. Dolarizasyon Kavramı

Ekonomik birimler gerçekleştirdikleri tüm işlemlerde kullandıkları para biriminin birtakım özelliklere sahip olmasını beklemektedirler. Bu beklentiler değişim (mübadele), tasarruf, değer ölçüsü, ödeme aracı (takas) ve hesap birimi olma gibi özellikleri kapsamaktadır. Ancak ekonomik faaliyetler içerisinde gerçekleşen veya gerçekleşme ihtimali söz konusu olan devalüasyon beklentisi, yüksek ve oynak enflasyon, özellikle serbest döviz kuru uygulayan ekonomilerde döviz kurlarında meydana gelen aşırı oynaklık ulusal para biriminin bazı özelliklerinde aşınmalara neden olmaktadır. Bu durum ekonomik birimlerin para otoriteleri ile birlikte, para politikalarına ve ulusal para birimine duyulan güvenini zayıflatmaktadır. Güven kaybı, belirli bir aşamadan sonra, ekonomik birimler arasında ulusal para ile işlem yapmama veya ulusal para yerine başka para birimlerini kullanma davranışına dönüşmektedir. Ortaya çıkan bu davranış değişikliği ulusal paranın birtakım işlevlerini yerine getirememesine neden olmaktadır. Özellikle ulusal paranın değer saklama özelliğini kaybetmesi sonucu ekonomik birimlerin uluslararası rezerv paralara yönelme eğilimi; finans literatüründe “dolarizasyon” iktisat yazınında ise “para ikamesi” kavramı ile açıklanmaktadır (Özkaramete, 1999, s.249).

Dolarizasyon, bir ülkenin ulusal parasının temel işlevlerinden değer saklama aracı olma özelliğini veya bu özelliği ile birlikte diğer özelliklerinden birkaçını, uluslararası bir rezerv paraya devretmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Başka bir tanımlamada ise yurt içi yerleşiklerin varlıklarını ulusal para birimi cinsinden tutmak yerine uluslararası rezerv para özelliği olan başka para birimleri cinsinden tutma eğilimi olarak açıklanmaktadır (Serdengeçti, 2005, s.3). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) terimler sözlüğünde de “*bir ülkedeki yerleşiklerin değişim aracı, hesap birimi ve değer biriktirme aracı olarak kendi ulusal paraları yerine yabancı para kullanmalarını dolarizasyon olarak tanımlamaktadır.*” Ulusal bir para biriminin ödeme ve değişim aracı olma özelliği, bir hizmetin yerine getirilmesini, bir malın iktisadi hayat içerisinde dolaşımını sağlayan temel işlevidir. Bu özelliklerden birisinin veya her ikisinin birlikte ister resmi, isterse gayri resmi yöntemlerle ortadan

kaldırılması bir para biriminin kaybedebileceği en son işlevidir. Ulusal para biriminin en son iki işlevini kaybetmesi (ödeme ve değişim aracı olma) ile birlikte ulusal ekonomilerde tam dolarizasyon olgusu ortaya çıkmaktadır (Encinas-Ferrer, 2015, s.3).

1.1.1. Dolarizasyonun Kavramsal Gelişimi

Dolarizasyon üzerinde ilk çalışmalar 1970’li yıllarda başlamış, 1980’li yıllarda ise para ikamesi adı ile çalışmalar genişletilmiş, 1990’lardan itibaren krizlere neden olduğu düşünülerek krizler ile olan ilişkileri bağlamında, özellikle Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ) ekonomileri üzerinde çalışmalar yoğunlaşmıştır (Yalçiner ve Mutlu 2018, s.451). Finansal serbestleşme sonucunda 1980’lerden sonra ulusal parası çok sık değer kaybeden ülkelerde, ekonomik birimler arasında ulusal para birimine duyulan güvenin sarsılması sonucu ortaya çıkan dolarizasyon olgusunun giderek arttığına işaret edilmektedir. 1990 yılından itibaren iki kutuplu dünyanın yıkılması ile ticari ve finansal alanda hız kazanan küreselleşme ve sermaye hareketlerindeki serbestleşme, ulusal tasarrufu düşük, kendi para biriminden borçlanamayan ülkeler açısından dolarizasyon göstergelerinin artışıdaki nedenler olarak gösterilmektedir. Bu dönemde geçiş ülkelerinin, dünya kapitalist sistemine uyum sağlama çabaları, bu ülkelerin uluslararası rezerv paralar cinsinden borçlanma ihtiyaçlarını artıran başka bir neden olarak ortaya çıkmıştır (Bulut, 2019, s,58). Bu bilgilerden hareketle dolarizasyonun, kapitalist sistem tarafından üretilen bir olgu olduğunu söyleyebiliriz.

2007 yılı sonlarında öncü göstergeleri beliren ancak 2008 Kasımında küresel hale gelen finansal kriz, ulusal parası değer kaybeden ülkeleri döviz kurlarındaki dalgalanmaları kontrol altında tutabilmek ve cari açıklarını finanse edebilmek için daha fazla döviz cinsinden varlık tutmaya yöneltmiştir. Bu ülkelerdeki işletmelerde, kur riskini minimize etmek amacıyla aynı yönetime başvurarak, ülkenin dolarizasyon endeksinin yükselmesine neden olmuşlardır. Bu durum ülkelerin dolarizasyon göstergelerini artırmıştır. Diğer bir anlatımla makro anlamdaki ülke dolarizasyon endeksinin yükselmesi mikro anlamda işletmeler seviyesinde başlamaktadır. Bu bağlamda 2008 küresel krizi sonrasında ulusal yerleşikler ile birlikte özellikle Merkez Bankaları (MB) ödemeler dengesi sorunlarını aşmak, kur hareketlerine karşı müdahale yeteneklerini güçlendirmek amaçlı ve dalgalanma korkusu nedeniyle

yüksek miktarlarda döviz varlığı tutmaya, işletmeler ise aşırı likidite bolluğu nedeniyle yabancı para birimi cinsinden yükümlülük altına girmeye başlamışlardır.

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşıldığı üzere dolarizasyonun tek başına bir ülkenin kendi iç dinamiği ile oluşan ve hareket eden bir olgu olmadığı anlaşılmaktadır. Uluslararası ekonomik ve finansal değişimlerden başlayarak ulusal seviyede enflasyon, faiz oranı, kur politikaları gibi ekonominin birçok değişkeni ile etkileşim halinde ve sebep sonuç ilişkisi çerçevesinde iç içe geçmiş durumdadır. Dolarizasyon olgusu, uluslararası rezerv paraya sahip ülkelerin avantajlı durumu dikkate alınmadan ekonomi literatüründe, para ikamesi ve parasal birlik gibi birçok kavram ile ilişkilendirilerek karıştırılmaktadır. Bu bağlamda tezin temel konusunu teşkil eden dolarizasyon olgusunun çerçevesinin tam çizilebilmesi ve doğru anlaşılabilmesi için, öncelikle dolarizasyonun ilişkili olduğu kavramlar ile olan bağları ve dolarizasyon ile benzer veya aynı anlamları taşıdığı düşünülen kavramlar ile olan farklarının, ortaya çıkış sebeplerinin ve etkilerinin açıklanması gerekmektedir.

1.1.2. Kavram Olarak Dolarizasyon ve Para İkamesi

Para ikamesi ve dolarizasyon aynı kavramlarmış gibi anlaşılrsa da her iki kavram literatürde farklı şekilde değerlendirilmektedir. Aynı kavram olarak değerlendirilmesinin nedeni her ikisinin de ülkede görülen yüksek enflasyon sonucu ortaya çıkıyor olmasıdır. Ekonomik birimler, kabul edilebilir oranlardaki enflasyonun olduğu ülkelerde, enflasyonun aşındırmasından korunmak amaçlı varlıklarını yabancı para cinsinden tutarlar ve genellikle bu durum işletmelerin bilançolarının aktif tarafında yabancı para cinsinden varlıklarında artışa neden olur. Literatürde bu durum varlık dolarizasyonu olarak adlandırılır. Para ikamesi ise genelde çok daha yüksek seviyede enflasyonun olduğu (hiper enflasyon) ve muhasebe sisteminin aşırı enflasyon nedeniyle doğru değerleri yansıtmama özelliğini kaybettiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Para ikamesi yabancı paranın resmi veya gayri resmi şekilde, ulusal paranın “değer saklama” “mübadele aracı” olma özelliği yanısıra “hesap birimi” olma özelliğini de devraldığı durum olarak tanımlanmaktadır (Özcan ve Us, 2006, s.101).

Bu bağlamda dolarizasyon; daha dar çerçevede bir ekonomide döviz cinsinden varlık veya yükümlülükler ile ilgili durumu ifade ederken, para ikamesi; ekonomide

ulusal paranın bütün işlevlerini taşıyan ikinci bir paranın ekonomik birimlerce kullanıldığı ve hesaplarını ikinci bir para üzerinden yürüttükleri durum olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifadeyle dolarizasyonun en üst seviyesini tanımlayan, ikili para sisteminin hâkim olduğu piyasa yapısı olarak görülebilir.

Özellikle kapitalist sisteme dahil ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımını sağlamak maksadıyla uygulamada olan bireysel döviz edinimi ve sermaye kontrollerine yönelik yasal düzenlemelerin kaldırılmasının para ikamesi sürecini hızlandırdığı değerlendirilmektedir. Para ikamesine yönelik en temel eleştiri ise enflasyonist ortamda ekonomik birimlerin döviz cinsinden para talebinin sınırı bilinemediğinden, finansal serbestleşme ile ekonominin ihtiyacı olan ulusal para tabanının ve para talebinin kontrolünü zayıflatarak MB'lerin para politikasını zayıflattığı yönündedir (Aydoğuş ve Çatık, 2006, s.60).

1.1.3. Dolarizasyon Asimetrisi Kavramı

Uluslararası piyasalarda her ülkenin ulusal para birimine olan talep aynı değildir. Diğer bir ifadeyle, dünya ekosistemi içerisinde kullanımda olan para birimlerine duyulan talep, paranın uluslararası piyasalarda kabul edilirliliği ile doğru orantılıdır. Bir para birimi, diğer ülke yerleşikleri tarafından ne kadar çok talep görüyorsa, o oranda uluslararası rezerv para olma özelliği taşır. Uluslararası rezerv para özelliği taşımayan para biriminin değeri ulusal piyasada ne kadar yükselirse yükselsin, yurt içi yerleşiklerce bu paraya olan talep artmamakta veya çok kısıtlı miktarda artmaktadır. Örneğin GOÜ'lerde uluslararası rezerv paranın değerinin yükselmesi bu ülkelerde yerleşiklerin yabancı paraya olan talebini artırmakta, ulusal paraya olan talebi ise azaltmaktadır. Ancak aynı ülkelerde ulusal paranın değerindeki yükseliş, arbitraj işlemleri hariç, para birimi uluslararası rezerv para olan ülkelerin yerleşikleri tarafından, başka ülkelerin ulusal para birimine olan taleplerinde çok fazla bir değişim yaratmamaktadır. Bu durum literatürde "dolarizasyon asimetrisi" olarak açıklanmaktadır. Uluslararası rezerv para birimine sahip olmayan ülkelerdeki ekonomik birimler, ellerindeki yerli parayı uluslararası rezerv para birimine çevirmek suretiyle bireysel seviyeden başlayarak en üstte ülke ekonomisi genelinde dolarizasyon göstergelerinde artışa neden olmaktadır.

Konuyu ulusal para ve uluslararası rezerv para penceresinden değerlendiren Aydoğuş ve Çatık (2006) özellikle para birimi uluslararası rezerv para özelliği

taşıyan ülkelerde, ulusal paranın değerinin yükselmesinin yerleşiklerin ulusal paraya olan talebini artırmadığını vurgulamaktadır. Ramirez- Rojas (1985) ulusal bir paranın değerindeki değişme veya uluslararası rezerv paranın getirisindeki değişim esnasında yerleşiklerin ve yabancıların ulusal paraya olan talebi arasında ters yönlü bir ilişkinin mevcut olduğunu vurgulamaktadır. Bu çerçevede, dolarizasyon olgusu, ikili para sisteminin olduğu çoğunlukla GOÜ ve eski sosyalist sistemden ayrılan geçiş ekonomileri bağlamında asimetrik bir durum ortaya çıkartmaktadır. Çünkü yabancı sakinler bu tür ülkelerin iç para birimlerine sahip olmak istememektedirler. Sadece ilgili ülke faiz oranları ve kur değişimlerinden yararlanmak (arbitraj)¹ amaçlı parasal değişim gerçekleştirmektedirler. Bu bağlamda dolarizasyon parası uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkeler açısından asimetrik bir durum ortaya çıkartmaktadır. Para birimi diğer ülkeler tarafından değişim aracı ve değer saklama aracı olarak görülen ülkeler açısından simetrik bir durum yaratarak avantaja dönüşmektedir (Yinusa, 2008, s.815).

1.1.4. Dolarizasyon ve Parasal Birlik Ayrımı

Bir ülkenin, uluslararası geçerliliğe sahip başka bir parayı, resmi olarak kullanımını kabul etmesi dolarizasyon gibi algılanmaktadır. Ancak ekonomi teori açısından ülkelerin herhangi bir parasal birlik içerisinde ortak bir para birimini ulusal para birimi olarak kabul etmeleri dolarizasyon olarak görülmemektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi, dolarizasyon, ekonomik birimler tarafından bir ülkenin para biriminin, para olarak işlevlerinden birini veya birkaçını resmi veya gayri resmi olarak yavaş yavaş yitirdiği veya bir yabancı para birimi tarafından üstlenildiği bir işlem ve süreçlerin bütünü olarak tanımlanmaktadır ve temelinde paraya duyulan güvensizlik yatmaktadır. Bir serbest piyasa ekonomisinde de her ülke mutlaka, tüm fonksiyonları açısından parasının tamamen işler durumda olmasını istemektedir. Diğer taraftan parasal birlikte ise üye devletler arasında sabitleştirilmiş kurlar vasıtasıyla ekonomik ve parasal bütünleşmeyi ve uyumlaştırmayı sağlamaya yönelik bir amaç güdülmektedir. Bu bağlamda Avrupa Birliği (AB) tarafından yaşama

¹ Bir varlığın piyasalar arasında zamansal ve talep farklılıklarından kaynaklı ortaya çıkan fiyat farklılıklarından faydalanmak amaçlı, düşük fiyatlı piyasalardan alınıp, yüksek fiyatlı piyasalarda satmak suretiyle kâr elde edilmesi işlemidir. İnternet ve iletişim teknolojilerinin finans alanında hızla yaygınlaşması finans piyasalarının zamansal olarak birbirine yakınsamasını sağlamış ve piyasalar arasında oluşan fiyat farklılıklarının çok kısa sürede dengeye gelmesine zemin hazırlamıştır. Diğer bir ifadeyle söz konusu işlemler piyasalar arasındaki arz ve talebi dengelemek suretiyle fiyatların dengeye gelmesine katkı sunmaktadır. (TCMB, Terimler Sözlüğü).

geçirilen ortak para birimi uygulaması ve dolarizasyon birbirinden ayrılmaktadır (Encinas-Ferrer, 2015). Diğer bir ifadeyle parasal birlikte, parasal birliğe dâhil olan ülkelerin parasal tabanlarına sınırlama getirerek istedikleri gibi devalüasyon yapmalarının önüne geçilmesi, ulusal para politikalarından vazgeçerek parasal birliğin politikalarına uyulması, ülkeler arası ve birlik içi parasal dönüşümlerde ve ticaretle işlem maliyetlerinin en aza indirilmesi amaçlamaktadır.

Parasal birliğe örnek teşkil eden Avrupa parasal birliği, 1992 yılında imzalanan Maastricht Antlaşması ile üye devletler arasında sağlanan ekonomik birliğin, siyasi birliğe dönüşmeden bir önceki aşaması olan ve onu destekleyen ortak bir para birimi oluşturma çabasıdır. Parasal birlikte birlik üyesi ülkeler arasında istikrarlı bir büyüme ve kalkınmayı sağlama, ortak maliye ve para politikalarını uyumlaştırmayı ve kontrolünün ortak bir para birimi tarafından ölçülmesi ve yönetilmesini amaçlamaktadır. Bu bağlamda Avrupa Merkez Bankası (ECB) tarafından yürütülen parasal birlik Avro bölgesi içerisindeki üye devletleri kapsayan ve aynı bölge içerisinde bağımsız para politikalarını içeren bir birlikteliktir (Değer ve Öztürk, 2003, s.104).

Parasal birlik Euro bölgesinde üye devletler arasında kabul edilebilir düşük enflasyon ve parasal şoklardan kaynaklı finansal istikrarsızlıkları önlemeyi ve krizlere karşı dayanıklı bir birlik oluşturmayı, birlik içerisinde küresel ticareti kolaylaştırmayı amaçlamaktadır. Ortak parasal birliğe üye ülke vatandaşlarının, mallarının, hizmetlerinin ve sermayenin Euro bölgesi içerisinde serbestçe dolaşımına izin veren ve tek pazar amacını gerçekleştirmeye yönelik bir uygulamadır. Görüldüğü üzere parasal birlik, uygulama, amaç ve hedefler yönünden dolarizasyon kavramından tamamen farklılaşmaktadır (İktisadi Kalkınma Vakfı, 2019, Ekonomik ve parasal birlik). Dolarizasyonun temelinde ise ekonomik birimlerin parasal ve maliye politikalarına duyulan güvenin kaybedilmesi, ekonomik birimlerin kendi varlıklarının değerini koruma güdüsü ile hareket etmeleri yatmaktadır. Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkelerin tamamı parasal birliğe üye olsalar da bazıları gönüllü olarak Euro para birimini kullanmamaktadırlar (Danimarka, İngiltere, İsveç referandum sonucu kabul etmemektedir). Birlik üyesi bazı ülkeler ise Macaristan, Polonya ve Romanya gibi parasal birliğin şartlarını yerine getiremediklerinden Euro para birimini kullanamamaktadırlar. Vatikan, Andorra gibi bazı ülkeler de AB üyesi olmadığı halde parasal birlikten ikili anlaşmalar ile faydalanmaktadır. Bazı sömürge

lkeleri de Euro kullanmaktadır (Fransa ve İspanya sömürgeleri). Görüldüğü üzere parasal birlikte, para ve para politikaları araçlarının kullanımı konusunda ulusal merkez bankalarının gücü zayıflamakta, parasal birliğin tabi olduğu MB'nin etkinliği artmaktadır. Oysa parasal birlik dışındaki ülkelerin dolarizasyon ile ilgili politikalarında ulusal MB'nin etkinliğinde bir azalma söz konusu olmamaktadır.

Parasal birlikte parasal birliğe katılan ülkelerin MB'leri tüm yetkilerini AB Merkez Bankasına devretmektedirler (Grubel, 2000, s.29). AB Merkez Bankası ise AB yesi ülkelerin MB'larından oluşmaktadır. Görüldüğü üzere parasal birlik, bir para biriminin fonksiyonlarını kaybetmesinden veya başka bir para birimine devretmesinden doğmamaktadır. Ancak gelinen noktada Euro para birimi dünyada ekonomileri dolarize olmuş ülkelerde dolardan sonra en çok tercih edilen para birimi haline gelmektedir. Parasal birliğin önemli bir farkı, ye ülkelere maliye politikalarında belirli kıstasları sağlamaları karşılığında, daha serbest ve esnek davranabilme hakkı tanımaktadır. Ancak birlik yesi herhangi bir ülkenin maliye politikalarından kaynaklı bir dalgalanma, kurlar ve dış ticaret üzerinden diğer ye ülkeleri etkileme potansiyeli bulunduğundan, parasal birlikte uluslararası işbirliği ve koordinasyon önemli hale gelmektedir. Diğer bir ifadeyle parasal birlikte, kriz durumunda siyasi otoritelerin önlem olarak sadece maliye politikalarını aktif olarak kullanma serbestisi bulunmakta, para politikaları birlik yesi koordinasyon ile sağlanmaktadır. Parasal birliğin aksine dolarizasyon; yüksek enflasyon, güven kaybının ve eksikliğinin bir sonucu olarak ortaya çıktığından, uluslararası iş birliği ve koordinasyon gibi bir durum söz konusu dahi olmamaktadır.

1.1.5. Dolarizasyon İlk Günah İlişkisi

Dünya ekonomisi içerisinde ülkeler ve işletmeler altyapı ihtiyaçlarını tamamlamak, gelişimlerini sürdürmek, büyüme kapasitelerini devam ettirmek için finansal kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. Kaynağın temin merkezleri, fon fazlası olanlar ile fon ihtiyacı olanların buluştuğu ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarıdır. Kamu ve özel firmalar açısından sermaye piyasalarından borçlanma; uzun vadeli, büyük miktarlarda kaynak bulma ve faiz oranlarının düşüklüğü gibi nedenlerle finansman maliyetinde diğer borçlanma yöntemlerine göre avantajlar sağlamaktadır. Bu sebeple ülkelerin hkmetleri ve büyük firmaları tarafından tercih edilmektedir. Bazı lkeler ve firmalar finansman ihtiyaçlarını hem ulusal hem uluslararası finansal piyasalardan kendi ulusal para birimi cinsinden borçlanarak

karşılabilirken, bazıları ise söz konusu piyasalardan ulusal paraları cinsinden borçlanarak kaynak elde edememektedir. Diğer bir ifadeyle ancak uluslararası rezerv para özelliği taşıyan para birimi cinsinden borçlanabilmektedirler. Dünya genelinde sermaye piyasalarından yabancı para cinsinden borçlanma genellikle şu beş kur (US Doları, Euro, Yen, Sterlin, İsviçre Frangı) cinsinden yapılmaktadır (Kızıltan, Yergin ve Mercan, 2011, s.2008). Uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan bu türden para birimine sahip ülkeler kendi para birimi cinsinden borçlanma konusunda diğer ülkelere göre daha avantajlı bir konum elde etmektedirler.

Literatürde “ilk günah” veya “orginal sin” hipotezi olarak geçen bu durum ilk kez Eichengreen ve Hausmann (1999, s.3) tarafından döviz kuru ve finansal kırılganlık arasındaki ilişkileri araştırdığı çalışmada kavramsallaştırılmıştır. İlk günah hipotezi; bir ülkedeki ekonomik birimlerin, kendi ulusal parası cinsinden, ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda uzun vadeli, sabit faizli ve sabit taksitli borç ilişkisi kuramaması şeklinde açıklanmaktadır. Başka bir anlatımla fon sağlayanların, fon ihtiyacı olan ülkenin ulusal para birimine güvenmemesi, borçlanma aracı olarak kabul etmemesidir. Fon ihtiyacı olan ülkelerin ve firmaların da ulusal para birimleri cinsinden borçlanma yeteneklerini kaybetmesi, “*bir ülkenin veya firmaların yurt dışından kendi para biriminden ödünç alamaması*” durumudur (Eichengreen, Hausmann ve Panizza, 2007, s.122). Kendi para biriminden borçlanamayan ekonomik birimlerin uluslararası rezerv para cinsinden borçlanmaktan başka çareleri kalmamaktadır. Bu bilgiler çerçevesinde ilk günah sorununun dolarizasyon olgusunun ilk basamağı olduğu sonucuna ulaşılabilir.

İlk günah problemi olan ülkelerde yabancı para biriminden borçlanma, ekonomik birimlerin bilançolarında para uyumsuzluğu sorunlarına neden olurken, kısa vadeli ve değişken faizli borçlanma ise vade uyumsuzluğuna neden olmaktadır (Yılmaz, 2018, s.253). Ulusal para birimi cinsinden borçlanamayarak yabancı para biriminden aşırı borçlanma ise dolarizasyon eğilimini artırdığından makro anlamda ülke ekonomisini, mikro anlamda ise işletme bilançolarını döviz kurlarındaki oynaklığa karşı hassas ve kırılgan hale getirmektedir. Bu nedenle ilk günah problemi özellikle para birimi uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkeler açısından sorun teşkil etmektedir ve bu durum literatürde şeytanın seçimi (devil’s choice) olarak adlandırılmaktadır (Fernandez-Arias, Hausmann, 2000, s.5).

Bir ülkedeki tüm ekonomik birimlerin kendi ülke para birimi cinsinden sabit faiz oranından, uzun vadeli ulusal piyasalarından borçlanamaması “yurt içi ilk

günah” aynı şekilde kendi ülke para birimi cinsinden sabit faiz oranından, uzun vadeli uluslararası piyasalar ile borç ilişkisi kuramaması ise “yurt dışı ilk günah” olarak tanımlanmaktadır. Bu tür ülkeler ve firmaların ulusal paraları, finansal piyasalarda borçlanma aracı olarak kabul görmediğinden, daha çok uluslararası rezerv paralar cinsinden, kısa vade yapısı ve değişken faiz oranıyla borçlanabilmektedirler. Finansal piyasalar ile kurulan bu tür ilişki, finansman maliyetinde artış ile birlikte, ekonomik birimlerin bilançolarında yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin artmasına neden olmaktadır. Literatürde bu durum “yükümlülük dolarizasyonu” aynı zamanda ilk günah olarakta tanımlanmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanma ülkede dolarizasyon sürecinin hızlanmasına olumsuz katkı sağladığından (TCMB Serdengeçti, 2005, Eskişehir Konferansı s.6.), özellikle bankaların ve firmaların bilançolarını, krizlere ve döviz kurlarındaki oynaklığa karşı hassas ve kırılğan hale getirmektedir. Konu ile ilgili olarak Fernández-Arias, Hausmann, (2000, s.9) yaptıkları çalışmada, ilk günah sorunu olan 143 ülkenin 99'unda (yaklaşık yüzde 69) para krizi yaşandığını ortaya koymuşlardır. Bu kapsamda dolarizasyonun ilk basamağını teşkil eden ilk günah sorunu firmaların finansman yöntemlerini seçmede ve bilançolarının yapısını doğrudan etkilemektedir. Bu bilgilerden hareketle dolarizasyon eğilimine etki eden arka plandaki faktörlerin ortaya konulması, bunun işletme finansman politikalarını nasıl ve ne şekilde etkilediğinin belirlenmesi tezin temel amaç ve hedefleri ile de örtüşmektedir. İlk günah sorunu ile başlayan dolarizasyon sürecinin işletme bilançoları üzerindeki en önemli etkisi, para uyumsuzluğu ve vade uyumsuzluğu şeklinde kendini göstermektedir.

1.1.5.1. Para Uyumsuzluğu (Para Eşleşmezliği)

Uluslararası ilk günah endeksi yüksek ülkelerde yabancı para birimi cinsinden borcun yükseldiği bilinmektedir. Para uyumsuzluğu da dolarizasyonun ilk aşaması olan ilk günah sorunu nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Para uyumsuzluğu bankacılık ve reel kesim açısından farklı şekillerde oluşmaktadır. Bankacılık kesiminde para uyumsuzluğu yurt dışından sağlanan uluslararası rezerv para birimi cinsinden elde ettikleri kaynakları, yurt içerisinde ulusal paraya dönüştürerek, yüksek faiz oranından ulusal para cinsinden gelir sağlayan yatırımlara kredi olarak vermeleri sonucu meydana gelmektedir. İşletmeler açısından ise ulusal para birimi cinsinden gelir getiren varlıklarını, uluslararası rezerv para birimi cinsinden kaynaklar ile finanse

etmeyi tercih etmeleri sonucunda oluşmaktadır. Bu durum bilançolara yükümlülük dolarizasyonu şeklinde yansımaktadır. Her iki sektör açısından da çıkabilecek herhangi bir para krizi sonucu döviz kurlarındaki yukarı yönlü oynaklık, bilançolarda net dış borcun artmasına neden olmaktadır. Ancak yükümlülüğüne karşılık aynı düzeyde uluslararası rezerv para birimi cinsinden varlığa sahip olan veya uluslararası rezerv para cinsinden gelir elde eden firma ve kurumların bilançoları açısından para uyumsuzluğundan söz etmek güçtür.

Bir ülkenin para uyumsuzluğu= - [(Uluslararası Rezervler - Dış Borç)/İhracat]* UİG formülü ile ölçülmektedir (Ardor ve Varlık, 2008, s.287). Formülden UİG ile para uyumsuzluğu arasında doğrusal bir ilişki olduğu görülmektedir. Makro ölçekte para uyumsuzluğu, MB'nin bilançolarında döviz rezervlerini artırarak azaltılabilmektedir. Mikro seviyede işletme bilançolarında da MB'de olduğu gibi yabancı para birimi cinsinden varlık tutulması ile sorun aşılabilmektedir. Ancak bu yöntem, elde rezerv tutmanın fırsat maliyeti nedeniyle para uyumsuzluğunun maliyetinden daha fazla maliyetli olabilmektedir. Elde tutulan döviz rezervlerinin fırsat maliyeti, bu kaynağın daha iyi getirisi olan başka varlık ve yatırımlarda değerlendirilmesidir (Eichengreen, Hausmann ve Panizza, 2003). Bu çerçevede para uyumsuzluğunun nedenlerinden birincisi, ilk günah problemi nedeniyle ulusal para cinsinden finanse edilemeyen yatırımların, uluslararası rezerv para cinsinden borçlanılarak finanse edilmesi sonucu, bilançoların yükümlülük kısmındaki döviz cinsinden borçların artması olarak görülebilir.

İlk günah dışında bankaların yetersiz sermayeye sahip olması ve sermayelerini döviz cinsinden yükümlülükler ile güçlendirmeleri, zayıf risk yönetimi ve denetimi, yabancı para cinsinden düşük faiz oranları ve yerel para biriminde yüksek faiz oranlarının olması, para birimi uyumsuzluklarının başka nedenleri olabilmektedir. Bundan başka MB'nin dalgalanma korkusu nedeniyle tercih ettiği döviz kuru rejiminin, ekonomik birimlere, bankalara ve firmalara, döviz kurunun uzun süreli sabit kalacağına yönelik vermiş olduğu inandırıcı mesaj, para uyumsuzluğuna neden olabilmektedir. Para otoritesi tarafından verilen mesaj; işletmelerin döviz kur riskini küçümsemelerine neden olmakta, ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden açık pozisyonlarının tehlikesini görmezden gelmelerini teşvik etmektedir. Bunun sonucunda yapılan yanlış finansman politika tercihi bilanço yapılarında para uyumsuzluğuna neden olmaktadır (Başkurt, 2005, s.24.)

1.1.5.2. Vade Uyumsuzluğu

Ulusal para biriminin yurt dışında veya yurt içinde uzun vadeli borç almak için kullanılmaması, firmaların nakit akışı sağlayan varlıkları ile yükümlülüklerinin geri ödeme süresi arasında bir uyum sağlanamaması vade uyumsuzluğunun başlıca nedenleridir. Vade uyumsuzluğu; finansman politikası ile nakit akışı arasında bir denge kurulmaması sonucu, bilanço yapısından kaynaklı finansal kırılganlığı kaçınılmaz kılmaktadır. Dolarizasyon ve ilk günah göstergeleri yüksek olan ülkelerdeki firmaların bilançolarında para ve vade uyumsuzluğu yaşandığı bilinmektedir (Eichengreen ve Hausmann, 1999, s.3). Vade uyumsuzluğunun nedenlerinden bir tanesi de ilk günah sorunu nedeniyle gelir getirmeyen alt yapı yatırımlarının veya inşa süreci nedeniyle uzun süre nakit akışı sağlayamayacak bir yatırımın kısa vadeli borçlanma ile yüksek faizle finanse edilmesidir. Diğer bir ifadeyle temel finansman dengesi kuralına ters bir şekilde uzun vadeli yatırımların kısa vadeli borçlar ile finanse edilmesidir (Canbaş ve Vural, 2016, s.13). Yatırımların kısa vadeli borçlanma ile finanse edilmesi uzun süre devam ettirilemeyeceğinden bu tür eksiklikler özellikle gelişmiş finansal piyasalara sahip olmayan, döviz kurlarında dalgalanma korkusu yaşayan ülkeler açısından finansal kırılganlıklara neden olmaktadır. Hatta kriz durumlarında döviz kurlarındaki aşırı oynaklık nedeniyle devalüasyona, firmaların ve bankaların bilançolarının dış şoklara karşı savunmasız kalmasına, bir sonraki aşamada iflas etmelerine, daha ileriki süreçlerde ise finansal sistemin çökmesine dahi sebep olmaktadır (McKinnon ve Schnabl, 2004, s.343).

1.2. Dolarizasyonun Süreçleri ve Türleri

1.2.1. Dolarizasyon Süreçleri

Dolarizasyon olgusunun ulusal ekonomilerde aniden ortaya çıkmadığını ekonomik ve finansal iklimde yaşanan birtakım değişimler ve dönüşümler sonucunda üç aşamalı bir süreç sonucunda oluştuğunu söyleyebiliriz. Birinci aşamada ulusal para birimi ekonomik ve finansal iklimde yaşanan olumsuzluklar karşısında (enflasyon ve devalüasyon, zaman tutarsızlığı ve döviz kurlarındaki oynaklık) ekonomik birimlerin ulusal paraya olan güveninin sarsılmaya başlaması ile yavaş yavaş değer saklama özelliğini kaybetmeye başlamaktadır. Belirli bir eşikten sonra ise özellikle II. Dünya savaşında Almanya örneğinde olduğu gibi hiper enflasyon sonucu bu işlevi tamamen sona ermektedir. İlk aşamada ulusal para birimi tüm

özelliklerini kaybetmeden önce ekonomik birimler, tasarruflarını ve varlıklarını nakit, yurt dışı döviz mevduatı, yurt içi döviz mevduatı, yurt içi kontrol altındaki yabancı tahviller, bonolar veya diğer parasal olmayan varlıklara yatırarak değerini korumaya çalışmaktadırlar. Bu aşamada bir anlamda insanlar geçici bir süreliğine de olsa ulusal paranın değer saklama özelliğinin aşındığını fark etmekte, değer saklama aracı olarak uluslararası rezerv para özelliği taşıyan başka bir para birimini ellerinde tutmayı tercih etmektedirler.

Özellikle bu süreçte GOÜ'ler ve geçiş ekonomilerinde uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan (ABD doları, Sterlin, Euro, Yuan, İsviçre Frangı vb.) para birimleri değer saklama aracı olarak kullanılması artmaktadır. Bu artış ile birlikte süreç devam ettikçe, malların fiyatları bu paralar cinsinden belirlenmeye başlanmaktadır. Özellikle dayanıklı tüketim malları, kira ve diğer yüksek maliyetli mal alımlarında uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan para birimlerinin ödeme aracı olarak kullanılmaya başlanması ile birlikte piyasalar gayri resmi olarak dolarize olmaya başlamaktadır.

Bir sonraki aşamada ulusal para, hesap birimi olma işlevini de kaybetmektedir. Hesap birimi özelliğini kaybetmeden önce ekonomik yapı içerisinde iki farklı durum oluşmaktadır. Enflasyonun ve döviz kurlarındaki oynaklığın yüksek olduğu ülkelerde, kamunun ve şirketlerin resmi muhasebe bilgileri ulusal para birimi cinsinden yapılmaya devam edilmektedir. Ancak ekonomik birimler kayba uğramamak için ücret taleplerini ve karşılaştırmalarını, mal ve hizmet alım sözleşmelerini ve fiyatları yabancı paraya endeksli olarak ayarlamayı tercih etmektedirler. Uluslararası derecelendirme kuruluşları ve finansal kurumlar enflasyon etkisinden arındırılmış sağlıklı bir analiz yapabilmek için tüm ulusal hesaplar ve finansman hesaplarını uluslararası karşılaştırmalarını ve ölçümlerini uluslararası rezerv para, genellikle de ABD doları cinsinden yapmaktadırlar. Böyle bir uygulama ulusal paranın hesap birimi işlevini yabancı bir paraya devretmesi anlamına gelmektedir.

Son aşamada ise ulusal para birimi, ödeme aracı olma işlevini tamamen kaybederek bu özelliği yabancı bir para birimine devretmektedir. Bu aşamada ulusal para birimine duyulan güven tamamen sarsılmıştır. Bu durum aynı zamanda ekonomi ve para politikalarına, siyasi otoriteye duyulan güvenin de sarsıldığı anlamına gelmektedir. Bu aşamadan sonra, para otoritesi ve siyasi otoritenin önüne iki politika

tercihi çıkmaktadır. Birincisi ortaya çıkan dolarizasyon olgusunu resmi anlamda kabul ederek yasal hale getirilmesi, ikincisi gayri remi şekilde bu sürecin devam ettirilmesidir. Dolarizasyonun politika tercihi olarak, uygulanabilirlik, sürdürülebilirlik açısından çeşitlenmesi, dolarizasyonun ortaya çıkış aşamalarına ve oluşum süreçlerine göre isimlendirilmekte, ülkeden ülkeye de farklı dolarizasyon türleri ve uygulamaları ortaya çıkmaktadır.

1.2.2. Dolarizasyon Türleri

1980 sonrası artan küreselleşme ve finansal serbestleşme olgusu, mal ve hizmetler ile fonların dünya ölçeğinde hareket serbestisini ve hacmini her geçen yıl sürekli artırmaktadır. Bunun sonucunda, özellikle GOÜ'deki firmalar ve kamu, ilk günah sorunu nedeniyle ulusal para birimi cinsinden borçlanamadığından, finansman politikası olarak yabancı para cinsinden borçlanmak zorunda kalmaktadırlar. Başka bir açıdan GOÜ'lerin ödemeler dengesinden kaynaklı ortaya çıkan cari açıklarını finansman yöntemi olarak, aşırı kâr güdüsü ile hareket eden ve sıcak para olarak tarif edilen fonlar ile sağlamayı tercih etmektedirler. Bu fonların, ülkelerin finansal piyasalarına çok ani şekilde giriş ve çıkış yapması, finansal krizlere neden olmaktadır. Bu fonların tercih edilmesi özellikle bankacılık sektörü ile ilgili literatüre “varlık” ve “yükümlülük” dolarizasyonu kavramlarını kazandırmıştır. Finansal serbestleşme ile esnek kur politikalarının, döviz kurlarında oynaklığa neden olması, döviz kurlarındaki oynaklığında enflasyona yansımaları, parası uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkeleri kur istikrarı ile enflasyon arasında kısır döngüye sevk etmiştir. İlerleyen süreçte bazı ülkelerin yüksek enflasyonla baş edemeyerek başka bir ülkenin para birimini kendi resmi para birimi olarak kabul ederek döviz kurlarını ve enflasyonu istikrara kavuşturma çabaları, resmi-gayri resmi dolarizasyon kavramları ortaya çıkartmıştır. Dolarizasyonun başlangıcından en son aşamasına kadar olan süreçleri dikkate alan çalışmalarda dolarizasyon olgusu tam-kısmi dolarizasyon şeklinde incelenerek literatürde yerini almıştır. Dolarizasyon olgusunun tersine döndürülmesi, diğer bir anlatımla ekonomik birimler üzerindeki dolarizasyon eğiliminin azaltılması çabaları ise literatürde ters dolarizasyon (De Dolarization) kavramı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Literatürde bazı dolarizasyon çeşitleri benzerlik göstermeleri nedeniyle örneğin siyasi otoritenin kabul ettiği yasal dolarizasyon aynı zamanda tam dolarizasyon olarak değerlendirilmektedir. Ekonomik birimlerin serbest piyasa koşullarında yabancı paraya olan taleplerinin

ortaya çıkarttığı kısmı dolarizasyon ise bir anlamda gayri resmi dolarizasyon ile eş anlamlı olarak yer bulmaktadır (Calvo, 2002).

1.2.2.1. Varlık-Yükümlülük Dolarizasyonu

Dolarizasyon olgusunun, ekonomik birimlerin döviz cinsinden sahip oldukları varlığa ve borca göre yapılan sınıflandırmadır. Borç verenler açısından dolarizasyon, kendilerini enflasyon ve kur hareketlerinden doğacak kayıplara karşı korumak amaçlı, borç verme işlemlerinin veya uzun vadeli sözleşmelerin uluslararası rezerv para birimleri cinsinden yapılması durumudur. Bu bağlamda dolarizasyon olgusunun iki farklı yönü ortaya çıkmaktadır. Birincisi tasarruflarını değerlendirenler (borç verenler) ve bilançolarının aktifinde bulunan likit varlıklarını uluslararası rezerv para cinsinden artıranlar açısından “varlık dolarizasyonu” ortaya çıkmaktadır. Diğeri ise tasarruf sahiplerinin birikimlerini borç olarak alan ekonomik birimler ile bilanço pasiflerinde finansman yöntemi olarak uluslararası rezerv para cinsinden borçlanmanın tercih edilmesi ile ortaya çıkan yükümlülük dolarizasyonudur. Genelde dolarizasyonun ilk aşaması varlık dolarizasyonu iken ilerleyen süreçte bu ilk günah problemi nedeniyle yükümlülük dolarizasyonuna dönüşmektedir. Literatürde de yükümlülük dolarizasyonunun ülkelerde bankacılık kesimi krizlerine neden olduğu vurgulanmaktadır (Webb ve Armas, 2003).

Ize ve Levy-Yeyati, (2003) her iki dolarizasyon şeklini “finansal dolarizasyon” olarak tanımlamaktadır. TCMB’de “ülkedeki bankacılık ve kamu kesimi dâhil tüm ekonomik birimlerin, yabancı para cinsinden büyük miktarda borçlarının bulunmasını yükümlülük dolarizasyonu, yabancı para cinsinden varlıkların değer biriktirme aracı olarak kullanılmaya başlanmasını ise varlık dolarizasyonu ‘varlık ikamesi’ şeklinde tanımlamaktadır. Varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun her ikisini birlikte finansal dolarizasyon olarak adlandırmaktadır.” (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB Terimler Sözlüğü). Bu tanımlara göre finansal dolarizasyon, ülkenin ekonomik birimlerinin, tasarruf biriktirenler açısından varlıklarını, borç verenler açısından borç verme veya sözleşmelerini uluslararası güvenilir rezerv para cinsinden tutma davranışı şeklinde tanımlanmakta, tasarruf sahipleri ve borç verenler birikimlerini enflasyon ve kur riskine karşı güvence altına almaktadırlar. Aynı avantajlı durum finansman politikası olarak borç alanlar açısından geçerli değildir. Çünkü finansman politikası olarak yabancı para cinsinden borçlanmanın tercih edilmesi işletmelerin kur riski ile karşılaşma olasılığını

artırmaktadır. Kur riski zararları ise kârdan, yetmediği durumda özsermayeden düşüldüğünden, özsermaye sahipleri açısından olumsuz bir durum yaratmaktadır.

1.2.2.2. Tam (Resmi) Dolarizasyon

20 yüzyıl başlarında, dünya üzerinde bugün olduğundan çok daha az bağımsız ülke bulunmaktadır. Para birimlerinin büyük çoğunluğu, dünyayı iki büyük döviz bloğuna bölen gümüş ya da altın ile bağlantılı bulunmaktaydı. Bağımsız devletlerin sayısında yaşanan artış ile birlikte yirminci yüzyıl, para birimi parçalanması zamanı olmuştur. Bu nedenle para birimi krizleri ortaya çıkmaya başlamıştır. Birinci Dünya Savaşı'ndan günümüze kadar, bağımsız para politikalarına sahip para birimleri, bağımsız ülkelerin sayısı ile paralel olarak sürekli artmıştır (Mack, 1999, s.388). Sürdürülemez duruma gelen bu artış, dünyayı tekrardan iki veya üç büyük döviz bloğuna bölen bir para birleştirme dönemine doğru yöneltmiştir. Bu bağlamda 1999 yılının başında 11 Batı Avrupa ülkesinde ulusal para birimlerinin Euro ile değiştirilmesi, yarım asırda dolara ilk gerçek rakibi yaratmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde dolar veya Euro bloklarına katılmak için kendi bölgesel düzenlemelerini oluşturmaya başlamışlardır. Altın standardının son bulduğu 1971'den sonra ABD doları, ABD hegoman askeri gücü ile destekli siyasal gücünü de arkasına alarak güvenilir para olma özelliğini kazanmış ve dünya ülkeleri tarafından güvenilir para birimi olarak ilk sırada yerini almıştır. Bazı ülkeler bu çerçevede parasal istikrara kavuşmak, çok daha yüksek kalitede para birimlerine sahip olmak amacıyla tedavüldeki ulusal para birimini resmi olarak ABD doları ile değiştirme eğilimine girmişlerdir (Mack, 1999, s.352).

Bu bağlamda resmi dolarizasyon; (De Jure Dolarization) kendi ulusal para birimini değiştirmek isteyen bir ülkenin, kendi ulusal para birimini kullanmaktan tamamen vazgeçerek, başka bir ulusal para birimini yasal şekilde kendi para birimi olarak kabul etmesi veya kabullenmesi olarak tanımlanmaktadır (Feige, 2003, s.358-383). Bu kabulleniş anlaşmalı olabileceği gibi anlaşmadanda olabilmektedir. Daha geniş bir tanımlamayla tam dolarizasyon, ülkedeki siyasi otoritenin, siyasi sınırları içerisinde kullandığı ulusal parayı tamamen terk edip, yabancı bir ulusal para biriminin tüm fonksiyonları ile kendi ulusal sınırları içerisinde kullanılmasını yasal ve resmi olarak tercih etmesidir (Levy-Yeyati, 2003).

Resmi dolarizasyon konusunda ilk girişimi 1999 yılında Arjantin, ABD ile resmi olarak anlaşmak suretiyle başlatmıştır. Bir ülke anlaşma yapmadan da para

birimini resmi olarak dolarize etme yetkisine sahip olabilmektedir. Ancak burada anlaşma yapma ile anlaşma yapmadan bu işlemi gerçekleştirmenin avantajları olduğu kadar dezavantajları da bulunmaktadır. Örneğin bir ülke başka bir ülke ile yaptığı anlaşma ile o ülkenin parasını resmi para birimi olarak kabul etmesi ile uluslararası güçlü bir para birimine kavuşabilir. Parasal tabanını kontrol edebilme hakkı elde edebilir. Krizler karşısında ilave emisyon sağlayabilir. Sakıncaları ise ulusal para politikası ortadan kalkarken senyorej hakkı ve geliri tamamen karşı ülkenin eline geçmektedir. Para birimi kabul edilen ülkenin dünya ölçeğinde karşılaşacağı her tür risk ve krizler doğrudan kendisini de etkileme ihtimali bulunmaktadır.

1.2.2.3. Kısmi (Gayri Resmi) Dolarizasyon

Gayri resmi (defacto dolarization), fiili dolarizasyon olarak adlandırılan bu dolarizasyon; bir ülkede yurt içi yerleşiklerin yabancı bir para birimini kendi ulusal para birimleri ile aynı amaçla, değişim aracı ve değer biriktirme aracı olarak kullanmayı gönüllü olarak seçtikleri bir süreçtir. Bu durum genelde gelişmekte olan ülkelerde ve geçiş ekonomilerinde, ekonomik birimlerin yüksek seviyede devalüasyon beklentileri oluştuğunda, yüksek ve oynak enflasyon ortamında, döviz kurlarında aşırı yükselme beklentisi durumunda, ekonomik birimlerde oluşan güven kaybı nedeniyle yaygınlaşmaktadır (Mun ve Jung, 2017, s.82).

Diğer bir anlatımla ülkedeki yüksek enflasyon nedeniyle ekonomik birimlerin yerli paranın değer kaybından korunmak amaçlı finansal kararlarını ve seçimlerini yabancı para cinsinden varlıklar yönünde kullanmaya başlamasıdır. Borç verenler ve tasarruf sahipleri açısından ise kısmi dolarizasyon ekonomik birimlerin varlık ve tasarruflarını, enflasyonun aşındırmasına karşı korumak ve ekonomik, siyasal belirsizlikler karşısında güvenceye almak amacıyla ortaya koydukları finansal kararların bir sonucudur. Genellikle ekonomik birimlerin uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan (döviz) cinsinden varlık tutmayı tercih etmesi, borç verenlerin de aynı amaçla ulusal para birimi cinsinden borç vermeyi tercih etmemesi ekonomideki parasal davranışlara dolarizasyon olarak yansımaktadır.

Özellikle kısmi dolarizasyon kavramı her ülkenin kendine has ekonomik, siyasal, koşullarına göre şekil almaktadır. Dolarizasyon endeksi yüksek ülkelerde enflasyon oranının yüksek ve oynak olması ve buna bağlı olarak ulusal paranın değer kaybetme ihtimali de yükselmektedir. Bu durumda ekonomik birimler değer biriktirme aracı olarak uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan para birimlerini

ellerinde tutma veya edinme çabası içerisine girmektedirler. Kısmi dolarizasyon ile tam dolarizasyonun oluşumu arasındaki temel fark oluşum biçimlerinden kaynaklanmaktadır. Tam dolarizasyon olgusu siyasal otoritenin resmi tercihinin bir sonucu olarak başka bir ulusal para birimini gönüllü olarak tercih etmesinden doğmaktadır. İkincisinde ise ekonomik birimlerin ulusal ve uluslararası ekonomilerdeki yaşanan gelişmelere paralel olarak (faiz, kur, enflasyon) para otoritesi ve siyasi otoriteye olan güven derecelerine, aldıkları rasyonel kararların sonucuna göre değişik seviyelerde gerçekleşmektedir.

1.2.2.4. Ters Dolarizasyon (De Dolarization)

Serbest piyasa ekonomisinin olduğu ülkelerde yerleşiklerin döviz buldurması ve döviz hesabı açması yasal olarak mümkündür. Ancak dolarizasyon ile krizler arasında ilişki olduğu, her krizin peşinden mutlaka ulusal paranın değerinde aşınma olduğu literatürde geniş yer bulmaktadır (Minsky, 1986). Bu nedenle de bankacılık sisteminde ve bireylerin ve işletmelerin kendi özel şahsi muhafazaları altındaki döviz miktarı oranı ulusal para birimi aleyhinde değişmektedir. Ancak bazı ülkelerde devlet ekonomik birimlerin döviz cinsinden varlıklarını ulusal para birimine çevirmeleri olarak tabir edilen ters dolarizasyon (de-dolarizasyon) akımını artırmak amaçlı döviz kullanımını, döviz hesaplarını ve döviz talebini kontrol altına almaya çalışmaktadır. Bu maksatla devlet, serbest piyasa ekonomisi kuralları dışına çıkılabilmektedir. Bunlar yasal düzenlemelerin sıkılaştırılması, yerleşik uygulamaların değiştirilmesi, döviz alım satımı üzerinden yeni vergi alınması veya artırılması, döviz ile sözleşme yapma yasağı getirilmesi, en sert olanı ise yabancı para buldurmanın yasaklanması veya el konulması gibi uygulamalardır.

Bu uygulamaların dolarizasyon göstergesindeki artışı tersine çevirip çevirmeyeceği, diğer bir ifadeyle ekonomik birimlerin ellerindeki uluslararası rezerv parayı ulusal para birimine çevirip çevirmeyeceği (de dolarizasyon) literatürde tartışmalı bir konudur. Siyasi otoritelerin, en son seçenek olan el koyma veya yasaklama girişimde bulunması ihtimali, literatürde (confiscation risk) olarak adlandırılmaktadır (Togay, 1997, s.95). Kısaca “confiscation risk” varlıklara el konulması riski olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle herhangi bir varlığın veya değerlin rızasız olarak kamulaştırılması, ele geçirilmesi veya yeterli tazminat ödenmeden kurumların ve işletmelerin mülkiyetinin devredilmesi, yükümlülüklerin

vadesi gelmeden yerine getirilmesinin istenmesi, bireyi sahip olduğu değerlerden mahrum eden herhangi bir Őey olarak tanımlanabilir. Bu açıdan yabancı para cinsinden varlıklara el koyma veya yasaklamalara karşı (özellikle demokratik olmayan ölkelerde sistem ve yönetim değişikliği gibi nedenlerle) ekonomik birimler varlıklarını, kendilerini güvenceye almak amacıyla uluslararası rezerv paralar cinsinden yastık altı olarak tabir edilen bankacılık sistemi dışında tutmayı tercih edebilmektedir.

Bankacılık sistemi dışında elde tutulan bu tür dolarizasyonun ölçölmesi de oldukça zordur. Bir anlamda devlet her ne kadar dolarizasyon olgusunu istemese de, dolarizasyonu önlemek için tedbirler olsa da ekonomik birimler gayri resmi yollardan, kaybettikleri kazançlarını, daha istikrarlı yabancı para birimlerine dönüştürerek, varlıklarının satın alma gücünü korumak ve güvence altına almak istemektedirler. Bu maksatla uluslararası güvenilirliği ve geçerliliği olan para birimine yönelmektedirler. Bu bakış açısından dünyanın tüm ölkelerinde değer biriktirme ve değer koruma aracı olarak kabul gören altına olan yönelim de bu kapsamda değerlendirmek daha doğru olacaktır. Bu bağlamda dolarizasyonun tersine çevrilmesine yönelik alınabilecek sert tedbirlerin resmi anlamda ve istatistiksel olarak dolarizasyon göstergesini aşağı çekebileceği tartışmalı bir konu olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer bir açıdan, sert uygulamalar sonucu bankacılık sistemi dışına çıkan yabancı paranın piyasadan çekilmesi belirli bir süre sonra kur baskısına neden olmanın yanısıra, yabancı para cinsinden kaynağa ihtiyaç duyan firmaların finansman politikalarında zor duruma düŐmelerine neden olacaktır. Çünkü istediği yabancı parayı, serbest piyasadan uygun maliyetle temin etmekte zorlanacaktır. Bankacılık kesimi de aynı Şekilde yeterli döviz tevdiat hesabı açılmadığı için bu kanaldan kredi açma gücünü kaybedecektir. Ters dolarizasyon literatürde her ne kadar bir dolarizasyon çeşidi olarak sayılmasa da dolarizasyonun azaltılmasına yönelik uygulamalardan oluşması, dolarizasyon göstergesindeki her birimlik azalışı kavramsal olarak ifade etmesi ve ölçülebilir olması nedeniyle de-dolarizasyonunda bir dolarizasyon çeşidi olarak sayılması daha doğru olacağı değerlendirilmektedir.

1.3. Dolarizasyon Sebepleri

Dolarizasyonunun temel nedeni olarak, ekonomik birimlerin öngörülemeyen oynak enflasyon nedeniyle, ulusal para birimi cinsinden sahip olunan varlıklarının değerinde aşınma meydana geleceğine yönelik ortaya çıkan endiŐeleri

gösterilmektedir. İkinci olarak döviz kurlarındaki belirsizliklerden kaynaklı döviz kuru riskine maruz kalma ve ulusal paranın devalüasyon nedeniyle değer kaybetme korkusu olduğu belirtilmektedir. Her iki neden makro anlamda ekonomik birimlerin para politikası otoritelerine ve siyasal otoritelere güvensizliği anlamına gelmektedir. Ekonomik birimlerin ulusal para birimi cinsinden varlıklarını güvenceye alma amaçlı uluslararası rezerv paralara yönelmeleri veya ulusal para birimi cinsinden borç vermeyi tercih etmemeleri, kısaca tüm ekonomik faaliyetlerin uluslararası rezerv para cinsinden yapılmaya başlanması dolarizasyona giden yolu genişletmektedir.

Küreselleşen ekonomik ilişkiler içerisinde sadece bu iki nedeni dolarizasyon sebebi olarak görmek doğru bir yaklaşım tarzı değildir. Ulusal ve uluslararası finansal ve ekonomik ilişkilerle bağıntılı birçok etken dolarizasyon endeksine etki etmektedir. Örneğin enflasyon, dolarizasyonunun ülke içi faktörlerinden kaynaklı bir nedeni iken, ülke kredi risk primi göstergesi (CDS) yurt dışı faktörlere bağlı dolarizasyonun bir nedenidir. Dolarizasyon olgusunun ortaya çıkışında iç etkenlerin temel kaynağını yüksek ve oynak enflasyon, reel faiz oranları gibi ülkenin iç dinamiklerinden kaynaklı problemler teşkil etmektedir. Sermaye hareketleri ve finansal serbestleşme gibi dünyanın geri kalanı ile bütünleşmeye bağlı olarak ortaya çıkan sorunlar, dolarizasyon olgusunun dış dünyadan kaynaklanan nedenlerini oluşturmaktadır. Bu bağlamda bir ülkedeki dolarizasyon göstergelerinde artışa neden olabilecek faktörleri, ülke içi sebepler ve ülke dışı sebepler başlıkları altında incelemek daha doğru bir yaklaşım tarzı olarak görülmelidir.

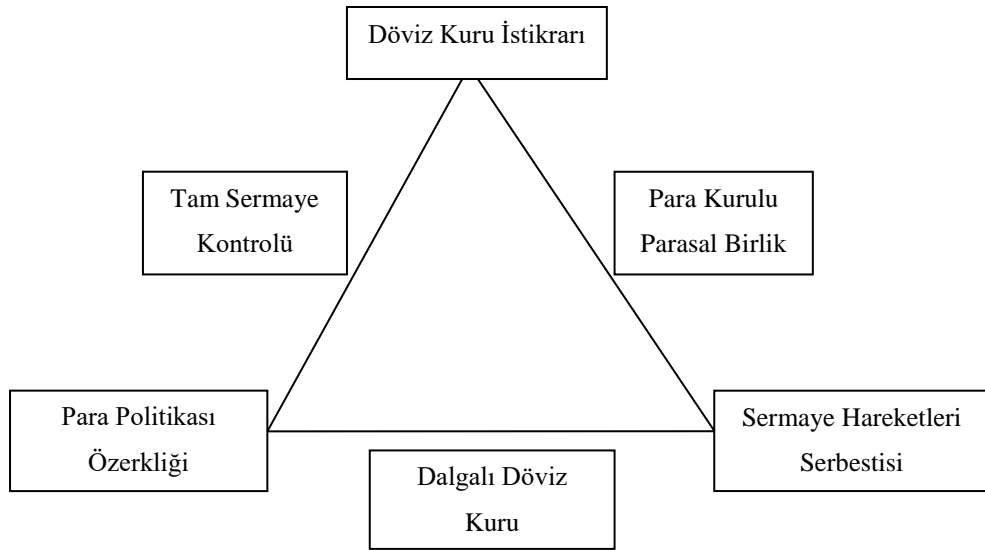
1.3.1. İçsel Sebepler

Bir ülkede ekonomik birimler; varlıklarının değerini korumak, artırmak veya enflasyona aşındırıcı etkisinden korumak amaçlı değişik yatırım tercihlerinde bulunmaktadır. Firma ölçeğinde ise yatırım kararları ve yatırımların finansmanı açısından öz kaynakla veya borçlanma ile finansman yöntemleri tercih edilmektedir. Ancak çoğu ülkede firmalar ulusal para birimi cinsinden borçlanamamaktadırlar. Çünkü ekonomik birimler yukarıda belirtildiği gibi varlıklarının değerini korumak amacıyla ulusal para birimi cinsinden borç vermeyi tercih etmemektedirler ve varlıklarını uluslararası rezerv para cinsinden tutmayı tercih etmektedirler. Ekonomik birimlerin yabancı paraya olan ilgisinin düzeyini veya onu tercih etmedeki davranış değişikliğini, ülkenin siyasi otoritesi veya para otoritesinin uyguladığı politikalar belirlemektedir. Ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden varlık edinme veya

borçlanmalarını etkileyen, diğ er bir ifadeyle dolarizasyona sebep olan iç sel nedenlerin baş ında, yüksek ve oynak enflasyon, döviz kuru rejimi tercihleri ve öngörülemeyen kur oynaklığı, MB'sı güvenilirliği, zaman tutarsızlığı, ekonomi politikalarına duyulan güven gibi nedenler gelmektedir.

1.3.1.1. Dalgalanma Korkusu ve Tercih Edilen Kur Rejimi

Ülkelerin uyguladığı döviz kuru rejimleri ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Uygulanan kur rejimleri tercihi, sabit döviz kurundan başlayarak, ara rejimler ve tam dalgalı döviz kuru rejimlerine doğru genişleyen yelpazede değişiklik göstermektedir. Döviz kuru rejimleri döviz kuruna müdahale şekli ve zamanına, MB'nin müdahale biçimine göre sınıflandırılabilirdiği gibi, kur rejimi sistemleri IMF tarafından da farklı şekilde sınıflandırılmaktadır. Döviz kurunun belirleyicisi olarak iki önemli husus ön plana çıkmaktadır. Birincisi, her ülkenin kendine has siyasi, iktisadi, finansal koşulları, ikincisi imkânsız üçleme hipotezidir (Şekil 1) (Krugman ve Obstfeld, 2003, s.700). Hipotez; para politikasını belirleyen otoritenin, örneğin üçgenin üst köşelerindeki döviz kuru istikrarını tercih etmesi durumunda, karşı kenardaki dalgalı döviz kuru amacından vazgeçmek zorunda kalacağını ifade etmektedir. Bu iki koşul altında tercih edilen döviz kuru rejimi, aynı zamanda döviz kurlarındaki oynaklığı ve kurun seviyesini belirlemektedir. Döviz kurları seviyesindeki değişikliklerin fiyatlara giçişkenliği sebebiyle enflasyonu etkilediği bilinmektedir (Peker ve Görmüş, 2008, s.198).



Şekil 1. İmkânsız üçleme politika demeti

Kaynak: (Krugman ve Obstfeld, 2003, s.700).

MB'lerin temel görevlerinden birisi de fiyat istikrarını sağlayarak enflasyonu ekonomik birimler tarafından kabul edilebilir bir seviyede tutmaktır. MB'ler bu amaçla döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinden kaynaklanan enflasyondaki artışı engellemek için döviz kurunu belli bir bant aralığında dalgalanmasına müsaade edecek bir politikayı tercih etmektedir. Bir anlamda kurdaki hareketliliğin kontrolünden çıkmasını önleme endişesi MB'leri kuru belirli seviyede tutabilmek amacıyla piyasaya döviz satışı gerçekleştirmesine yol açmaktadır. Piyasaya sürülen döviz, ekonomik birimler tarafından talep edildiğinden dolarizasyon endeksinin artması sonucunu doğurmaktadır. MB'nin bu şekilde hareket etmesinin altında yatan neden literatürde MB'lerin "dalgalanma korkusuna" bağlanmaktadır. MB'lerin dalgalanma korkusunun en üst seviyesi sabit kur rejimi politikası uygulamasında görülmektedir. Kurun seviyesini piyasanın rasyonel değerlendirmesine bırakmak istemeyen MB'ler kuru kendileri belirlemektedirler. Diğer bir ifadeyle, kendisinin önceden ilan ettiği sabit kur düzeyi "de jure" ile piyasanın rasyonel şekilde belirlediği kur düzeyi (de facto) arasında farklılık ortaya çıkmaktadır (Yalçiner, Çetinkaya ve Çevik, 2017, s.271).

MB'lerin dalgalanma korkusu nedeniyle bu şekilde hareket etmek zorunda olduğunu sezen ekonomik birimler MB'nin bu davranışını döviz kuru istikrarının örtülü garantisi olarak değerlendirmektedirler. Benzer şekilde uygulanan politikayı döviz kuru için güvence kabul eden işletmeler de finansman politikalarında değişikliğe giderek uluslararası rezerv para birimi cinsinden borçlanmayı tercih etmektedirler. Bu durum dolarizasyon eğilimini artırırken tezin savı içerisinde bulunan dolarizasyon ile finansman politikası arasındaki yakın ilişkiyi de ortaya koymaktadır.

1.3.1.2. İlk Günah Sorunu

Uluslararası gelişmiş ve derinliği olan piyasaların büyük miktarlarda borçlanma imkânı sağlaması, vadelerdeki ve maliyetlerdeki uygunluk nedeniyle işletmelerin uluslararası rezerv para birimi cinsinden bu piyasalardan borçlanma tercihlerindeki artış, ülkelerin ilk günah göstergelerini artırmaktadır. Yukarıda belirtildiği üzere ilk günah; dolarizasyon olgusunun ilk basamağını oluşturmakta ve endeksi aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

Ülkenin para birimi cinsinden çıkartılmış menkul kıymetler

$$\dot{G}=\text{maks} [1- (\text{-----}),0]$$

Ülke tarafından çıkartılmış tüm menkul kıymetler

Formüle göre ülkenin kendi para birimi cinsinden çıkarttığı menkul kıymetlerin miktarındaki, diğer bir anlatımla ulusal para cinsinden borçlanma kâğıtlarındaki azalma sonucu \dot{G} göstergesinde artışa neden olmaktadır. (Örnek formüle göre, Ülkenin para birimi cinsinden çıkartılmış menkul kıymetler=1 olsun Ülke tarafından çıkartılmış tüm menkul kıymetler=4 olsun $\dot{G}= 1-(1/4)=0,75$ Ülkenin para birimi cinsinden çıkartılmış menkul kıymetler iki katına çıktığında ise $1-(2/4)=0,50$ $0,50<0,75$) olduğu diğer bir ifadeyle ilk günah göstergesinin azaldığı görülmektedir.

MB'lerin sabit döviz kurunu tercih etmesi durumunda ise kuru sabit tutabilme gücü ödemeler bilançosundaki açığın durumu ile ters orantılı, MB'nin rezervleri ile doğru orantılı olarak artmaktadır. MB'ler rezervlerindeki sınırlılıklar nedeniyle piyasaların aşırı döviz talebine karşı kuru sabit tutma gücünü kaybedip serbest dalgalanmaya bırakması sonucu, devalüasyona gidilmesinden başka çare kalmamaktadır. Ekonomik birimler Devalüasyonun yarttığı enflasyon nedeniyle ulusal para cinsinden borçlanamaz duruma gelmektedir (Yalçiner, 2012, s.67). Borç verenlerde ulusal para cinsinden borç vermeye yanaşmamaktadır. Borç vermeyi kabul etse dahi kısa vadeli ve enflasyon üzerinde yüksek faizden borç vermeyi tercih etmektedir. Bu durum ilk günah göstergelerini artırmaktadır.

Diğer taraftan MB'nin Döviz kuru istikrarı için verdiği kesin garantiler veya uygulamalar, yabancı para cinsinden borçlanmaya ve "aşırı" borçlanmaya yol açmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlar, gelişmekte olan piyasalarda çoğu zaman finansal bir zayıflık olarak algılanmaktadır. Bu borçların, 1990'ların sonunda Meksika tekila krizini (1994), Rus Rublesi krizini (1998) ve Doğu Asya krizini şiddetlendirdiğine yönelik çalışmalar mevcuttur (Bordo, Meissner ve Stuckler, 2010, s.643). Kriz sonucu oluşan güvensizlik, borç verenlerin ulusal para cinsinden borç vermede gönülsüz davranmalarına neden olmaktadır. Bu davranış değişikliği ulusal para birimi cinsinden çıkartılan menkul kıymetlere ilgiyi azaltmakta ve işletmeleri yabancı para biriminden kaynak kullanmaya zorlamaktadır. Sonuç ilk günah göstergelerine artış şeklinde yansımaktadır.

1994 yılında bazı Güney Doğu Asya ülkelerinde ve Meksika'da ve 2001/2002 yıllarında Arjantin'de sabit faiz oranları, döviz kuru istikrarının örtülü garantisi olarak görülmesini sağlamıştır. Birçok yerel banka finansman politikalarında

değişikliğe giderek dolar cinsinden borç alarak yerel para birimi cinsinden iç ekonomiye uzun süre borç ve kredi likiditesi sağlamıştır. Bu politika hane halklarının, yurt içi bankaların ve finansal olmayan firmaların ABD doları cinsinden önemli seviyede kısa vadeli borç stoku oluşturmalarına zemin hazırlamıştır. Bu şekilde borçlanmanın arttığı durumlarda ani sermaye çıkışı veya girişlerin durması sonucu, MB'nin kurun seviyesini koruyamaması para ve vade uyumsuzluğu nedeniyle bilançolarda hasara yol açarak, art arda kredilerde sıkıntılara ve üretim zararlarına neden olmaktadır.

Başka bir açıdan ise ilk günah sorunu yaşayan ülkeler dış kaynak problemini çözebilmek için sabit döviz kuru politikası uygulama eğilimindedirler (Hausmann, Panizza, Stein, 2001, s.405). Firmaların bilançolarında pasifte yer alan yükümlülük dolarizasyonunun da, diğer bir ifadeyle yabancı para cinsinden artan borç miktarının, ülkenin sabit bir kur rejimi seçme olasılığını arttırdığını göstermektedir (Levy-Yeyati, Sturzenegger, Reggio, 2010, s.664). Sabit döviz kuru tercih edilmediği takdirde döviz kurlarındaki yukarı yönlü hareketlerin bilançolarda ulusal para birimi cinsinden borç yükünü artırarak, finansal yapılarda tahribata neden olacağı bilinmektedir. Literatürde sabit döviz kuru uygulamanın daha az ilk günaha yol açtığı, ancak bunun önemsiz olduğu tespit edilmiştir. Sabit döviz kurundan dalgalı döviz kuruna geçişin, 0.07 puanlık ilk günahdaki düşüşle ilişkili olduğu belirtilmektedir (Hausmann, Panizza, 2003, s.985). Bu kapsamda ilk günah sorununun, firmaların yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerinin oluşumunu etkilemesi nedeniyle finansman politikaları ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşabiliriz.

1.3.1.3. Enflasyon Politikası ve Oynaklığı

Enflasyon; fiyatlar genel düzeyindeki artış oranı olarak tanımlanmaktadır. Ülkelerde iç ve dış gelişmelere bağlı olarak iç piyasalarındaki fiyatların genel düzeyi belirli oranlarda artıp azalmaktadır. Ekonomik birimler tarafından bu oran kabul edilebilir sınırlar içerisinde olduğu müddetçe herhangi bir sorun bulunmamaktadır. Ancak ekonomik birimler artan fiyatlar nedeniyle elde ettikleri parasal değer ile sattıkları veya aldıkları metaların fiyatlarındaki artış arasında makul bir oran göremediklerinde, doğal olarak aradaki aşınmayı telafi edecek başka değer saklama araçlarına yönelmektedirler. Bu yönelme, değer saklama özelliğini koruyan uluslararası rezerv paralar olmaktadır. Bu nedenle dolarizasyon denilen olgu

enflasyonla, dolaylı olarak da ülkenin uyguladığı enflasyon politikaları ile doğrudan ilişkili olmaktadır.

MB'lerin enflasyon politikasının temeli; genel hatları ile fiyatlar genel düzeyindeki artış oranının ekonomik birimlerin karar mekanizmalarını ve süreçlerini etkilemeyecek bir düzeyde seyretmesini sağlamaktır. Ancak MB'lerin bu hedefe ulaşması onların bağımsızlığı ile ilişkilidir. MB bağımsızlığının değişik şekilleri bulunmaktadır. Birincisi, bankanın kendi kaynakları ile yönetilmesini içeren ekonomik bağımsızlık, ikincisi, hükümetlerin politik hedeflerine göre yönetilmesinin önüne geçmek amaçlı yasal bağımsızlık, üçüncüsü, enflasyon hedeflerinde para politikalarını uygulamada araç bağımsızlığıdır. Bu anlamda MB'lerin politik ve hukuksal bağımsızlıkları arttıkça, enflasyon hedeflerini tutturmada daha başarılı olduğu yönündeki tartışmalar ile MB bağımsızlığının gerekli olduğu ancak enflasyonu düşürmek için tek başına yeterli bir neden olmadığına yönelik tartışmalar literatürde geniş yer bulmaktadır (Özatay, 2011, s.318). Cukierman, Webb ve Neyapti, (1992, s.52) 1980-1989 tarihleri arasında kapsayan çalışmalarında gelişmiş ülkelerde MB yasal bağımsızlığı ile ortalama enflasyon oranları arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu, ancak GOÜ'lerde bu ilişkinin çok geçerli olmadığını ortaya koymuşlardır. Türkiye üzerinde 1980-2009 dönemini kapsayan çalışmada ise MB yasal bağımsızlık seviyesi arttıkça enflasyon göstergelerinin azaldığı tespit edilmiştir (Demirgil, 2011, s.121).

Enflasyon ve MB arasındaki ilişkiden hareketle enflasyon politikalarını belirlenmesinde siyasi otorite ile birlikte söz sahibi olan MB'lere duyulan güvenin aynı zamanda onun politikalarına duyulan güvenin de bir göstergesi olduğu söylenebilir. MB'ler ekonomik birimlere, belirlenen enflasyon göstergelerinden sapılmayacağı, hedefe varmak için seçilen politikaların aynen uygulanacağı güvencesini verdiği andan itibaren, sergileyeceği olumsuz bir politika tercihi veya yapacağı bir zaman tutarsızlığı ekonomik birimlerin maddi kayıplarına neden olacaktır. Bu durumda enflasyon hedeflerinin veya kur hedeflerinin tutturulamaması güven kaybı üzerinden ülkenin dolarizasyon eğilimine yansıtacaktır.

Bu bağlamda örneğin Ize ve Levy-Yeyati (2003) çalışmalarında makroekonomik göstergelerden, enflasyon oranları ile dolarizasyon arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu ilişkide enflasyon oranı ile dolarizasyon arasında doğrusal ilişki olduğu tespit edilmiştir (Ize ve Levy-Yeyati, 2003, s.59). Ayrıca başka bir

çalışmada, Webb ve Armas (2003) de makroekonomik göstergelerden enflasyon oranlarındaki oynaklık ve döviz kurlarındaki oynaklığı dolarizasyon göstergesini açıklamada kullanmıştır. Buradan ülkelerin enflasyon oranları ve oynaklığı ile dolarizasyon eğilimi arasında bir ilişkinin varlığına veya dolarizasyon eğilimi üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşabiliriz. MB'nin enflasyon seviyesini kontrol altında tutma politikası ve bu politikayı uygulamadaki güvenilirliği doğrudan dolarizasyon endeksine yansımaktadır. Tezin temel savı açısından ise finans yöneticileri, enflasyondaki oynaklığı, MB güvenilirliğini, işletmelerinin finansman politikaları açısından değerlendirerek, varlık ve yükümlülüklerindeki yabancı para birimi cinsinden dengeyi oluşturmaya çalışacaklardır. Bu şekilde enflasyon, MB güvenilirliği ve dolarizasyon göstergeleri üçgeni ile firmaların finansman politikaları arasında dolaylı bir ilişkinin mevcudiyeti ortaya çıkmaktadır. Ancak bu ilişkinin yönü ve büyüklüğü hakkında literatürde yeterli çalışma bulunmadığından tezin amaçlarından biriside bu ilişkinin varlığını ve yönünü ortaya koymak suretiyle literatüre katkı sunmayı amaçlamaktadır.

1.3.1.4. Döviz Kuru Rejimi ve Oynaklığı

Döviz kuru rejimi tercihleri, sabit döviz kuru rejiminden serbest döviz kuru rejimine doğru geniş bir yelpazede ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Seçilen döviz kuru rejimi ile döviz kurlarındaki oynaklık arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Örneğin sabit döviz kuru rejimlerinde oynaklık daha az iken serbest döviz kuru rejimlerinde oynaklık daha da artmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak yerleşik ekonomik birimler veya yabancı yatırımcılar döviz kurlarındaki oynaklığı temel alarak tercihte bulunmaktadırlar. Teorik olarak yüksek oynaklığın olduğu durumlarda ekonomik birimlerin gerek döviz açık pozisyonlarını kapatmak, gerekse varlıklarını enflasyona ve devalüasyona karşı korumak için daha fazla yabancı para cinsinden varlık tutmayı tercih etmeleri beklenmektedir. Bu durumun doğal sonucu dolarizasyon göstergelerinin yukarı yönlü seyrine, ülke içerisindeki yerel firmaların finansman politikalarının değişmesine neden olacaktır.

1986-2003 dönemi için Yinusa (2008), Nijerya'daki dolarizasyon ile nominal döviz kuru oynaklığı arasında bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Granger nedensellik testinin² ampirik sonuçları, iki yönlü bir ilişkiyi desteklediğini ortaya

² **Granger nedensellik testi:** Granger (1969) tarafından değişkenler arasındaki nedenselliği tanımlaya yönelik geliştirmiş bir testtir. Farklı iki değişken arasındaki kısa veya uzun dönemli bir ilişkide birisi

koymuştur. Yinusa döviz kuru oynaklığını azaltmayı amaçlayan politikaların, özellikle dolarizasyon sorununu ele alan önlemleri de içermesi gerektiğini vurgulamaktadır. Bu bağlamda ülkelerin, gelecekteki enflasyon hakkında olumsuz beklentileri azaltacak yetenekte ve çeşitlilikte, kalıcı portföy çeşitlendirilmesine izin verecek politikalar geliştirmeleri, yeterli seviyede ulusal para birimi cinsinden varlıkların oluşturulmasına yönelik teşvik edici uygulamaların hayata geçirilmesi önemli hale gelmektedir (Yinusa, 2008, s. 825). Teorik olarak da sabit döviz kuru veya sabit döviz kuruna yakın politikaların uygulanması durumunda firmaların finansman politikası olarak uluslararası finansal piyasalardan yabancı para birimi cinsinden borçlanmayı tercih etmeleri gerekir. Döviz kuru politikasının serbestlik derecesi arttıkça yabancı para cinsinden gelir elde etmeyen ve kur riski ile karşılaşmak istemeyen firmaların daha az yabancı para cinsinden borçlanmayı tercih etmesi beklenir.

1.3.1.5. MB Güvenilirliği Para Politikaları ve İletişimi

MB'ler ülkelerin para politikalarını belirleyen hiyerarşinin en tepesinde bulunan kurumlardır. Aldıkları kararlar tüm ekonomik birimleri etkilemektedir. Kamu ve özel tüm ekonomik birimler geleceğe yönelik tahminlerini ve planlamalarını oluşturmada MB'lerin kararlarını temel referans noktası olarak almaktadırlar. Bu nedenle MB'lerin aldığı kararlar enflasyondan, faiz oranlarına, döviz kurlarına ve ihracattan, ithalata kadar birçok göstergede değişim yaratmaktadır. Doğal olarak ekonomik birimler birikim ve varlıklarında aşınmaya neden olabilecek tüm bu kararların güvenilir ve şeffaf işleyen bir kurum tarafından alınmasını beklemektedirler. Güven kaybolduğunda ise rasyonel davranarak, varlıklarının aşınmasını önlemek maksadıyla, uluslararası rezerv para birimi cinsinden varlık tutma eğilimi içerisine girmektedirler. Yapılan çalışmalarda da MB güvenilirliği, bağımsızlığı ve uyguladığı politikaların tutarlılığı ile enflasyon olgusu arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır (MB bağımsızlığı arttıkça enflasyon düşmektedir) (Özatay, 2011, s.317). Bu bilgiden hareketle dolarizasyonun en temel nedeninin enflasyon olduğu ve döviz kurlarındaki oynaklıktan kaynaklandığı daha önce ifade edilmişti. Bu ilişkinin bir sonraki aşaması olarak MB'lerin bağımsızlığı ve

bir diğersinin sebebi olabilir. Tersinden söylendiğinde ise değişkenlerden birisinde ortaya çıkan sonuç başka bir değişkenden kaynaklı sebeplere bağlı olabilir. Bu ilişkinin sebep sonuç bağlamında ortaya konulması için uygulanan teste verilen isimdir. Testin temel savı geçmiş dönem ile gelecek dönem arasındaki zamansal ilişkiden kaynaklı geçmişin geleceğin bir sebebi olabileceği ancak geleceğin geçmişin sebebi olamayacağı savına dayanmaktadır.

güvenilirliği, enflasyon üzerinden dolarizasyon eğilimini doğrudan etkilediği sonucuna götürmektedir.

Literatürde MB güvenilirliği; ekonomik birimlerin, karar alıcıların söz verdiği hususları yerine getireceğine ve gerçekleştireceğine olan inancı şeklinde tanımlanmaktadır. Aksi halde MB'ler ekonominin rasyonelitesine göre değil siyasi otoritenin gelecek seçimlere yönelik siyasi mülahazalarına göre kararlar aldığında güvenilirliği yara almaktadır (Blinder, 1999, s.4). Örneğin para otoritesi tarafından açıklanan bir enflasyon hedefi yıl sonunda tutmamış, açıklanan kur rejimine sadık kalınmamış ise ekonomik birimler verilen taahhütlere ve hedeflere göre planlarını oluşturduğundan doğal olarak kayıplara uğramaları söz konusu olacaktır. Kendi öngörülerine göre plan yaptıklarında ise kayıpları daha az olacaktır. Buradan hareketle ekonomik birimlerin öngörülerini ile MB'lerin enflasyon ön görüşü ve gerçekleşen oranlar arasındaki fark aslında güvenilirliğin ölçüsünü oluşturmaktadır (David, 1997, s.362). Bu noktada güvenilirlik, ancak MB'lerin bağımsız, şeffaf, hesap verebilir bir yapıya kavuşmaları ve dünya, bölge ve ülke ekonomisinin şartlarına göre rasyonel kararlar almaları ile ekonomik birimler ile kuracağı sağlıklı bilgilendirme ve iletişim ile sağlanabilecektir. Aksi halde MB'lere duyulan güvensizlik, ekonomiye dolarizasyon eğiliminde artış olarak yansıtacaktır.

Aynı durum işçi ve işveren görüşmeleri içinde geçerlidir. MB'lerin verilerine göre ücret artışı alan işçiler, taahhüt edilen tahminlerin tutmaması veya para politikalarında değişikliğe gidilmesi durumunda, kayba uğradıkları düşüncesine kapılmaları olağan bir sonuçtur. Ancak işçiler bu kaybı bir sonraki işçi ücreti görüşmelerini döviz kurları üzerinden yapılmasını talep etmek suretiyle telafi etmeye çalışacaklardır. Bu durum ekonomik birimlerin tüm işlemlerinde döviz bir çapa olarak kullanmalarına ve dolarizasyonu teşvik eden bir unsur olarak ortaya çıkmasına neden olacaktır. MB'leri işçiler güvenilir bulduklarında ise zihinlerinde döviz cinsinden bir talebi gündeme getirmeyeceklerdir (Alvaro ve Goodhart, 1998, s.111-112). Bu maksatla uygulamada MB'lerin bağımsızlığını sağlamaya ve ekonomik aktörlere güven vermeye yönelik birçok yasal düzenlemeler yapılmaktadır. Örneğin Türkiye'de TCMB kanununda “merkezi idare veya hizmet yerinden yönetim kuruluşu, hatta bağımsız idari otorite olarak nitelendirilmemiştir”, bağımsızlığını güçlendirmek amacıyla “*bağlı-ilişkili ve ilişkili kuruluş tanımlarının dışında bırakılmış, idari hiyerarşi ve vesayetin haricinde tutulmuş, bütçe Kanunlarının kapsamına dâhil edilmemiştir.*” MB nin politik, ekonomik ve araç bağımsızlığının

sağlanması hedeflenmiş, “*kendine özgü (sui generis)*” bir yapı oluşturulmuştur (TCMB, 2019, s.13). Bu düzenlemeyle ekonomik birimlere bağımsızlık ve güvenilirlik konusunda kanuni güvence verilmeye çalışılmıştır. Tersi durumunda, MB'lere olan güven endeksinin düşmesinin, aynı zamanda ekonomik birimlerin, kendilerini enflasyona ve devalüasyona karşı korumak amaçlı varlıklarını döviz cinsinden tutmalarına neden olduğu, belli bir süre sonra yerli paranın bazı görevlerini döviz cinsinden başka bir paraya devrederek dolarizasyon eğilimini artırdığı görülmektedir (Özatay, 2014, s.35-40). Bir ekonomide tek ulusal para basma ve son başvuru merci olması münasebetiyle MB'ler ne kadar bağımsız ve güvenilir olursa o oranda enflasyondaki ve kurlardaki oynaklık az olmakta, buna bağlı olarak ekonomik birimler, özellikle firmalar finansman politikalarını MB tahmin ve öngörülerine göre oluşturmaktadırlar.

1.3.1.6. Faiz Politikası ve Kur Rejimi

Fon verenler açısından faiz bir getiri iken, fon ihtiyacı olanlar veya finansman politikası açısından faiz bir maliyettir. Ülke içerisinde ulusal paranın faiz maliyeti yüksek olduğu durumda fon ihtiyacı olan ekonomik birimler yurt dışından daha uygun maliyetle yabancı para cinsinden borçlanmayı tercih edebilmektedirler. Bu durum ülkenin dolarizasyon endeksini artırıcı etki yapmaktadır. Diğer açıdan ise fon fazlası olanlar, faizler enflasyonun altında reel bir getiri sağladığında yüksek getiri elde etmek için diğer yatırım (döviz ve dövize endekli yatırımlar) araçlarına yöneleceklerdir. Her iki durumda MB'lerin uygulayacağı faiz oranları doğrudan dolarizasyon endeksine etki edecektir. Örneğin 2008 küresel finansal krizi sonrası para birimi uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan ülkeler bu durumdan etkilenmeyerek piyasalarındaki dengeleri korumak amacıyla gerektiğinde negatif faiz uygulama politikasını tercih edebilmişlerdir. Buna karşın parası uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkelerin MB'leri, sermaye çekebilmek için parası uluslararası rezerv para birimi olan ülkelerin MB'lerinin faiz oranlarının biraz üzerinde bir faiz politikası uygulamak zorunda kalmışlardır.

Dolarizasyon süreci, genellikle varlık ikamesiyle başlamakta ve şiddetli bir enflasyon dönemi sonucunda, artarak para ikamesine dönüşmektedir. Bir ekonomide dolarizasyon olayı özellikle aşırı enflasyon ortamında, verimsiz ve güven vermeyen döviz kuru rejimlerinin ve reformlarının uygulandığı dönemlerde ortaya çıkmaktadır (Mun ve Jung, 2017, s.93). Diğer bir anlatımla tercih edilen kur rejimi dolarizasyon

olgusunun ortaya çıkmasında ve derecesinde önemli rol oynamaktadır. Eğer uygulanan kur rejimi sabit döviz kuru rejimi ise ekonomik birimler bunu bir kur güvencesi olarak kabul ederek yabancı para cinsinden borçlanmayı artırarak yükümlülük dolarizasyonunda artışa neden olmaktadır. Farklı şekilde serbest döviz kuru rejimi tercih edilmesi durumunda ise kur riskini azaltmaya çalışan ekonomik birimler varlıklarını yabancı para cinsinden tutarak varlık dolarizasyonunu artırmaktadırlar. MB'lerin belirli bir bant aralığında serbest dalgalanmaya müsaade ettiği kur rejimlerinde ise dalgalanma korkusu ile döviz kurunda meydana gelebilecek ani şoklara karşı müdahale için MB'ler yabancı para cinsinden rezervlerini güçlü tutması gerekmektedir. Piyasaların aşırı döviz baskısı karşısında MB'lerin dalgalanma korkusundan kaynaklı, kuru belirli bant aralığında tutmak için rezervlerinden piyasaya sürdüğü döviz tekrardan dolarizasyon endeksini yükselmektedir. Bu durum özellikle parası uluslararası rezerv para olmayan ülkeler açısından kısır döngüye neden olmakta, belirli bir süre sonra para politikaları etkinliğini yitirerek ekonomi, çoklu para sisteminin kurallarına göre işlemeye başlamaktadır.

Diğer bir açıdan sabit kur rejimi uygulayan bir ülkede, piyasaya ekonomik birimlerin veya ekonominin genelinin ihtiyacından fazla para enjekte edilmesi, fazla paranın dövize yönelmesine neden olmaktadır. Bu durum dövize olan talebi artırarak döviz kurları üzerinde baskı oluşturması sonucunu doğurmaktadır. Talebe bağlı olarak artan döviz fiyatlarını sabit tutmak MB açısından zor olmaktadır. MB döviz kurunu sabit tutmak ve bu sayede piyasaya güven vermek için rezervlerini tüketme tercihi ile dövize yönelimi azaltmak ve yerli parayı cazip hale getirmek için faiz oranlarını yükseltmek tercihi arasında kalmaktadır. Bu durumda MB'nin, bir taraftan çeşitli nedenler ile piyasaya sürdüğü fazladan parayı çekmek, diğer taraftan dövize olan talebi kısmak için faiz oranlarını yükselterek piyasaları sterilize etmeyi tercih etmesi daha rasyonel görünmektedir.

MB'lerin piyasaya fazladan para sürmesi şu şekilde olmaktadır. Güven ortamının kaybolduğu kırılganlığın arttığı ekonomilerde iç ve dış borçlanma vadesi kısalarak, maliyeti yükseldiği için hükümetler tarafından tercih edilmemektedir. Son çare olarak MB'den kredi kullanılarak yapılan hazine borçlanması siyasi otoritenin popülist harcamaları sonucu piyasaya bol miktarda para sürmesine neden olmaktadır. Parasal genişleme ile enflasyon arasındaki doğrusal ilişki ekonomik birimler

tarafından bilindiğinden, mevcut bilgiyi kullanan ekonomik birimler bütçe açığı ve parasal genişlemeyi fark ederek gelecekte serbest kura geçme veya devalüasyona karşı kendilerini korumak için dövize olan talebi artırmaktadırlar. Artan talep ile birlikte MB'ler dalgalanma korkusu nedeniyle faizleri artırarak parasal sıkılaştırma ile dövize olan talebi azaltmayı veya döviz rezervlerini kullanarak piyasaya döviz talebini karşılamayı tercih etmek ikilemine düşmektedirler (Özatay, 2014, s.35-40).

Birinci durumda MB'lerin döviz rezervi sınırlı olduğundan hareket alanının da bir sınırı bulunmaktadır. Faizlerin artırılması konusunda ise daha serbest hareket etme şansına sahiptir. Görüldüğü üzere dolarizasyon eğilimi ile faiz oranları arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Levy-Yeyeti ve Sturzenegger (2001), esnek döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerin, ekonomik yapıda kaynak kullanımını konusunda rasyonelliği sağladığını ve reel sektöre daha fazla kaynak ayırarak sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelere göre daha hızlı büyüdüğünü ortaya koymaktadır.

1.3.1.7. Ekonomik Göstergelere Duyulan Güven

Faiz oranları, döviz kurları, enflasyon oranları, işsizlik, cari açık gibi makro istatistiki göstergeler, bir ülkenin uygulanan ekonomi politikalarına duyulan güven için referans olmaktadır. Ekonomik birimler uygulanan ekonomik politikaların sonuçlarına olan güvenlerini kaybettikleri takdirde, bu güvensizlik aynı zamanda politika uygulayıcılarına ve kurumlara olan güveni zayıflatmaktadır. Özellikle yurt dışı ekonomik birimlerin makroekonomik politikaların çıktılarında ve uygulayıcı kurumlarına olan güvenlerinin artması devlet ve özel sektörün yurt içi ve yurt dışı piyasalardan uzun vadeli, düşük ve sabit faizli ulusal para birimi cinsinden borçlanma imkânını artırmakta, finansman politikalarını uygulamada daha esnek davranmalarına imkân tanımaktadır. Bu şekilde borçlanma imkânı hem vade uyumsuzluğunu hem de para uyumsuzluğunu ortadan kaldırmaktadır. Diğer türlü uygulanan politikalara ve kurumlara karşı güven oluşmaz ise devlet ve özel sektör ulusal ve uluslararası piyasalardan uzun vadeli, sabit faizli ve sabit taksitli kendi parası cinsinden borçlanma imkânını kaybetmektedir. Borç verenlerin güvenin olmadığı durumda ancak uluslararası rezerv para cinsinden ve kısa vadeli yüksek faiz oranlarından borç vermeyi tercih etmeleri, dolarizasyon endeksinin pozitif yönde etkilenmesine, işletmeler açısından vade ve para uyumsuzluğu ile finansman politikalarının sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır. Bu şekilde işletmeler finansman politikalarında, bir taraftan kısa vadeli yükümlülük dolarizasyonu ve kur

riski, diğ er taraftan yabancı para cinsinden faiz baskısı ile karşı karşıya kalınmaktadır.

1.3.2. Dışsal Sebepler

Bir ülkedeki dolarizasyon eğiliminin en önemli dışsal nedeni 1980'lerden sonra ortaya çıkan sermaye hareketlerindeki kontrollerin kaldırılması ve finansal alanda yaşanan serbestleşmedir. İkinci nedeni özellikle GOÜ'lerin fon yetersizliği nedeniyle kalkınmasını devam ettirebilmek için yabancı kaynağa ihtiyaç duymaları ve bu kaynağı ancak uluslararası rezerv para birimi cinsinden temin edebilmeleridir. Diğ er bir neden ise piyasalarda ekonomik birimler arasında uluslararası rezerv paraların dolaşımındaki artışın ikame para kullanımını yaygınlaştırmasıdır (Togay, 1997, s.87). Bir ülkede uluslararası rezerv para dolaşımındaki artışta iç faktörlerin olduğu kadar dış faktörlerinde etkisinin olduğu bilinmektedir. Dış faktörlerin etkisi sermaye hareketlerinin yönüne, uluslararası rezerv paraya sahip merkez ülkelerin MB faiz oranlarına, çevre ülkelerin MB faiz oranlarına, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyine, derinliğine ve korumacı uygulamalara bağlıdır. Yukarıda belirtilen bir ülkenin ekonomisini etkileyen faktörlerin tamamı ülkelerde dolarizasyon endeksinin değişmesinde rol oynamaktadır. Ancak bunlardan bazıları ölçülebilir iken bazıları ölçülememektedir. Özellikle sermaye hareketleri, faiz oranları ve vergi oranlarının ölçümü mümkün iken yatırımcılarına sunduğu alternatif yatırım araçları ile doğrudan ilişkisi bulunan finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve derinliğinin ölçülmesi daha zordur.

Diğ er bir açıdan ülkenin dış dünyadaki kredibilitésinin ölçüsü olan ülke riski ve kredi risk primi (CDS) göstergeleri, hukukun üstünlüğü endeksi, ülkenin borç yükü ve mali ödeme gücü gibi kıstaslar bir ülkede dolarizasyonunun ortaya çıkmasına etki eden dışsal nedenler arasında bulunmaktadır. Örneğin ülkenin uyguladığı korumacı tedbirler ile cari açık sorunu azaltılabilmekte, faiz oranları ile sermayenin akış yönü değiştirilmekte, vergi avantajları gibi uygulamalar ile büyük sermayenin yatırım kararları etkilenebilmektedir.

1.3.2.1. Finansal Serbestleşme ve Sermaye Hareketleri

Küresel finans sisteminde liberalleşme ülkeler arası sermaye hareketlerini artırmıştır. Sermayenin ülkelerin finans sistemine ani olarak ve büyük miktarlarda girip çıkması nedeniyle finansal krizlere neden olduğu ve bu nedenle sermaye

hareketlerinin kontrol altında tutulması gerektiği ekonomistler tarafından tartışılmaktadır (Sorina, 2012, s.577). Bronner ve ark. (2013) iş çevrimi süresince ve finansal krizler sırasında gerçekleşen, uluslararası sermaye akımları karşısında yabancı ve yerli ekonomik birimlerin davranışlarını incelediği çalışmasında, ekonominin genişleme evresinde yabancıların ülke içerisinde yatırım yapmaya daha fazla istekli olduğunu kriz esnasında ise ülkeden çıkış eğiliminde olduğunu vurgulamaktadırlar. Bunun nedenini de ulusal risk veya asimetrik bilgilerinin varlığından kaynaklandığını, krizler ile ters yönlü sermaye hareketleri arasında pozitif ilişki olduğunu vurgulamaktadırlar (Broner, Tatiana, Erce ve L.Schmukler, 2013, s.132). Bu şekilde sermaye hareketlerinin krizlere, döviz kurlarında oynaklığa neden olması işletmeleri ve bireyleri kur riskine karşı yabancı para cinsinden varlık tutmaya itmektedir. Borç verenler açısından krizlerin kurlardaki oynaklığı artırması döviz kuru oynaklığının fiyatlara geçişkenliği nedeniyle enflasyon oranlarında yarattığı dalgalanma, kayba uğramak istemeyen yatırımcılar için yabancı para birimi cinsinden varlık tutma veya borç verme yöntemini tercih etmeleri ülkenin dolarizasyon endeksinde artışa neden olmaktadır.

Başka bir açıdan ise fon fazlası olan ülkelerdeki faiz oranları sermaye hareketlerinin yönünü belirlemektedir. Fon fazlası olan ve para birimi uluslararası rezerv para olan ülkelerin düşük faiz politikası, akışkan sermayeyi faiz oranları yüksek olan diğer ülkelere doğru yöneltmektedir. Fon ihtiyacı olan ülkeler de doğal olarak sermaye çekebilmek için faiz oranlarını bu ülkelerin faiz oranları üzerinde tutmak zorunda kalmaktadır. Bunun sonucu olarak akışkan fonlar sermaye kontrollerinin zayıf ve faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelere doğru hareket etmektedir. Faiz oranı yüksek ülkelerin piyasalarının bol miktarda döviz ile karşılaşması piyasalardaki kurlar aşağı doğru baskılanmakta, ekonomik birimlerin öncelikle yabancı para biriminden borçlanma ve ithalat yolu ile ticari kazanç sağlama iştahını artırmaktadır. Bu durum ülkelerin dolarizasyon endeksinde artışa neden olurken ödemeler dengesinin bozulması cari açık ve ekonomik birimlerin artan döviz yükümlülüğü nedeniyle ülke riskinin ve kırılganlığın artması sonucunu doğurmaktadır. Riski artan ülkelerin piyasalarındaki likiditesi yüksek sermayenin, çıkışa yönelmesi finansal krizlere neden olmaktadır. Bu sefer de sermaye çıkışının ve krizin yarattığı kur artışı ekonomik birimlerin dövize olan talebini artırarak yapısal sorunlarını çözememiş ülkeleri kısır dolarizasyon sarmalına sürüklemektedir.

Küreselleşme olgusu ve ticarete uluslararası rezerv para kullanımını ödemeler dengesi hesabının cari işlemlerinde açık ve fazlalar meydana getirmektedir. Cari fazla veren ülkelerdeki fon sahiplerinin, fon fazlalarını açık veren ülkelere transfer ederek sermaye akımlarının yön değiştirmesine neden olduğu bilinmektedir. 2008 kriz öncesi Asya ülkelerinden Çin Japonya ve Avrupa ülkelerinden Almanya cari fazla verirken ABD, İngiltere, Portekiz, İtalya İrlanda, Yunanistan, İspanya, Türkiye büyük miktarlarda cari açık vermektedirler. Kriz öncesi cari fazla veren ülkelerdeki fonlar cari açık veren ülkelere doğru yönelmiştir (Bulut ve Demirel, 2012, s.281). Oluşan likidite bolluğu döviz kurlarını aşağı çekerek ulusal parayı değerlendirmiş yabancı ve yerli para biriminden kredi genişlemesine neden olmuştur. Bir anlamda yükümlülük dolarizasyonu endeksi artmıştır. Kriz ile birlikte sermayenin, güvenli liman olarak bilinen ABD, İngiltere, Japonya gibi finansın merkezine çekilmesi, ilerleyen aşamada ise küresel sermaye hareketlerinin durma noktasına gelmesi, dolarizasyonun ekonomiler üzerindeki yıkıcı etkisini ortaya çıkartmıştır.

1.3.2.2. Kurumsal Nedenler, Finansal Gelişmişlik ve Derinlik

Finansal piyasaların gelişimini; bir ülkenin uluslararası sermaye piyasalarına erişim seviyesi ve kalitesi, iç tasarruf düzeyi, piyasalar üzerinde siyasi otoritelerin sahip oldukları kontrol haklarının kapsamı ve egemen iç siyasi güçlerin çıkarları gibi faktörler etkilemektedir. Bir ülkede kamu ve firmaların toplamda ne zaman, ne kadar borç aldıkları ve vadeleri de finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyine bağlıdır. Tirole (2003)'e göre de ilk günah endeksinin oluşumunda ülkenin uluslararası sermaye piyasalarına erişiminin seviyesi ve kalitesinin önemli olduğu vurgulanmaktadır (Tirole, 2003, s.1678). Finansal gelişmişlik düzeyi yüksek ülkelerde yatırımcıların enflasyondan korunmak ve risklerini azaltmak için tasarruflarını değerlendirebilecekleri değişik alternatif yatırım araçlarının sayısı oldukça fazla olmaktadır. Gelişmiş piyasalara sahip olmayan ülkelerde ise alternatifsizlik, tasarruf sahiplerini ulusal para dışında tarihsel mirası nedeniyle altına, altın olmaz ise döviz türü varlıklara yöneltmektedir. Bu şekilde doğal süreç ülkenin dolarizasyon endeksini yükseltmektedir. Ülkelerin sadece gelişmiş piyasalara sahip olması yetmemektedir. Aynı zamanda işlem hacmi yönünden derinleşmiş de olması gerekmektedir. Aksi halde sığ piyasalarda güçlü fon sahipleri manipülasyon yaparak haksız kazançlara sahip olabilmektedirler. Bir diğer konu ise finansal piyasaların kendi içerisine kapalı olmasından ziyade uluslararası finansal sistem ile

uyumlu olması, firmalar açısından finansman yöntemlerinde çeşitliliği, tasarruf sahipleri açısından yatırım araçlarında çeşitliliği sağlamak suretiyle dolarizasyon eğiliminin azaltılmasına katkı sunabilmektedir.

Yüksek enflasyon döneminde gerçekleşen ve finansal başarısızlığa dayanan dolarizasyon olgusunda, Savastano (1996) yabancı para biriminin enflasyon riskinden korunma aracı olarak göreceli öneminin, ekonominin finansal gelişme düzeyi ile ters ilişkili olacağını savunmaktadır. Diğer bir ifadeyle gelişmiş finansal piyasalarda uluslararası rezerv paralar alternatif yatırımların çeşitliliği nedeniyle fazla etkin olamayacağını ifade etmektedir. Bu bağlamda iyi gelişmiş finansal piyasaya sahip bir ekonomik ve finansal yapı, prensip olarak, paranın reel değerinin korunmasında diğer yatırım enstrümanlarına sahip zengin, akışkan ve yüksek getirili finansal araç seti sunacaktır. Bu şekilde tasarruf sahiplerinin portföy değeri korunarak dolarizasyon olgusundan en az seviyede etkilenmeleri sağlanırken, tasarruf sahiplerinin dolarizasyona neden olmadan hızlı bir şekilde yüksek enflasyon ortamına uyum göstermeleri sağlanmış olacaktır. Savastano bu konuda özellikle Şili ve Brezilya'yı 1970'lerde ve 1990'larda yüksek enflasyon dönemlerinden geçen ve bu şekilde dolarizasyondan kaçınan ülkelere örnek olarak göstermektedir. Ancak bu iki ekonominin, Güney Amerika'daki en gelişmiş bankacılık sistemlerine sahip olduğunun da tartışmalı olduğunu belirtmektedir (Savastano, 1996, s.226). Akıncı, Kolçak ve Yılmaz (2013)'a göre de firmaların uzun vadeli projelerini finanse edebilmeleri için, ulusal para ile dış piyasalardan uzun vadeli borçlanma yeteneğinin kazanmasında finans sektörünün yapısının önemli olduğu vurgulanmaktadır. Çünkü finans sektöründe kurumsal yapılanma ve yurt içi tahvil piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile yeni türev ürünlerin kullanılması doğrudan finansman kaynakların çeşitlenmesine oradan da alternatif finansman politikalarının uygulanabilirliğini etkilemektedir (Akıncı Kolçak ve Yılmaz, 2013, s.155). Bu bağlamda Firmaların finansman politikalarını şekillendirmede bir ülkenin sahip olduğu finansal gelişmişlik düzeyi ve derinliği önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.4. Dolarizasyonun Fayda ve Mahsurları

Dünya üzerinde bağımsız ülkelerin sayısı birinci dünya savaşı sonrasında imparatorlukların yıkılmasından başlayarak, ikinci dünya savaşı, en son olarak 1990 sonrası Varşova Paktının yıkılması ile birlikte her geçen gün artarak devam etmektedir. 1945 yılında 51 kurucu üye ülke ile kurulan Birleşmiş Milletlerdeki

bağımsız ülke sayısı 2019 yılı itibariyle 193'e ulaşmıştır (Birleşmiş Milletler bağımsız ülke sayıları 2019). Bu devletlerden bazıları kendi ulusal paralarını kullanmayı, bazıları kendi ulusal paraları yanında ikinci bir uluslararası rezerv paranın kullanımını resmi veya gayri resmi olarak kabul etmekte, bazıları ise başka ülkelerle ortak para birimi çerçevesinde oluşturdukları parasal birlik içerisinde yer almaktadır (EURO bölgesi). Parasal birlik içerisindeki ülkeler kendi para birimlerini de kullanabilmektedirler.

Görüldüğü üzere ülkelerin para politikaları ve para olarak adlandırılan metayı kullanım şekilleri ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Her ülke parasal konulardaki tercihini ülke ekonomisi ve siyasal hedefleri açısından fayda ve mahsurlarını değerlendirerek karar vermektedir. Ancak bazı ülkeler tarihten gelen miras (sömürge ülkeleri) ile bazı egemen ülkelerin paralarını kullanmak durumunda kalmaktadırlar. Tezin temel konusu çerçevesinde parasal birlik içerisinde kullanılan döviz cinsinden paralardan ziyade, bağımsız bir ülkede ekonomik birimlerin, ulusal para biriminin yanında başka bir ülkenin para birimini resmi veya gayri resmi olarak kullanmayı tercih etmesinin yaratacağı faydalar ve mahsurları ile firmaların finansman politikaları üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu bağlamda iktisat, ekonomi ve finans akademik yazınında, dolarizasyon olgusu fayda ve mahsurları yönünden iki farklı şekilde değerlendirilmektedir (Özen, 2018, s. 102).

1.4.1. Dolarizasyonun Faydaları

Gayri resmi dolarizasyon yıllarca birçok ülkede var olmuştur. Ekonomistler tarafından yapılan çalışmalar da bir dereceye kadar hükümetlerin kontrolü dışında olduğu için politik anlamda çok daha az ilgi görmüştür. Ancak 1990'lardan finansal serbestleşmenin hız kazanması ile birlikte, ülkelerin dolarizasyondan kaynaklı finansal kırılganlıkları artmaya başladıkça resmi dolarizasyonun gündeme gelmesi ile konuya politik anlamda ilgi de artmıştır. Bir ülkenin resmi anlamda dolarizasyonu kabul etmesi de 1999 yılının başlarında, Arjantin tarafından gerçekleştirilmiştir. Arjantin hükümeti resmi olarak ülke para birimini dolar ile değiştirmek için ABD ile resmi bir anlaşma için başvuruda bulunmuştur. Ülkeler resmi bir anlaşma olmadan da ülke para birimini resmen dolarize edilebilmektedir. Ancak resmi bir anlaşmanın ekonomik ve politik yararları olmaktadır. Burada kastedilen ABD doları yerine başka eşdeğer güvenilirlikte uluslararası para olma özelliği bulunan Sterlin, Euro, Japon Yeni de kullanılmaktadır (Schuler, 2000 Global Policy Forum). Dolarizasyon temel

sebebinin, işlevlerini kademeli olarak kaybeden zayıf bir yerel para biriminin varlığından kaynaklandığı ve bunun içsel ve dışsal birçok sebebi olduğu daha önce tartışılmıştır. Bu nedenle zayıf para biriminin güçlü bir para birimi ile yasal yollardan yer değiştirmesi gerekmektedir (Berg ve Borensztein, 2000). Tam dolarizasyon olarak tanımlanan bu durum, tercihte bulunan ülke açısından, tercih ettiği para birimine uluslararası piyasalarda duyulan güven ve krizlere karşı daha sağlam ve az eğilimli olması nedeniyle avantaj sağlayabilmektedir. Ayrıca tercih ettiği ülkenin, uluslararası piyasalarda parasının değerinin korunması ve para politikalarının sağladığı ticaret avantajlarından doğrudan yararlanma imkânına sahip olmaktadır. Resmi dolarizasyonu kabul etmekle eski para biriminden kaynaklı enflasyon ve yerel faiz oranlarındaki oynaklık ortadan kalkacağından enflasyonla mücadelede şok etkisi ile başarı sağlayabilmektedirler. Ülkenin güvenilir bir para birimine geçmesi, ülke risk priminde azaltıcı etki yaratarak, dolaylı yoldan da olsa borçlanma vadesi ve faiz oranları üzerinde olumlu etki yaratabilmektedir. Diğer bir ifadeyle resmi dolarizasyon, yukarıda belirtilen olumlu sonuçları nedeniyle mikro seviyede işletmelerin finansman politikaları üzerinde dolaylı olarak olumlu bir etki yarattığı sonucu çıkartılabilir. Ancak burada gayri resmi dolarizasyonun finansman politikalarını nasıl etkileyeceği hususu muğlak kalmaktadır. Bu bağlamda tez bu muğlak alana odaklanmaktadır.

1.4.1.1. Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Artırma

Önceki para biriminde ilk günah problemi yaşayan ülkelerde güvenilir para birimine geçilmesi ile ilk günah sorunu doğrudan ortadan kalkmaktadır. Dolarizasyonun olduğu ekonomilerde çoklu para sisteminin ortaya çıkarttığı işlem maliyetleri, karşılıklı kur değişimlerinden kaynaklı kazançlar ortadan kalkmaktadır. Siyasi otoritelerin bütçe açıklarını MB'lere karşılıksız para bastırarak finanse etmesinin önünü de kapatılmaktadır. Ancak hükümetlerin yurt dışından borçlanmasına para birimi tercih edilen ülke ile yapılan anlaşmada sınırlama getirilmemiş ise yüksek oranlı bütçe açıklarının engellenmesini garanti etmez. Ancak kur belirsizliklerini ve kur riskini ortadan kaldırarak parasal istikrara katkıda bulunabilir. Tüm bu olumlu göstergeler, ülke içerisine dışarıdan sermaye akışını ve yatırımları uyarıcı etki yapabilir.

Literatürde resmi dolarizasyonun ekonomiler üzerindeki etkileri tartışılmaktadır. Bu kapsamda Zimbabwe ekonomisi üzerinde yapılan bir çalışmada

Zimbabve'nin ekonomik sorunlarının tam dolarizasyondan kaynaklandığı yönündeki genel kanı üzerine, görüşmeler ve ikincil kaynaklardan elde edilen veriler analiz edilmiştir. Sonuçta dolarizasyonun ekonomide istikrarı sağladığını, enflasyonu durdurduğunu ve Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'da marjinal bir artışa yol açtığını, ancak, istihdam oranının tepkisinin tam dolarizasyondan bağımsız olduğu tespit edilmiştir (Munhupedzi, Chidakwa, 2017, s.12). Başka bir çalışmada ise Dünya üzerinde birkaç güvenilir para biriminin geçerli olması nedeniyle dolarizasyon olgusunun küresel finans sisteminde ve ticaret sisteminde güven sorununu azaltarak krizleri azalttığı ve dünya ekonomisini dayanıklı bir yapıya kavuşturduğu belirtilmektedir (Schuler, 2000, Global Policy Forum). Diğer bir görüşe göre ters dolarizasyonun (de-dolarizasyon) ulusal ve uluslararası piyasalarda MB'lerin para politikalarına duyulan güveni artırdığı ve atacağı bir sonraki adımın tahmin edilebilirliğini güçlendirdiğini savunulmaktadır. Çünkü dolarizasyon endeksi yüksek olan ülkelerin piyasalarının da aynı zamanda serbestleşmiş ve küresel sisteme tam açılmış olduğu anlamına gelmektedir. Başka bir görüşe göre ekonomik birimlerin varlıklarını güvenceye almaları nedeniyle dolarizasyonun ekonominin genelinde istikrar sağladığı, bu istikrarın enflasyonist baskıyı azalttığı belirtilmektedir. Dolarizasyonun yukarıda belirtilen olumlu yönlerine en iyi örnek Ekvator gösterilerek, ortaya koyduğu başarının bu alanda diğer ülkelere alternatif sunduğu belirtilmektedir. Ayrıca dolarize olmuş piyasalarda kurların belirli bir seviyenin üzerine çıkması ile yatırımcının istediği kazancı görmesi ve satışa yönelmesi ile kur dengesini sağlamada etkin rol oynayabilmektedir. Bu durum MB'nin rezervlerini tüketmesinin önüne geçerek elindeki dövizin daha kritik durumlarda kullanılmasına imkân sağlayarak para politikasına esneklik kazandırmaktadır. Tüm bu olumlu gelişmeler reel kesimin kaynak bulma sorununu azaltıcı rol oynamakta, daha uygun maliyetli borçlanabilmesini ve sonuçta daha fazla yatırım yapmasına imkân sağlamaktadır. Yatırımların artmasının doğal sonucu büyümeye yansımaktadır.

1.4.1.2. İstatistiki Güvenilirlik ve İşlem Maliyetlerini Azaltma

Tüm ülkelerin uluslararası finansal ve ekonomik raporları uluslararası rezerv paralar (özellikle de ABD doları) cinsinden yayınlanmaktadır. Raporların yayınlandığı yıllık verilerde döviz fiyatlarının o esnadaki kur fiyatları dikkate alınmaktadır. Ancak istatistiki veriler açıklandıktan sonra kurlarda meydana gelen aşırı değişimler ancak bir yıl sonraki değerlendirmelerde dikkate alınmaktadır. Kur

fiyatları ile istatistiki değerler arasında ortaya çıkan zamansal ve parasal uyumsuzluk istatistiki verilerde güvenilirlik ve yorumlama hatalarını böylelikle de yanlış tedbirlerin ve uygun olmayan politikaların tercih edilmesine neden olabilmektedir.

Örneğin kişi başi yıllık GSYİH hesaplaması yıl sonundaki kur üzerinden hesaplanarak 10.000 dolar olduğu açıklanmaktadır. Bu miktar hesaplamasının yapıldığı tarih itibariyle kurlar üzerinden hesaplanmakta, ancak bir ay sonra kurlardaki aşi veya yukarı yönlü meydana gelecek aşi oynaklık bu hesaplamada büyük sapmalara neden olabilmektedir. Bu durum, yerli ve yabancı borç verenler ile ekonomik birimlerin, ekonomik göstergelerin güvenilirliğine ve doğruluğuna olan inançların da sarsıntıya neden olmaktadır. Resmi anlamda dolarizasyonun kabul edilmesi istatistiksel ve parasal tutarsızlıkları ortadan kaldırarak güvenilirlik sorununu çözmeye katkı sunacaktır. Dolarizasyon olgusunun diğer bir etkisi uluslararası ticaret, finansal işlemler ve yurt içinde yapılan her türlü işlemlerde görölmektedir. Ekonomide çift para kullanılması durumunda hem zamansal olarak, para birimlerinin anlık kurlar üzerinden birbirine çevrilmesi hem de alım satım veya vadeli işlemlerde dönüşümün yapıldığı tarih ve saatteki kur farklarından dolayı işletmeler ve tasarruf sahipleri ilave işlem maliyetleri ile karşılaşmaktadırlar. Ancak ülkenin resmi anlamda dolarizasyona geçmesi ile yukarıda belirlenen işlem maliyetleri ve süreçleri ortadan kalkmakta, düşük sermaye maliyeti, mali disiplin ve istikrar açısından yararları olduğu iddia edilmektedir (Edwards, 2001, s.13).

1.4.1.3. Parasal İstikrar ve Ülke Riskini Azaltması

Yüksek seviyede enflasyona sahip ve aşi dolarizasyon olgusu ile karşı karşıya kalan ekonomilerin resmi dolarizasyonu tercih etmiş olması tedavüldeki banknotlarını kısmen istikrarlı bir para birimi ile değiştirmesi anlamına gelmektedir. Böylece istikrarsız para biriminin tedavülde dolaşmasından kaynaklı yüksek enflasyon kısmen ortadan kalkmaktadır. Yapılan çalışmalarda da dolarize olmuş piyasalarda devalüasyon yapma olasılığının düşük olduğu, devalüasyon yapılsa bile reel kesimin uluslararası pazarlarda fiyat avantajı nedeniyle rekabet gücünü artıracadığını, kriz durumlarında dış kaynak sorununu çözmeye yardımcı olduğu belirtilmektedir. Ayrıca krizlerin etkisini hafiflettiği, tasarruf sahiplerinin varlıklarının, enflasyon ve devalüasyona karşı koruma altına alınmasını sağladığından yüksek faiz talep etmeyerek faiz oranlarında yukarı yönlü baskıyı ve oynaklığı engellediği savunulmaktadır (Edwards, 2001, s.14).

Aynı zamanda resmi dolarizasyonun kabul edilmesi ile muhasebe sistemi tek para birimi üzerinden tutulacağından işletmelerin bilançosundaki vade ve para uyumsuzluğu sorununu ortadan kaldıracaktır. Resmi dolarizasyonu kabul eden ülkenin bu kararı ülkenin uluslararası piyasalarda borçlanırken maruz kaldığı ülke riski göstergesini düşürmesi, borçlanma maliyetlerine ve vadelerine yansıyacaktır. Daha uygun faiz oranları, maliyetler ve vadelerle borçlanma imkânına kavuşan işletmeler ve kamu, yatırımlarını artırarak büyümeye katkı sağlayacaklardır. Munhupedzi ve Chidakwa (2017)'de dolarizasyonun piyasalara sağladığı güvenilir istikrarlı para birimi cinsinden dış kaynak sağlaması nedeniyle yatırımcıların kaynak problemi yaşamayacağına vurgu yapmaktadır. Çift para biriminin uygulandığı ekonomilerde resmi dolarizasyon ile devalüasyon riski ortadan kalktığından borç verenler açısından ilave faiz talebi ortadan kalkacaktır. Siyasi otorite devalüasyonu ancak maliye politikaları ile vergiler, fiyatlar ve ücretler üzerinde yapabilecektir.

1.4.1.4. Enflasyonu Azaltması

Dolarizasyon eğilimi yüksek olan ülkelerin ekonomilerinde ekonomik birimler ulusal paralarına güvenmemektedirler. Güvensizliğin nedeni devalüasyon beklentisi ve oluşabilecek devalüasyonda tasarruflarının kayba uğramasını istememelerinden kaynaklanmaktadır. Bu sebeple yabancı para birimine olan talep doğal olarak kurları artırmakta artan kurlar ise enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Resmi olarak dolarizasyonu seçmiş ülkelerde bu zincir kırılacağından enflasyonda düşüş yaratacaktır. Ancak siyasi otoritenin, ücretler konusunda sıkı duruş sergileyememesi, ücret artışlarında popülist davranması, fiyatlar genel düzeyini yukarı yönlü baskılayarak resmi dolarizasyonun enflasyonu düşürmedeki etkisini zayıflatabilmektedir.

Örneğin; Zimbabwe 2009 yılında ülkeyi aşırı enflasyondan kurtarmak amacıyla yerel para birimini bırakarak, resmi dolarizasyon olarak bilinen, başta Zimbabwe dolarının diğer para birimleri ile birlikte dolaşımda olduğu, ABD Doları ve Güney Afrika Randının baskın olduğu çoklu para sistemini tercih etmiştir (Sikwila, 2013). 2009-2015 dönemini kapsayan Zimbabwe ekonomisi üzerine yapılan çalışmada; resmi dolarizasyonun, Zimbabwe ekonomisinde istikrarı sağladığı, enflasyonu durdurduğu ve GSYH'de marjinal bir artışa yol açtığı tespit edilmiştir (Munhupedzi ve Chidakwa 2017, s. 12).

1.4.2. Dolarizasyonun Mahsurları

Tam dolarizasyonun dezavantajları arsından en önemlisi merkez bankaları nezdinde hükümetlerin telafi edilemeyen senyoraaj kaybına neden olmasıdır. İkincisi parasal egemenlik kaybı nedeniyle ekonomik krizlerin etkisinin azaltılmasına olanak sağlayacak para politikalarının uygulanmasını imkânsız kılması siyasi otoriteyi maliye politikalarına mecbur bırakmasıdır. Diğer bir anlatımla tam dolarizasyon durumunda ulusal ekonomi politikasını uygulayanlar için mevcut olan tek araç elde maliye politikası kalmakta, siyasi otoriteye sunulacak maliye politikaları ile ilgili politika önerilerinin uygulanmasında manevra alanı sınırlı olmaktadır. Çünkü bazı maliye politikaları para politikaları ile birlikte uygulandığında sonuç vermektedir.

Tam dolarizasyonda faktör hareketliliği ve ticaret açısından yüksek oranda birbirileri ile uyumlu hale gelen ülkelerin, ortak bir para birimine sahip olmalarından fayda sağlayacakları düşünülebilir. Yüksek derecede gayri resmi dolarizasyona sahip ülkeler ve yüksek yabancı para cinsinden borçları olan ülkeler tam dolarizasyonun olumlu etkisinden faydalanabilir. Ancak, tam dolarizasyonun tüm ülkeler için en uygun seçenek olacağı pek mümkün değildir. Çünkü dış şoklara karşı ekonomik birimlerin ve yapıların desteklenmesinde para politikalarının ve maliye politikalarının birlikte uygulanamamasından kaynaklı güçlüklerle karşılaşılacaktır.

Literatürde dolarizasyonun ekonomide dengesizlikleri ortadan kaldırmaya katkısının olmayacağı, dolarizasyondan ters dolarizasyona geçişin çok güç ve maliyetli olacağı, para ve maliye politikalarının müdahale yeteneğini olumsuz etkileyeceği, finansal piyasaların gelişmesi ve serbestleşmesine katkısı olmayacağı vurgulanmaktadır (Acosta, 2001, Global Policy Forum). İlâveten uluslararası ticaret seviyesi düşük, finansal piyasası gelişmemiş olan ve döviz geliri elde edemeyen ekonomilerdeki firmaların finansal yapılarının bozulması, şoklara karşı kırılgan hale gelmesi gibi olumsuzlukları ortaya çıkartabileceği belirtilmektedir (Edwards, 2001).

1.4.2.1. Son Ödünç Verme Merci Fonksiyonunun Kaybı

Bankacılık sistemi kaydi para yaratma sistemi üzerine kurulmuştur. Kaydi para yaratmanın temel felsefesi çok anormal bir gelişme olmadığı sürece tüm mevduat sahiplerinin ve alacaklıların bankalardan paralarını çekme eğiliminde olmayacağı düşüncesine dayanmaktadır. Ancak kriz ve savaş hali durumları gibi olağanüstü durumlar ile finansal sistemin çökme tehlikesiyle karşılaştığı veya işlemez hale

geldiği durumlarda bu düşünce sistemi çökmektedir. MB'lerin temel görevlerinden birisi bu gibi durumlarda son başvuru mercii olarak bankacılık sisteminin ihtiyacı olan fonlamayı sağlamaktır. Tam dolarizasyonu kabul etmiş bir ülkenin MB'nin ulusal para basma yetkisi ortadan kalktığından olağanüstü durumlarda bankacılık sisteminin ihtiyaç duyacağı fonlamayı ancak elinde bulunan rezervleri oranında karşılayabilecektir. Bankacılık sistemi ekonominin ihtiyacı olan fonlamaları yeterli mevduat toplayamamaları durumunda yapamayacaktır. Bankacılık kesimi kendi ülkesinin MB'nin son ödünç verme mercii yetkisi bulunmadığından ancak para birimini kabul ettiği ülke ile yapılan anlaşma çerçevesinde (eğer anlaşma yapmış ise) o ülkenin MB'ından borçlanarak karşılamak durumunda kalacaktır. Son başvuru mercii olarak senyoraj geliri de o ülkeye ait olacaktır. Bu durum MB'nin son başvuru mercii olma hasebiyle elinde bulundurduğu senyoraj gelirini kaybetmesinin maliyetinin yüksek olacağı gerekçesiyle eleştirilmektedir. (Sachs ve Larrain, 1999).

Son 2008 küresel finansal krizi MB'ler açısından son başvuru mercii olmanın önemini ortaya koymuştur. ABD merkez bankası FED gerekirse bankaları ve “batmasına göz yumulamayacak kadar büyük” firmaları kurtarmak ve ekonominin normal koşullarında işleyişini sürdürebilmesi için son başvuru mercii olarak gerekirse havadan para dağıtacağını deklere etmiş ve bu açıklama literatürde “helikopter para” olarak isimlendirilmiştir. Bu çerçevede bir ülkede işletmeler ve bankacılık kesiminin finansman politikası açısından, son başvuru merciinin bulunmaması, kriz durumunda tüm finansal sistemin çökmesi ve reel sektörün durma noktasına gelmesi ihtimalini artırmaktadır.

1.4.2.2. Senyoraj Gelirleri ve Parasal Bağımsızlık Kaybı

Her devlet siyasi sınırları içerisinde tüm birimlerin ulusal ölçekte ekonomik faaliyetlerini gerçekleştirmek maksadıyla para basma ve piyasalara sürme hakkına sahiptir. Bu işlemi MB'leri aracılığıyla yerine getirmektedir. Piyasaya sürülen bu paraların bir meta olarak üretimi için harcanan giderler ile (kağıt maliyeti, işçilik, boya, baskı vb.) toplumun ticari işlemlerinde dikkate aldığı o paranın üzerinde yazan değeri (itibari değer) arasında ortaya çıkan fark, MB'ler aracılığıyla siyasi otoriteye karşılıksız her an kullanılabilir ve harcanabilir gelir yaratmaktadır. Bu gelir ekonomi literatüründe “senyoraj geliri” olarak isimlendirilmektedir. Ancak bu gelir belirli bir aşamadan sonra aşırı parasal genişleme nedeniyle enflasyona neden olmasından dolayı sınırsız değildir.

Dünyadaki tüm kapitalist ekonomik sistemler içerisindeki ticari faaliyetler paranın zaman değeri olan faiz olgusu üzerinden yürütülmektedir. Fon ihtiyacı olan devletler ulusal veya uluslararası piyasalardan borçlanarak faiz ödemek yerine sıfır faizle, karşılıksız kaynak yaratma yöntemi olan senyoraj gelirine başvurmaktadır. *“Monetarist yaklaşıma göre de senyoraj, devletin para yaratma konusundaki hükümranlık hakkını kullanarak, baz parayı arttırmak suretiyle elde ettiği reel gelirdir (Akgül, 2006, s.6). Diğer bir önemli konu ise siyasi otorite karşılıksız elde ettiği parasal kaynağı yönetmek için bağımsız olarak para politikası belirleyebilme hakkına sahiptir”*. Para politikası araçlarını ekonomik hedefleri doğrultusunda serbestçe kullanma hakkını elinde tutmaktadır. Tam dolarizasyona geçen bir ülkenin siyasi otoritesi ulusal parasını yürürlükten kaldırmanın doğal sonucu olarak senyoraj gelirinden ve bağımsız para politikası belirleme ve uygulama hakkını da başka bir ülkeye devretmek veya çok kısıtlı sınırlar içerisinde uygulamak zorunda kalacaktır. Tam dolarizasyonu kabul eden ülke para basma hakkını, devletin parasal bağımsızlık ve senyoraj gelirini de başka bir ülkeye devretmektedir. TCMB kanuna md.4,II,a bendine göre *“Türkiye’de banknot ihracı imtiyazı tek elden TCMB aittir.”* denilmek suretiyle bu hak sadece TCMB verilmiştir.

1.5. Dolarizasyonun Etkileri

Dolarizasyon olgusu reel kesimi ve finans kesimini farklı kanallardan farklı şekillerde etkilemektedir. Reel kesim genellikle kullandığı aramalı ithalatı, iç ve dış piyasaya yaptığı üretim miktarı, uluslararası ticarete kullanılan ulusal ve uluslararası rezerv paranın oranı üzerinden etkilenmektedir. Finans kesimi ise dış piyasalardan bulunduğu yabancı para cinsinden kaynağı iç piyasalara aktardığı para birimi, faiz oranı ve vadesi gibi hususlar yönünden etkilenmektedir. Reel kesimin uluslararası rezerv para cinsinden varlıklarındaki ve yükümlülüklerindeki artış ekonominin genelini zamana yayılmış şekilde uzun sürede etkilerken, finans kesimini daha farklı şekilde ve kısa sürede etkileyebilmektedir. Örneğin finans kesiminde işlemler çok hızlı gerçekleştiğinden etkileri dakikalar içerisinde geniş bir coğrafyada hissedilmekte ve piyasada çok yüksek miktarlarda varlık anında kıtalar arası yer değiştirmektedir. Reel kesimde daralmanın öncü göstergeleri tespit edilebilmektedir. Etkilerinin ise çok uzun gecikme sürelerinde ortaya çıkması nedeniyle, olumsuz gelişmeler karşısında önlem almak için zaman bulunmaktadır.

1.5.1. Dolarizasyonun Reel Kesim Üzerindeki Etkileri

Küreselleşen dünya ekonomik sisteminde ülkeler içe kapanık ekonomik modelden dışa açık ihracata dayalı ekonomik bir modele doğru evrilmiştir. Karşılıklı ticaret hacminin arttığı dışa açık ekonomilerde her ülke kendisi uzman olduğu ve maliyet avantajına sahip olduğu ürünü piyasaya arz ederek kârlarını ve ticaret hacmini artırma çabası içerisinde. Bu şekilde kazanılan döviz ülke ekonomisinde büyüme, gelişme ve rekabet gücünün artırılmasını desteklemektedir. Bu işlemler sonucunda işletmelerin varlıklarını uluslararası rezerv para cinsinden tutmaları ve yurt dışı ile olan işlemlerini bu para cinsinden yapmaları mali yapılarının güçlenmesine yeni yatırımlar için öz kaynak yaratılmasına katkı sunmaktadır. Ancak kapalı sistem ekonomilerde veya sadece yurt dışından ithal mal ve hizmet girdisi yapan işletmeler açısından aynı avantajlı durum söz konusu değildir.

Bu tür ekonomilerde işletmeler varlıklarını sürdürebilmek için sürekli uluslararası rezerv para cinsinden borç bulmak zorundadırlar aksi halde üretim kapasiteleri ve rekabet güçleri düşmekte ve mali yapıları zayıflamaktadır. Bu durumda ihracat yapan reel kesimin varlık kısmında uluslararası rezerv para birikiminin artması ülke dolarizasyon endeksini artırmakta, ancak işletmelerin mali yapısını güçlendirerek ülkenin genel ekonomik yapının sermaye birikimine de katkı sunmaktadır. Yükümlülüklerinin artması ise ihracat yapmayan firmalar açısından sermaye birikimini azaltıcı etki yaratmaktadır. Yabancı para cinsinden ticaret yapan firmalar açısından yabancı para birimi cinsinden yükümlülüklerinin artması sorun teşkil etmez iken, aynı durum ithal girdi kullanan ancak iç pazara üretim yapan firmaların bilançoları ve finansman politikalarında uzun dönemli kırılganlığa neden olmaktadır.

1.5.2. Dolarizasyonun Finans Kesim Üzerindeki Etkileri

1990'lı yıllarda finansal küreselleşmedeki hızlı artış nedeniyle, özellikle likit sermayenin hızlı akışkanlığı finansal kesimin mali yapısı ve makro anlamda ülkelerin genel ekonomik yapısı üzerinde kırılganlıklara ve olumsuz etkilere yol açmıştır. Ülkelerdeki olumsuz siyasi, askeri, ekonomik gelişmeler ülke riski faktörünü artırmakta, sermaye akımlarının tersine dönmesine veya aniden durmasına neden olmaktadır. Bu durumda parası uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülke ekonomilerini parasal krizler ile karşı karşıya bırakmaktadır. Özellikle bankacılık

kesimi ani çıkışların yarattığı döviz ihtiyacını karşılamak için, yerli paraya çevirerek verdiği kredileri geri çağırma eğilimine yönelmektedir. Diğer taraftan çıkışlardaki artışa paralel ekonomide rezerv para talebinin artması ile oluşan kur hareketlerinin yarattığı riskler ile karşı karşıya kalmaktadır. Finans kesimi bu riskler ile karşılaşmamak için yurt dışından döviz cinsinden bulduğu kaynakları yerli paraya çevirmeden doğrudan döviz cinsinden kredi şeklinde aktarmak durumunda kalmaktadır.

Her iki durum ülkedeki dolarizasyon eğilimini artırarak ekonomiyi kırılgan hale getirmektedir. Diğer bir ifadeyle finans kesiminin bilanço pasifindeki piyasalardan topladığı mevduatlar ile bankaların dış piyasadan kullandığı kredilerin aynı olmaması para uyumsuzluğu sorunu yaratmaktadır. Bankacılık sisteminin kullandığı dış kaynağın ulusal para birimi cinsinden olmaması ülkenin dolarizasyon eğilimini artırırken finansal sistemi dış şoklara karşı kırılgan hale getirmekte, belirli bir orandan sonra ise ulusal para cinsinden reel kesime kaynak aktaramaz durumda gelmektedir. Asongu, Raheem ve Tchamyou, (2018). Sahra Altı Afrika'da bilgi asimetrisi ve finansal dolarizasyon arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada bankacılık sisteminde işletmelere kredi kullanılırken oluşan bilgi asimetrisini ortadan kaldırmak için kurulan ofislerin dolarizasyonun artışını engelleyici etkisi olduğunu, finansal gelişmişlik ve derinleşmenin varlık ve yükümlülük dolarizasyonunu azalttığı tespit edilmiştir. Bu çerçevede finansal kesimin işletmelere yabancı para birimi cinsinden kredi kullanılırken, reel kesimin nakit akışını, para cinsi ve vade yönünden iyi analiz etmeleri gerekmektedir. Bu maksatla finansal kesime kullandıkları kredilerin geri ödenmesinde dolarizasyonun olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla bilgi asimetrisini önleyici ofislerini aktif kullanmaları önerilir.

1.5.3. Dolarizasyonun Yatırımlar Üzerine Etkisi

Firmalar ve devletler var olan üretim kapasitelerini sürdürebilmek ve geliştirebilmek için yatırım yapmak zorundadırlar. Bu yatırımlardan birincisi nakit akışını sürdürebilmek için üretim kapasitesini idameye ve artırmaya yönelik yapılan sabit sermaye yatırımlarıdır. İkincisi atıl likiditeyi değerlendirmek ve enflasyona karşı aktiflerin değerini korumak için finansal varlıklara yapılan yatırımlardır. Yapılacak sabit sermaye yatırımlarının (makine, teçhizat vb.) yabancı paraya endeksli olması yatırım yapacak firmaların ve devletlerin yatırım kararlarını olumsuz

etkilemektedir. Özellikle dalgalı kur rejiminin uygulandığı ülkelerde yapılacak sabit sermaye yatırımlarının özkaynaklar yerine birde uluslararası rezerv para birimi cinsinden borçlanma ile yapılması firmaların bilançolarını kur riski baskısı altında bırakmaktadır. Sermaye yatırımlarının (makine, teçhizat vb.) öz sermaye ile yapılsa dahi yabancı para cinsinden dışarıdan alınması durumunda, gelecekte aşınma payı nedeniyle yenilenmesi gerekeceğinden firmaları tekrardan ellerinde döviz cinsinden varlıklar tutmaya zorlamaktadır. Her iki durumda uygulanan kur rejimi ve dolarizasyon endeksi firmaların yatırım kararlarını doğrudan etkilemektedir. Endrész, Harasztosi (2014) Macaristan'da 2004-210 dönemini kapsayan döviz cinsinden borçlanmalar ile yatırımlar arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada, olağan koşullarda yabancı para birimi cinsinden borçlanmanın yatırım oranlarında artışa neden olduğunu, ancak kriz durumlarında yabancı para yükümlülüklerinin ve değer kayıplarının bilançolar üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle yatırımların azaldığını tespit etmişlerdir.

Diğer taraftan ithal ara malı kullanan firmalarda kur riski nedeniyle sürekli yabancı paraya ihtiyaç duyacağından, ellerindeki likiditenin büyük bir kısmını döviz cinsinden finansal varlıklara yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Her iki durumda yabancı paraya duyulan ihtiyaç ülkede dolarizasyon endeksini artıracak ve kurlar üzerinde baskı oluşturacaktır. MB'nin dalgalanma korkusu ile kurları sabit tutmak için faiz oranlarını yükseltmesi durumunda bu defa da firmaların yurt içindeki finansman maliyetleri yükseleceğinden yatırım yapma kararları olumsuz etkilenecektir. Taşseven ve Çınar, (2015, s.139) yaptıkları çalışmada hayata geçirilmesi uzun süren reel sektör yatırımlarının, kurlardaki oynaklıktan ve borsadaki dalgalanmalardan negatif etkilendiğini tespit etmişlerdir. Ülke dışından ithal ara malı kullanarak üretim yapan firmaların gelirlerinin döviz cinsinden olmaması yatırım yapmama eğilimini daha da yükseltmektedir. Nakit akışı döviz cinsinden olan firmalar ise yatırım yapmakta daha istekli davranmaktadırlar. Çünkü finansman politikaları açısından nakit akışı döviz cinsinden olmayan firmaların döviz cinsinden kredi kullanmaları ve yatırım yapmaları oldukça risklidir.

1.5.4. Dolarizasyonun Bilançolar Üzerine Etkisi

Paydaşlar açısından işletmelerin bilançoları işletme hakkında verilecek kararlarda temel veri kaynağıdır. Paydaşlar işletme hakkındaki analizlerini bilançolar ve ekleri üzerinden yürütmektedir. Bilançolar ekleri ile birlikte işletmelerin

finansman politikalarının en önemli göstergesidir. Bilançoların paydaşlarına işletme hakkında doğru bilgiyi sunması aynı zamanda sürdürülebilir bir finansman politikasını ortaya koyması gerekir. Bilançolar ancak bu şekilde kreditorler ve paydaşlar nezdinde firma değerini artırıcı bir etkiye sahip olabilir. Bu çerçevede yüksek enflasyon ve dolarizasyon eğiliminin olduğu ülkelerdeki işletmelerin bilanço yapısı ihracat yapıp yapmamalarına ve reel kesim veya bankacılık kesimi bilançosu olup olmamasına göre değişik şekillerde etkilenmektedir. Bankacılık kesiminin bilançolarını nasıl etkilendiği yukarıda bahsedilmiştir. Reel kesim ve hizmet sektörü açısından yüksek enflasyon ve dolarizasyon olan ülkelerde işletmeler finansman kaynağı olarak ulusal para cinsinden borçlanma yetenekleri zayıfladığından uluslararası rezerv para cinsinden borçlanma yapmak zorunda kalacaktır. Bazı durumlarda borcun hem faiz oranları hem de vadesi kısalabilmektedir. Okuda, Aiba, (2018,s.16), Dolarizasyon göstergelerinin çok yüksek olduğu Kamboçya'da 223 işletme üzerinde yaptıkları çalışmada; daha az iç kaynak yaratma kapasitesine sahip firmaların, faaliyetlerini finanse etmek için borç ile finansman yöntemine başvurduklarını ve daha fazla para uyumsuzluğu riski alma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir.

İşletmeler finansman tekniği açısından kur riskine maruz kalmamak, yükümlülüklerini dengelemek için varlıklarını da döviz cinsinden tutmak zorunda kalacak sabit varlıklara yetersiz kaynak ayıracak, ilerleyen süreçte aşınan sabit varlıklarını zamanında yenileyemediğinden üretim kayıpları kârlılıkta azalma ve yüksek miktarda bakım onarım giderlerine katlanmak zorunda kalacaktır. Başka bir açıdan bilançosunda finansman politikaları açısından yükümlülüklerinin sahip olduğu para cinsinden varlık dengesini gözetmediğinde para uyumsuzluğu, kısa vadeli kaynaklar ile uzun vadeli sermaye yatırımlarını finanse ettiğinde ise vade uyumsuzluğu ile karşılaşmak zorunda kalacaktır. Her iki durumu yansıtan bilanço yapısı paydaşlar ve kreditorler açısından işletmeye olan güveni sarsacak firma değerinin düşmesine sebep olacaktır. Bu bilgiler ışığında dolarizasyon olgusunun işletme bilançolarını olumsuz etkilediği söylenebilir. Ancak ihracat geliri elde eden işletmelerin bilançolarına kur riski ve vade uyumsuzluğu sorunu nispeten daha az yansıtacaktır. Bu bağlamda tezin temel savlarından birisi de dolarizasyon endeksinin işletmeleri sektörel ölçekte değişik etkilediği yönündendir.

1.5.5. Dolarizasyonun Sabit Sermaye Birikimi Üzerine Etkisi

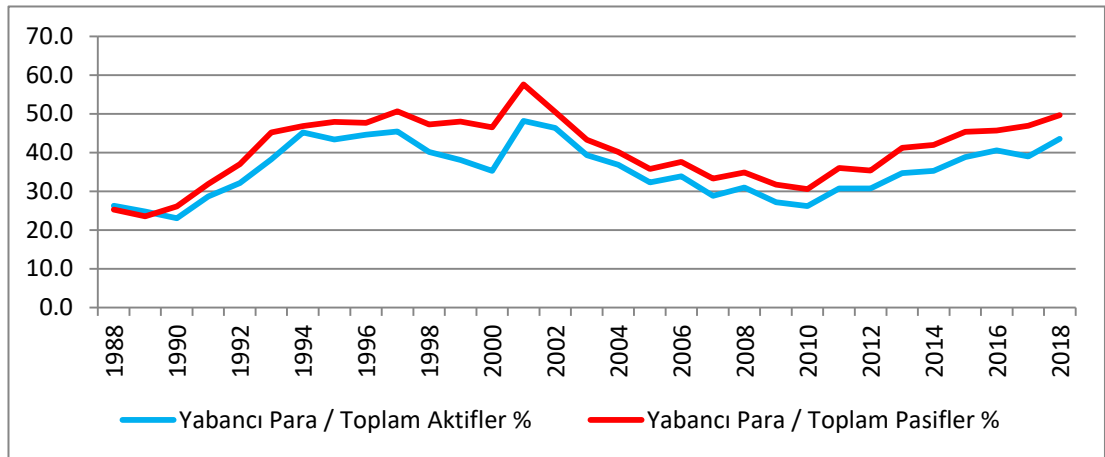
Firmalar yaptıkları ekonomik faaliyetler sonucunda riske ettikleri sermayelerinin karşılığı olarak belirli bir oranda getiri beklemektedirler. Bu getirinin adı kâr payı kazancıdır. Sermaye getiri oranı ülkedeki enflasyon oranı ve döviz kurlarındaki oynaklık ile yakından ilgilidir. Örneğin sermaye getiri oranı enflasyon oranının altında kalan veya ulusal para birimi cinsinden getirisi döviz kurlarındaki artışın gerisinde kalan bir yatırımcının reel getirisi her zaman negatif olacaktır. Bu durumun uzun süreli devam etmesi yatırımcının sermayesinde aşınmaya neden olacaktır. Varlıklarının aşınmasını önlemek isteyen yatırımcı bazı durumlarda pozitif getiri elde etmek için yükümlülüklerini ulusal para birimi cinsinden tutmayı tercih ederken varlıklarını yabancı para cinsinden tutmayı tercih edecektir. Böylece enflasyon oranı kadar yükümlülüklerini azaltırken döviz kurlarındaki artış oranı kadar varlıklar kısmında getiri elde edecektir. Sermaye= Varlıklar-Borçlar formülünde de ifade edildiği gibi sermayesinin erimesinin önüne geçmek ve getirisini maksimize etmeye çalışmak için finansal dengeyi kurmaya çalışacaktır. Ancak sermaye getirisi reel kesim açısından bankacılık sektöründe olduğu gibi sadece bilanço ile ilgili bir sorun değildir. Aynı zamanda kullanılan üretim teknolojisi ile ilgili bir sorundur.

Yüksek enflasyon, finansal aracılığın zayıflamasına neden olmaktadır. Bunun doğal sonucu dolaylı olarak imalat sanayi işletmelerinin finansman yönünden zayıflaması yabancı kaynaklardan mahrum kalması anlamına gelmektedir. Bu sonuç üretim sistemlerini yenileme imkân ve kabiliyetlerini öz kaynaklarla sınırlamakta, daha az verimli üretim teknolojisinin benimsenmesine yol açmaktadır. Diğer bir ifadeyle imalat sanayi kesimi dolarizasyon tuzağına sürüklenmektedir. Buradan hareketle sermaye getiri oranı, enflasyon, üretim teknolojileri, döviz kuru oynaklığı (getirisi) arasında bir ilişki olduğu sonucuna ulaşabiliriz (Duffy, Nıkıtın ve Smith, 2006). İlk olarak, göreceli düşük dolarizasyon ve düşük enflasyona sahip ülkelerdeki işletmelerin yüksek sabit sermaye stokuna, nispeten yüksek enflasyon ve önemli oranda dolarizasyon endeksine sahip ülkelerde düşük sabit sermaye stokuna sahip oldukları söylenebilir. Çünkü işletmeler yatırımlar yerine yabancı para cinsinden yükümlüklerini karşılamak için döviz cinsinden likit varlık biriktirme yöntemini tercih edecekler teknoloji ve sabit sermaye birikimine kaynak ayıramayacaklardır.

Sonuç olarak yeterince yüksek bir enflasyon oranının, dolara daha fazla talep yaratması sabit sermaye çıktısını azaltmakta olduğu ortaya çıkmaktadır. İşletmelerin böyle bir dengeden çıkmasının tek yolu ise enflasyonu eşik seviyenin altına düşürerek işletmelerin teknoloji ve sabit sermaye yatırımına kaynak ayırmasına imkân sağlanmasıdır. Aksi halde işletmeler sabit sermaye birikimini artırarak faaliyet gelirlerini artırmak yerine, yabancı paranın kur artışından kaynaklı faaliyet dışı gelirlerden kâr elde etme yolunu tercih edeceklerdir. Üretken sermayenin getirisi enflasyonun ve diğer faaliyet dışı gelirlerin oranından yüksek olduğu sürece sabit sermaye artışı yüksek olacaktır. Bu sonuçlara göre dolarizasyon eğilimi yüksek ekonomilerin reel ekonomik performansının düştüğü dolarizasyon ile reel ekonomik performans arasında yakın bir ilişki olduğu söylenebilir.

1.6. Türkiye'nin Dolarizasyon Göstergeleri

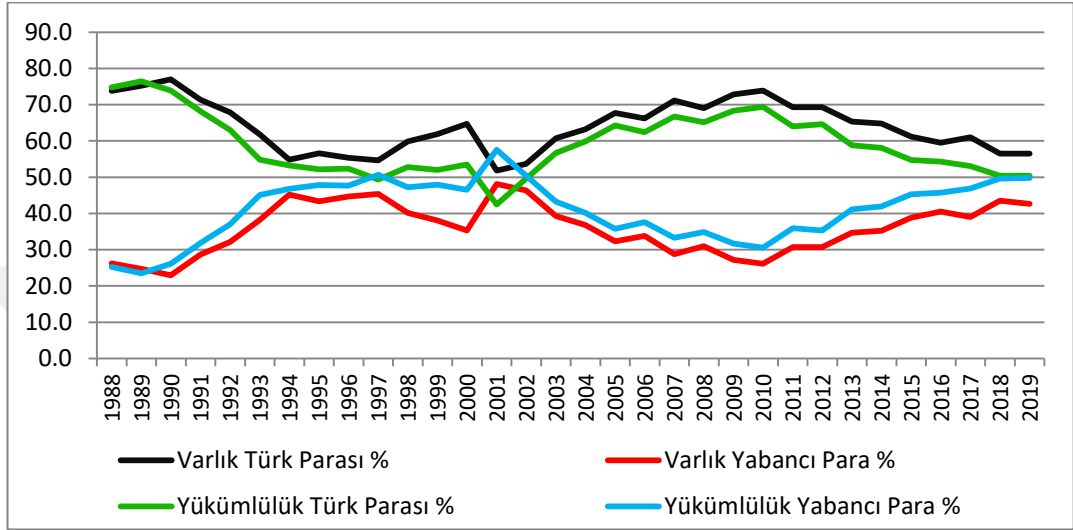
Bir ekonomideki dolarizasyonun en sağlıklı ve resmi ölçümü bankacılık kesiminin toplam aktifleri ve pasifleri içerisindeki yabancı para oranı üzerinden yapılmaktadır. Bu oranlar güvenilir şekilde tutulan bankacılık sistemi kayıtlarına göre yerli yabancı gerçek ve tüzel kişilerin bankalar nezdinde tuttıkları yabancı para birimi cinsinden varlıklarının banka aktifine oranı ile bankaların toplam yabancı para birimi cinsinden yükümlülüklerinin banka toplam pasifine oranını şeklinde ifade edilmektedir. Bu oranların Türkiye bankacılık sistemi içerisindeki uzun dönemli seyri Grafik 1'de görülmektedir.



Grafik 1. Bankacılık sektörü YP varlık ve yükümlülükleri

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği 2019 Raporu

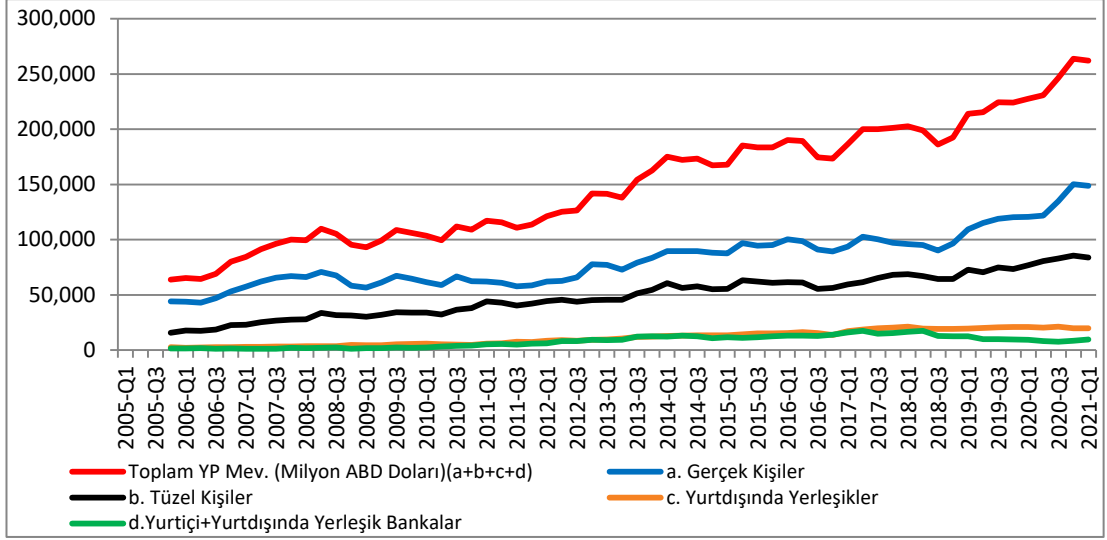
Grafik 1’de Türkiye’nin bankacılık kesimi uzun vadeli dolarizasyon eğilimi incelendiğinde 1990’lardan itibaren artan dolarizasyon eğilimi 2001 krizi ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2001 krizine gelindiğinde bankacılık kesiminin toplam varlıkları içerisinde yabancı para oranı %60’ pasifleri içerisindeki yükümlülükleri ise %50’ye ulaşmıştır (Grafik 1). Bu durum ekonomik birimlerin güven problemi nedeniyle yabancı paraya yöneldiğinin göstergesidir.



Grafik 2. Bankacılık sektörü TL-YP varlık ve yükümlülükleri karşılaştırması

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği

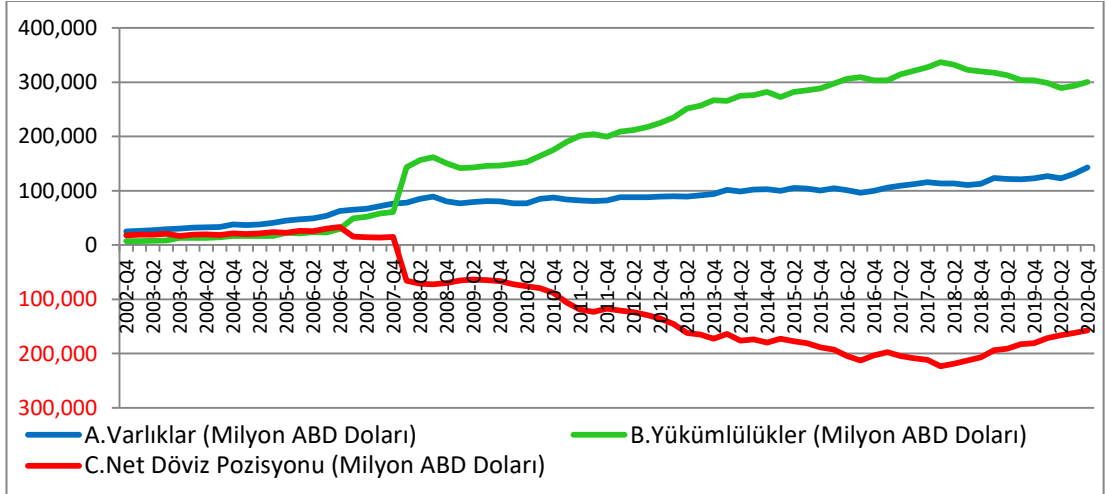
2001 krizinden çıkartılan dersler sonucu bankacılık kesimini güçlendirme, kontrol ve denetim altına almaya yönelik yapılan güven artırıcı yasal düzenlemeler ile 2002 yılından itibaren ters dolarizasyon gerçekleşmeye başlamış (Grafik 2). Bu olumlu gelişme 2008 sonrası uluslararası rezerv para sahibi ülkelerin aşırı parasal genişlemesi sonucu ortaya çıkan likidite bolluğu ve beraberinde sıfır veya sıfıra yakın negatif faiz uygulamaları ile son bulmuştur. 2010 yılından itibaren tekrardan artış eğilimine giren dolarizasyon 2020 başı itibariyle 2001 krizi seviyelerine yaklaşmıştır. Bankacılık kesiminin toplam aktif ve pasifleri içerisindeki ulusal para birimi (TL) cinsinden varlık ve yükümlülükleri ise 2010 yılından itibaren azalmaya başlamıştır. Buna paralel olarak toplam aktif ve pasifleri içerisindeki uluslararası rezerv para birimi cinsinden varlık ve yükümlülükleri ise 2010 yılından itibaren artış eğilimine girmiştir (Grafik 2).



Grafik 3. Türkiye geneli YP mevduatı dağılımı (milyon ABD doları)

Kaynak: TCMB

Merkez bankası verileri üzerinden döviz tevdiat hesaplarının gerçek kişi, tüzel kişi ayrımı incelendiğinde ise gerçek kişilerin 2006 yılında yaklaşık 44 milyar dolar olan DTH tutarı % 338 artış ile 2021 yılı ilk çeyreğinde 149 milyar dolara çıkmıştır. Aynı dönemde tüzel kişilerin ise DTH yaklaşık 16 milyar dolardan % 525 artarak 84 milyar dolara yükselmiştir. Genel toplamda ise yaklaşık % 400 artış ile 64 milyar dolar seviyesinden 262 milyar dolara seviyesine ulaşmıştır (Grafik 3).



Grafik 4. Finansal kesim harici firmaların YP varlık ve yükümlülüğü

Kaynak: TCMB

Türkiye genelinde finansal kesim harici yabancı para cinsinden varlıkların ve yükümlülüklerin seyri incelendiğinde, 2008 yılından itibaren artış eğiliminde olduğu ve ikisi arasındaki makasın açıldığı görülmektedir (Grafik 4). 2002 yılında yaklaşık

25 milyar dolar olan YP varlığı % 568 artış ile 2021 yılında yaklaşık 142 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Benzer şekilde YP yükümlülüğü 2002 yılında yaklaşık 7 milyar dolar iken 2021 yılında % 4285'lik artış ile 300 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 2002-2007 arasında varlıkların yükümlülükleri karşılama oranı pozitif iken, 2008 birinci çeyreğinden itibaren finansal kesim dışı firmaların net döviz pozisyonları negatife dönmüş ve yaklaşık -157 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Bu durum, reel kesiminde içinde bulunduğu finansal kesim dışı firmaların bilançolarının kur riskine ve şoklara karşı kırılgan hale geldiklerini göstergesidir. Bu bağlamda tezin temel hipotezi olarak Türkiye’de hane halkı, bankacılık kesimi ve finansal kesim dışı firmaların aşırı dolarizasyon eğiliminin reel sektörün finansman politika tercihlerini etkilemesinin muhtemel olduğunu ileri sürebiliriz.

Veriler ve grafikler Türkiye’de dolarizasyon eğiliminin tüm kesimlerde sürekli bir artış eğiliminde olduğu göstermektedir. Ancak dolarizasyonun nedenlerini sadece ekonomik gelişmeler ile ilişkilendirmek sorunun çözümünde yanlış politikaların geliştirilmesine neden olabilir. Bu bağlamda Mişu, Güleç, Duramaz ve Virlanuta, (2020), Türkiye’de dolarizasyon göstergelerinin ekonomik gelişmelerden daha çok siyasi belirsizliklerden etkilendiğini ortaya koymuşlardır. Ayrıca spekülasyon amaçlı yapılan ticaretin dolarizasyona neden olmadığı ve faiz oranlarındaki artışın kısa dönemli dolarizasyonu tersine çevirmede başarılı olduğu vurgulanmaktadır. Bu bağlamda dolarizasyonun siyaset bilimi disiplini ile olan ilişkisi nedeniyle, Türkiye özelinde finansal yöneticilerin ekonomik gelişmeler yanında siyasi gelişmeleri de yakından takip etmeleri ve finansman politika kararlarında dikkate almaları önerilebilir.

1.7. Dolarizasyonu Önlemeye Yönelik Çözüm Önerileri

Yukarıda belirtilen tartışmalar ışığında günümüzde dolarizasyonun birçok çeşidi olduğu faydalarının yanında mahsurlarının da olduğu görülmektedir. Literatürde de vurgulandığı üzere özellikle yükümlülük dolarizasyonun GOÜ’ler açısından olumsuz yıkıcı sonuçları olduğu görülmektedir. Dolarizasyon olgusunu ortadan kaldırmaya yönelik çözüm önerileri de genellikle bu ülkeler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Finansal anlamda serbestleşme sonucu “1994 yılında Meksika, 1997’de Asya ülkeleri, 1998’de Rusya 1999’da Brezilya en son olarak 1999 ve 2001 yıllarında Türkiye” uluslararası rezerv paraların ve dolarizasyonun doğrudan veya dolaylı olarak sebep olduğu büyük ekonomik krizler ile yüzleşmek durumunda

kalmışlardır. Her krizde olduğu gibi MB'ler ve siyasal otoriteler tarafından kriz sonrası süreçler sorgulanmış ve yeni çözüm önerilerinin uygulanması gündeme gelmiştir.

Çözüm önerilerinden birincisi, kur rejimleri üzerinde yoğunlaşmış ikincisi ise uluslararası finansal mimarinin yeniden inşası yönünde olmuştur. Finansal mimarinin yeniden şekillenmesi önerileri sermaye kontrollerinden, Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin kaldırılmasına ve hatta küresel boyutta yeni bir uluslararası rezerv para birimi ile birlikte uluslararası bir MB'nin oluşturulmasına kadar uzanmaktadır. Ancak günümüz koşullarında finansal mimariyi inşa eden ve parası uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan birkaç ülke (ABD, Japonya, İngiltere, Euro bölgesi) gibi egemen güçlerin buna müsaade etmesi mümkün görülmemektedir. Önerilerden bir başkası dolarizasyon sorunu yaşayan ülkelerin ulusal para birimlerini kullanmaktan vazgeçmeleri egemen bir parayı resmi olarak kabul etmeleri yönündedir. Ancak maliyetinin yüksek olmasının resmi dolarizasyona geçişi yavaşlattığı, fayda mahsurlarının iyi değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmaktadır, (Özen, 2018, s.112). Tam dolarizasyonun ülkeler açısından tercih edilirken her ne kadar literatürde başarılı örneklerine rastlansa da her ülkenin kendine has siyasal, ekonomik, sosyal koşulları, güvenlik boyutunu da dikkate alarak fayda ve mahsurlarının değerlendirilmesi ondan sonra nihai kararın verilmesi gerekmektedir.

Başka bir yöntem yükümlülük dolarizasyonuna neden olan ve yatırımlar için gerekli uzun vadeli kaynağın ulusal tasarruflar ile karşılanması olabilir. Bu kapsamda ulusal tasarruf alışkanlığının özendirilmesi için teşvik edici düzenlemeler yapılabilir. Diğer bir yöntem dışa bağımlı, üretim sistemlerinin yerli imkânlar ile üretilmesinin ulusal politika haline getirilerek desteklenmesi sabit sermaye yatırımı için duyulan yabancı para ihtiyacını azaltabilir. Yurt dışı yarı mamül ve mamül ihtiyacının ülke içinde üretiminin desteklenerek daha çok ihracat odaklı politikalar ile varlık ve yükümlülük dolarizasyonuna neden olan sebep ortadan kaldırabilir. Dolarizasyonun temel sebebinin güvensizlik ve oynak enflasyon olduğu bilinmektedir. Ekonomik birimlerin ekonomi politikalarına, kurumlara, taahhüt edilen vaatlere olan güvenlerini artırıcı açık şeffaf iletişim politikalarının uygulanması ve fiyat istikrarını öngörülebilir hale getirmek suretiyle, elde yabancı para varlığı tutma gerekliliği azaltılabilir bu yöntemle ters dolarizasyonun gerçekleşmesi hızlandırılabilir.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSMAN POLİTİKASI KAVRAMI, İLİŞKİSEL BOYUTU, İŞLETMELERDE FİNANSMAN POLİTİKALARI VE KAYNAKLARI

2.1. Finansman Politikası Kavramı

İşletmeler yapacakları yatırımlar, yenilenecek aktifler, alınacak krediler, kredilerin yeniden yapılandırılması, hisse senedi ve tahvil çıkartılması, şirket birleşmeleri, satın almaları ve kâr payı dağıtımı gibi işlemler için finansal kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. İşletmenin faaliyetlerinden doğan her türlü finans hareketlerinin zamanında, güvenli, dengeli ve verimli bir şekilde yönetilmesi finansal yönetim konusunu oluşturmaktadır. Tüm bu süreçler fon ihtiyaçlarının tespiti, planlanması, fonların temin edilmesi, kullanılması, denetim süreçlerini kapsar ve bu süreçler belirli politikalar doğrultusunda gerçekleştirilir. Gerekli olan finansal kaynakların en uygun maliyetle, nasıl, nereden, hangi vadelerle ve hangi para birimi cinsinden temin edileceği hususlarını içeren konular “finansman politikaları” çerçevesini oluşturur. Ayrıca işletme faaliyetleri sonucu ortaya çıkan karın nasıl dağıtılacağı konusunu içeren temettü (kâr payı) dağıtım politikalarından, karların dağıtılmayan kısmı ile ilgili tercihlerde finansman politikası kapsamı içerisine girmektedir. Bu bağlamda finansman politikasının en temel hedefini, karı ve işletme değerini maksimize edecek en uygun yöntemle finansman ihtiyaçlarını karşılamak ve firmanın devamlılığı için bu faaliyeti sürdürülebilir kılmak şeklinde tanımlayabiliriz.

Finansman politikasının çerçevesini çizebilmek için öncelikle “politika” kavramının ne ifade ettiğini açıklamak gerekir. Türk Dil Kurumu (TDK) politikayı “davranış biçimi, düşünce yapısı”, mecaz anlamı olarak da “bir hedefe varmak için karşısındakilerin duygularını okşama, zayıf noktalarından veya aralarındaki uyumsuzlıklardan yararlanma vb. yollarla işini yürütme” şeklinde tanımlamaktadır (TDK, internet sözlüğü). Bu bağlamda “finansman politikaları”; gelecekte nakit akışı sağlayacak reel varlıklara yapılacak yatırımların ve bilançonun aktif kısmında bulunan varlıkların sürdürülebilir şekilde temini, idamesi ve geliştirilmesi için gerekli kaynakların (fonların) uygun maliyetle, zamanında nereden, nasıl sağlanacağı hususları ile ilgili davranış tarzlarının, düşünce yapılarının oluşturulması şeklinde tanımlanabilir. Finansman politikasının temel amacı, işletmelerin hedeflerine ulaşabilmesi için, en uygun maliyetli fon kaynaklarını temin edecek yol ve

yöntemlerin belirlenmesi, uygulamaya dönük düşünce yapısının oluşturulması fon sağlayıcı kişi ve kurumların işletmeye finansman sağlama konusunda isteklerinin uyarılması süreçlerini kapsamaktadır.

2.1.1. Finansman Politikalarına Etki Eden Hususlar

İşletmeler finansman politikalarını genel hatları ile üç tür finansman yöntemi üzerine inşa etmektedirler. Birincisi, ihtiyacı olan fonları kendisi yatırımlarından elde ettiği gelirler vasıtasıyla oluşturduğu özkaynak havuzundan veya doğrudan ortaklar edinmek suretiyle elde ettiği özsermaye ile karşılamak. İkincisi bazı varlıklarını teminat göstererek veya taahhütler karşılığında belirli bir faiz oranı ve vade üzerinden, ulusal veya uluslararası para ve sermaye piyasalarından borçlanmak. Üçüncüsü, firmanın özelliklerine, iş koluna, dış ticaret hadlerine, nakit akışına bağlı olarak her ikisinin belirli oranlarda birlikte kullanıldığı karma bir finansman yöntemini tercih etmek. Tercih edilen yöntemle göre kullanılan kaynağın finansmanı için harcanan işlem maliyetleri, temin yöntemi, vadesi, geri ödeme koşulları, faizi, istenen ilave risk primi gibi şartları da değişmektedir. İşletme üst yönetimi özellikle finans yöneticileri tarafından dünyadaki ve çevre ekonomilerinin genel değerlendirilmesine, sektörün özelliklerine, ülkedeki ve sektördeki makro ve mikro değişkenlere göre finansman yöntemlerinden birisini veya karma bir yöntemi tercih etmektedir.

2.1.2. Finansman Politikalarının Belirlenmesi

Kelime anlamı olarak politika, süreçlerin ve işlerin yürütülmesine yönelik oluşturulan bir düşünce yapısı, davranış biçimi olduğundan uzun vadeli ve kolektif akıllı gerekli kılmaktadır. Kolektif akıl belirli bir hedefe ulaşmaya yönelik olarak geçmişin tecrübesinden yararlanarak geleceği şekillendirme düşüncesiyle oluşturulmaktadır. Bu nedenle politika kavramı, içerisinde geleceğe yönelik düşünceleri ve planları barındırmaktadır. Gelecek ise belirsizlikleri içerir, yönetimin görevi bu belirsizlikleri mümkün olduğunca bilinir kılmak ve işletme hedefleri doğrultusunda kullanmaktır. Bu da ancak öngörülebilir ve sürdürülebilir finansman politikası ile gerçekleştirilebilir. Bu bağlamda işletmelerin yaşamını devam ettirebilmesi açısından finansman politikalarını belirlerken geleceği ve gelecekte muhtemel gelişmeleri göz önünde bulundurması gerekmektedir. Finansman politikalarının oluşturulma süreci geleceğe yöneliktir. Ancak tercih edilen finansman

politikasının uygulama sonuçları, işletmelerin mali tablolarında veri olarak tutulmakta ve finansman politikaları sonuçlarının değerlendirilmesi için muhafaza edilmektedir.

İşletmeler açısından geçmişte ortaya çıkan sorunlara karşı geliştirilen politikalar ve uygulama sonuçları işletmelerin yönetsel hafızalarında bulunmaktadır. İşletmeler finansman politikalarını geçmişte ortaya çıkmış problemlerden ders alarak, sorunların çözümü için kullanılan yol ve yöntemlere başvurarak veya ortaya çıkması muhtemel siyasi, iktisadi, ekonomik, finansal krizlerin şekline göre belirlemektedirler. Finansman politikalarının belirlenmesine ve başarısına işletme içerisinden ve dışından olmak üzere birçok unsur etki etmektedir. Bu bağlamda finansman politikasının şekillenmesinde kullanılacak kaynağın para birimi, vadesi, maliyeti, sermaye yapısının nasıl olacağı, paydaşlar ile olan ilişkiler ve işletme değeri arasındaki dengenin nasıl kurulacağı önemli rol oynamaktadır.

2.2. Finansman Politikalarının İlişkisel Boyutu

2.2.1. Finansman Politikası, İşletme Değeri, Paydaş Teorisi İlişkisi

İşletme üst yönetimleri tarafından işletme değeri maksimizasyonu 1950 sonrasında başlayarak kurumsal amaç ve vizyonun bir ifadesi olarak görülmektedir. Bu doğrultuda yönetimin esas amacı işletme değerini maksimize edecek veya olağanüstü koşullar altında mevcut değerini koruyacak bir politika tercihinde bulunmaktır (Koller, Goedhart ve Wessels, 2005, s.7-11). İşletmeler bu hedefe ancak küresel, bölgesel ve ülkeye bağlı riskleri dikkate alan işletme bünyesine uygun yatırım, kâr payı dağıtımı ve finansman politika kararlarını vererek ulaşabilirler. Teorik açıdan ise işletmelerin uzun vadeli değerini maksimize edebilmesi tüm paydaşları kapsayan, beklentilerini dikkate alan bir finansal yönetim anlayışı ve finansman politikası ile mümkün olmaktadır (Baker ve Powell, 2005, s.11).

Paydaş teorisi, yöneticilerin sadece sermaye sağlayan kişiler ve işletme sahiplerini dikkate alan kararlar vermesinden ziyade, borç verenler, kreditorler, çalışanlar, müşteriler, işletme ile ilişkili topluluklar, devlet, tedarikçiler gibi bir işletmenin dar ve geniş çevresi ile ilişkili tüm paydaşların çıkarlarını dikkate alacak şekilde kararlar alması gerektiğini savunmaktadır (Jensen, 2001, s.8). Bu bağlamda işletme değeri ile paydaşların beklentilerini dikkate alan paydaş teorisi arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. İktisat ve finans teorisi açısından da tüm

paydaşların değerinin maksimizasyonu genel ekonominin maksimizasyonu anlamına geleceğinden bu durum toplumsal refaha da yansiyacaktır.

Bu bilgiler çerçevesinde finansman politikalarının oluşumunda sadece işletme sahipleri veya borç verenlerin etkisinin olmadığı aynı zamanda işletme ile ilişkili tüm paydaşların rol oynadığı görülmektedir. Örneğin yapılan hesaplamalarda yüksek getiriye sahip ve uygun maliyetli finansman kaynağı sağlanmış bir yatırımın, paydaşlardan birisi olan çevrenin duyarlılıklarının dikkate alınmaması sonucu, çevreciler tarafından açılacak hukuksal davalarda işletmeye ilave cezai, mali veya adli birçok maliyet ve sorumluluk yükleyebilme potansiyeli bulunmaktadır. Bu durum uygun maliyetlerle sağlanan finansmanın avantajını ortadan kaldırma olasılığını artırmaktadır. Çevrenin duyarlılıklarının dikkate alınması kamuoyu tarafından işletmenin görünürlüğüne katkı sağlamakta, güvenilirliğini artırmakta, çevreye saygı, üretilen ürünlerin tanıtımı, reklam ve pazarlama gibi birçok ilave maliyet gerektiren süreçlerin çok düşük maliyetler ile gerçekleştirilmesine olanak sağlamaktadır. Bu nedenle finansman politikaları oluşturulmasında işletme değeri maksimizasyonuna odaklanılmamalı, işletme değeri maksimizasyonu sadece sermaye sahiplerinin değerinin maksimizasyonundan ibaret görülmemeli, tüm paydaşları kapsayacak “toplam işletme değerine” odaklanılmalıdır.

Sermaye yapısı teorileri bu yönü ile paydaş teorisini dışlamaktadır. Çünkü sermaye yapısı teorileri işletme değerine odaklanırken sadece salt bilançolardaki rakamlar üzerinden hareket etmekte, sermayenin maliyetine odaklanmakta ve sosyolojik olayları teorilerinin içerisine dâhil etmemektedir. Oysaki tüm paydaşların duyarlılıklarını dikkate alan politikalar sayesinde ulusal ve uluslararası kamuoyunda oluşturulacak olumlu izlenimler ile pazar payı artırılabilir. Özellikle doğrudan yabancı yatırımcıların ilgisi uyarılarak, ortaklıklar kurmak suretiyle uluslararası rezerv para birimi cinsinden sağlanacak özkaynaklar ile dolarizasyon sorununun işletme bilançosu üzerindeki olumsuz etkileri azaltılabilir.

2.2.2. Finansman Politikası Sermaye Yapısı İlişkisi

Finansman politikaları sermaye yapısı kararlarını, yatırım kararlarını ve temettü kararlarının bir kısmını da kapsayan ve içerisinde geleceğe yönelik olasılıkları barındıran daha geniş bir kavram olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle finansman politikalarının sonuçları işletmenin tüm bilançosunun

karakterine yansımaktadır. Yatırım kararları süreci içerisinde işletmeler değişik şekiller ve yöntemler kullanarak yapacakları yatırımdan beklenen getirisini tahmin için pazar analizi, talep analizi, rekabet ortamı analizi yapmaktadırlar. Üretim kapasitesinin talebi karşılayıp karşılamayacağını belirlemek için üretim teknolojisi analizi, yatırım için gerekli kaynağı tahmin etmek için ise finansal analiz ve en sonunda kaynağın işletmeye olan yükünü hesaplamak için kaynak maliyeti analizi yapmaktadırlar. Finansal analiz ve sermaye maliyeti analizi yapılacak yatırımın finansmanında kullanılacak sermayenin para biriminin belirlenmesi, nereden hangi yöntemle temin edileceği ve ne kadar maliyetle tedarik edileceğinin karşılaştırılması ve sermayenin alternatif getirilerinin hesaplanması işlemlerini içermektedir (Yalçiner ve Aksoy, 2011, s.165). Yapılan hesaplamaların sonuçlarına göre yatırımın yapılıp yapılmaması konusunda tercihte bulunulmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle gerek işletme kuruluş aşamasında gerekse sonradan yapılan ilave yatırımlarda işletme sahipleri, finansal yöneticiler istenilen işletme sahiplik yapısına uygun şekilde, kullanılacak sermayenin para birimini, çeşidini, tedarik yöntemini, vadesini, maliyetini ve alternatif getirilerini hesap ederek finansman politika tercihlerini belirlemektedirler. Benzer şekilde temettü dağıtım politikasında dağıtılacak kâr payının oranının ne olacağı, oto finansman yönteminin tercih edilip edilmeyeceği aynı zamanda finansman politikasının ilgi alanına girmektedir. Kullanılacak borcun çeşidi ile hangi yöntemle özkaynak yaratılacağı konuları da aynı zamanda bir finansman politikası tercihidir.

Finansman politika tercihleri genellikle gerçekleşme ihtimali en yüksek durumdan başlayarak en kötü duruma doğru geniş bir yelpazede değişik olasılıklara göre şekillendirilmektedir. Sonuçta tüm finansman politika tercihleri bir tahmine dayanmaktadır. Bir işletmenin yatırılan sermayenin muhtemel getirisi, büyüme oranı ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti gibi temel bileşenlerinin tahmin edilmesinde ve değerlemesinde yapılacak hatalar, nihayetinde makro seviyede stratejik hatalara yol açabilmektedir. Bu nedenle yapılan tüm analizlerin doğruluğu bir anlamda dayandığı tahminlerin güvenilirliğine bağlıdır (Koller, Goedhart ve Wessels, 2005, s.7). Tercihe bağlı olarak işletme bilançosunun pasif yapısı (finansal yapısı), pasif yapıya bağlı olarak aktif yapısı (sermaye yapısı) oluşmaktadır. İşletmelerin oluşturduğu alternatif finansman politikaları içerisinde mevcut şartlara göre tercih ettiği finansman politikalarının sonuçlarının belirli bir kısmı bilançolarda sermaye

yapısını oluşturan oranlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu oranların nasıl oluştuğunu ve oluşumu etkileyen nedenleri açıklamaya yönelik yapılan teorik çalışmalar ise sermaye yapısı teorileri literatürünü oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle finansman politikaları ile sermaye yapısı neden sonuç ilişkisi içerisinde birbirine bağlı mantıksal süreçler ve çalışmalardan oluşmaktadır.

2.2.3. Finansman Politikası Sermaye Yapısı Dolarizasyon İlişkisi

Bilançolardaki sermaye yapısı tercih edilen finansman politikalarına göre şekillenmektedir. Sermaye yapısına etki eden faktörler klasik ve modern sermaye yapısı teorileri çerçevesinde incelenmektedir. Klasik yaklaşımların teorik çerçevesi, tercih edilen finansman şeklinin (borç veya özsermaye) maliyeti üzerine odaklanmaktadır. Sermaye maliyeti *“işletme yönetiminin risk düzeyi orta seviyede olan bir yatırımdan beklediği en düşük getiri oranı şeklinde ifade edilmektedir”* (Karadeniz, Kaplan ve Günay, 2016, s.40). Modern yaklaşımlar ise D. Modigliani-Miller’in 1958 yılından yaptığı çalışmadan sonra içerden öğrenme durumu, vergi avantajları, bilgi asimetrisi, temsil maliyeti gibi yönetsel faktörlerin sermaye yapısının oluşumuna etki ettiğini ortaya koymuştur.

Klasik teoriye göre göre üretim fonksiyonu $Y = A \cdot f(K, L)$ formülünde K=sermaye temel üretim faktörü olup, sermayenin maliyeti üretilen ürün ve hizmetin maliyetini doğrudan etkilemektedir (Gökçen, 1987, s. 161). Ayrıca ürün hizmet ve sermaye maliyetinin düşük olması rekabet, pazar payı, satışlar, kârlılık, temettü dağıtımındaki değişimlere de yansımaktadır (Sayılğan ve Doğan, 2005). Bu kapsamda işletme yönetimi finansman politikalarını oluştururken sermaye maliyetine odaklanmaktadırlar. Ancak dolarizasyon sorunu olan ülkelerde ulusal para ile yabancı para cinsinden kaynak kullanmanın maliyeti ve riskleri farklıdır. Buradan hareketle dolarizasyon olgusunun, sermaye maliyeti üzerinden sermaye yapısı oluşumunu etkilediğini ileri sürebiliriz.

Modern sermaye yapısı teorileri sermaye yapısı oluşumuna değişik bakış açıları sergilemektedir. Bunlardan birincisi profesyonel yöneticiler ile özsermaye sahipleri arasındaki ilişkilere odaklanmaktadır. Yöneticilerin borcun vade ve faiz baskısından kurtulmak için oto finansmana yöneleceğini ve işletme değerinden ziyade kendi kazançlarını ön planda tutma politikası güdeceğini iddia etmektedir. Öz sermaye sahiplerinin ise borçlanma oranlarını artırılarak, profesyonel yöneticilerin

temsil maliyetini düşürülebileceğini ileri sürülmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008, s.261). İkincisi profesyonel yöneticilerin finansal kaldıraç oranlarını değiştirerek işletme değerinin gelecekteki değerine yönelik beklentilerini yatırımcılarına ilettiğini ortaya koyan sinyalleşme teorisidir (Ross, 1977, s.23; Leland ve Pyle, 1977). Üçüncüsü işletmenin iflas riskini, vergi tasarrufu ve finansal sıkıntının ortaya çıkarttığı maliyetlerinin negatif ve pozitif yönlerini dikkate alarak bir sermaye yapısı oluşturulduğunu ileri süren dengeleme teorisidir. Dördüncüsü finansal hiyerarşi teorisi de işletmelerin öncelikli olarak kendi öz kaynakları ile yatırımlarını gerçekleştireceğini yetersiz kalması durumunda dışarıdan kaynak kullanımının seçildiğini, en son tercih olarak hisse ihracı ile finansmana yöneleceğini iddia etmektedir. Hiyerarşi teorisi özsermaye sahiplerinin kârlılık oranı yüksek olma ihtimali olan yatırımlarda dış kaynak kullanmayı fazla tercih etmeyeceklerini ileri sürmektedir (Myers ve Majluf, 1984, s.47). Bu bilgilerden hareketle sermaye yapısı teorilerinin finansman politikalarının çerçevesini açıklamada kullanılabileceğini söyleyebiliriz. Ancak finansman politikalarının sadece sermaye yapısı teorileri ile açıklanmaya çalışılması konunun dar bir kapsamda ele alınmasına neden olacaktır. Oysaki finansman politikası oluşum süreci ve uygulaması çok daha geniş bir süreci kapsamakta işletmenin içerisinden ve dışından kaynaklı birçok husus etki etmektedir.

Literatürde yapılan çalışmalarda sermaye yapısı oluşumun başka faktörlerinde etkili olduğu ortaya konulmuştur. Örneğin Şili’de yapılan bir çalışmada büyük işletmeler ile dış rekabet gücü (ihracat kapasitesi) yüksek ve dış finansmana erişim imkânı daha fazla olan işletmelerin yabancı para cinsinden borç kullanımının daha yaygın olduğu tespit edilmiştir (Fuentes 2009, s.485). Mora, Neaime ve Aintablian, (2013, s.1093) ise yüksek net değere sahip şeffaf, güvenilir, doğrulanabilir teminatı bulunan işletmelerin döviz cinsinden kredilere erişme ihtimallerinin daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır. (Martí’nez, Werner 2002, s.333). Ayrıca döviz cinsinden yükümlülüklerin kur hareketlerine duyarlı olduğu ve ulusal paranın aşırı değer kaybetmesinin bilançoları negatif etkilediği ve yatırımlar üzerinde azaltıcı etki yarattığı vurgulanmıştır. Bu bilgiler bize finansman politikaları oluşumunu açıklamada sermaye yapısı teorilerinin yetersiz kaldığını göstermektedir. Ayrıca sermaye yapısı teorileri işletmelerin yabancı para varlık ve yükümlülüklerini dikkate almamaktadır. Bu bağlamda çalışma sermaye yapısını etkileyen değişkenler içerisine varlık ve yükümlülük dolarizasyon değişkenini de ekleyerek sermaye yapısı

teorilerinin gelişmesine katkı sunabilir ve finansman politikası ile sermaye yapısı ilişkisinin açıklanmasına üçüncü bir boyut kazandırabilir.

2.3. Finansman Politikalarını Etkileyen Hususlar

Firmaların üretim, pazarlama, tedarik ve yönetim birimleri, politikalarını oluşturulurken en temel sorunları politikaları hayata geçirecek finansmanın nereden nasıl bulunacağı ile tercih edilen ve uygulamaya konulan politikanın getirisinin sağlanan finansmanın maliyetini karşılayıp karşılamayacağı hususunda düğümlenmektedir. İhtiyaç duyulan fonların bulunmasına işletme içi ve işletmenin bulunduğu ülkeye mahsus faktörlerden kaynaklı birçok unsur etki etmektedir (Özyiğit, 2015, s.18-24). İşletme içi ve ülkeye has koşullar dışında “Maliyet, risk, kâr” üçlüsünün gölgesinde, mevcut dünya, çevre ekonomilerinin genel iklimi, işletmelerin bu ekonomilerde ilişki içerisinde bulunduğu tedarikçi ve müşterilerinden kaynaklanan sorunlar ile küresel pazarlarda yaşanan dalgalanmalar işletmelerin finansman politikalarını etkileyen diğer faktörlerdir (Çakır, 2013, s.4952).

2.3.1. Finansman Politikalarını Etkileyen Ülkeye Özgü Faktörler

2.3.1.1. Ülkenin Büyüklüğü ve Gelişmişlik Düzeyi

Ülke büyüklüğü finansman politikasını dışsal olarak etkileyen önemli bir faktördür ve ülke büyüklüğünün finansman politikalarını etkileme biçimi ilk günah sorunu ile ilişkilendirilerek açıklanmaktadır. Hükümetlerin ve işletmelerin bütçe açığını, yatırımları ve ithalat açıklarını finanse etme arzusunu mümkün olan en düşük maliyetle ve sürdürülebilir finansman yöntemi ile çözebilmeleri “ilk günah” hipotezi ile yakından ilişkilidir. Teoriye göre büyük ülkelerin, ilk günah problemini azaltma konusunda avantajları vardır. Çünkü ekonomilerinin büyüklüğü, bu ülkelerin ulusal para biriminin işlem maliyetlerini³ azaltmakta, dünya finansal sistemi içerisinde diğerlerine göre daha cazip kılmaktadır. Ayrıca bu ülkeler sahip oldukları ölçek ekonomileri sayesinde fiyat avantajı ve ticaretteki işlem maliyetlerinin düşüklüğü ile kendi para birimleri cinsinden ihracat yapma imtiyazı gibi büyük avantajlara sahip olmaktadır. Buna karşılık, küçük ülkelerin para birimleri, ortaya çıkarttıkları ek işlem maliyetleri, kendi ülkeleri dışında dış ticarete para birimlerinin kabul görmemesi nedeniyle finansman yöntemi açısından işletmeleri zor duruma

³ **İşlem maliyet teorisi (transaction cost)**; bir ülkenin veya firmanın gerek ülke içi gerekse ülke dışından sağladığı ürün ve hizmetlerin karşılığı olarak ödediği ücretler üzerine tesisi edilmiş bir teordir.

düşürmektedir.

Bu asimetrinin nedeni 19'ncü yüzyılda dünya finansal piyasalarındaki gelişmeler ve finansal piyasaları kuracak başlangıç sermayesine sahip Avrupa ülkelerinin dünya ticaretinde önemli pazar büyüklüğünü ele geçirmelerinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca kapitalizmin Avrupa'da erken dönemde gelişmeye başlaması ve sermaye birikiminin oluşması kaliteli, bağımsız ve denetlenebilir finansal kurumların oluşumunu sağlamıştır. Bu gelişmeler Avrupa'da bazı ülkelerin ilk günah sorunundan uzaklaşmalarına zemin hazırlarken, diğer taraftan oluşturulan sağlam kuruluşlar ve güçlü para birimleri gelecek dönemlerde kendi ulusal paralarının borçlanma aracı ve ticarete değişim aracı olarak kullanılmasının önünü açmıştır (Kızıltan, Yergin ve Mercan 2011, s.2008).

Diğer ülkeler ise tarihsel sürecin kendilerine miras olarak bıraktığı ilk günah sorunu nedeniyle, kendi para birimleri cinsinden finansman sağlama avantajına sahip olamamaktadırlar. Diğer bir ifadeyle ilk günah sorunu yaşayan ülkelerin işletmeleri, finansman politikalarını oluştururken kendi ülke para biriminin dünya ölçeğinde kabul edilirliliğini göz önünde bulundurmamak ve finansman politikalarını yabancı para cinsi üzerinden oluşturmak zorunda kalmaktadırlar. Tezin temel hipotezi de buradan ortaya çıkmakta ve ilk günahın sebep olduğu dolarizasyonun işletmelerin finansman politikalarını etkilediğini ileri sürmektedir.

2.3.1.2. Ülkenin Finansal Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi

Ülkeler ve firmalar ihtiyaç duydukları uzun vadeli kaynaklara, ulusal veya uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç ederek veya borsalara koteli hisse senedi ihraç ederek ulaşabilmektedirler. İhraç edilen tahvile ve hisse senedine yeterli talep bulunabilmesi için finansal piyasanın derinliği ve gelişmişlik düzeyi önemli bir faktördür. Finansal “**piyasaların derinliği**” piyasada mevcut aktörlerin işlemlerinin hacmi ile ilişkili bir konudur. “**Finansal gelişmişlik**” ise, piyasayı etkin şekilde denetleyecek ve yönetecek kurum kuruluşların varlığı bilgi, yönetim, denetim, hukuksal ve teknolojik olarak sahip olunan imkânlar ve yetenekler ile ilgili hususları kapsamaktadır. Bu bağlamda finansal azgelişmişlik kısaca sağlam, güvenilir finansal kurumlara ve yapılara sahip olunamaması, öngörülebilir para ve maliye politikalarının bulunmaması, yetersiz hukuksal düzenlemeler ve mülkiyet haklarının korunamamasından kaynaklanmaktadır (Bakırtaş, 2015). Az gelişmiş finansal piyasaların varlığı teorik olarak fon ihtiyacı olanların istedikleri miktarda fonlara

uygun maliyetle ulaşmasında güçlükler doğurmaktadır. Çünkü uluslararası yatırımcılar bu tür piyasaları tercih etmemektedirler.

Bir ülkenin yurt içi finansal piyasalarındaki, uluslararası yatırımcıların katılım düzeyi, potansiyeli, niteliği ve etkisi ülkeler arasında değişim göstermektedir. Bu durum uluslararası yatırımcıların bir ülkenin yerel finansal piyasa yapısının gelişmişlik düzeyi ve derinliği ile açıklanmaktadır (Hardie ve Rethel, 2019, s.89). Örneğin yerli ve yabancı yatırımcılar belirli bir zamanda, uzun vadeli tahvillere, hisse senetlerine yatırım yaparak veya bu tür yatırımlara destek vermeyi durdurarak piyasa gelişimini kolaylaştırma veya engelleme fonksiyonu üstlenebilmektedirler. Uluslararası yatırımcıların derinleşmiş piyasalardan çıkışları söz konusu ülkeler açısından sorun yaratmaz iken derinliği olmayan piyasalarda krizlere neden olabilmektedir. Diğer taraftan büyük ölçekteki fon sahipleri gerekli altyapıya ve çeşitliliğe sahip olmayan piyasaları portföy yaklaşımına göre risk, getiri eğrisinin istenilen düzeyde olmaması nedeniyle tercih etmemektedirler. Yeterli gelişmişlik ve derinliğe sahip olmayan finansal piyasalarda fiyat oluşumlarda sağlıklı olmamaktadır.

Diğer taraftan ise hükümetler, kendi borçlanma faaliyetleri ve yöntemleri vasıtasıyla piyasaları belirgin bir şekilde etkileme gücüne ve piyasaların gelişimi ile ilgili politika üretme yeteneğine sahiptirler. Hükümetler yüksek faiz oranlarından borçlanma yaparak kaynakları kendisine yönlendirebilmekte ve özel sektörü piyasadan dışlayabilmektedir. Hükümetlerin iç piyasa yapısına ve finansal piyasalarının gelişimine yönelik olarak aldıkları sermaye kontrollerinin azaltılması, önemli vergi avantajları, vb teşvik edici önlemler uluslararası yatırımcıların piyasaya olan potansiyel etkisinin niteliğini de belirlemektedir (Hardie ve Rethel, 2019, s.90). Ancak hükümet politikası piyasa geliştirme için her zaman gerekli bir şart değildir. Bankalar ve emeklilik fonları gibi güçlü politika yapma yeteneğine sahip piyasa oyuncuları da finansal piyasaların gelişimine ve derinleşmesinde katkı sunabilmektedirler. Buna karşın yurt içi finansal piyasa aktörleri hükümetlerin çıkarlarını savunmak için lobi yapma, aynı zamanda piyasa eylemleriyle veya eylemsizlikleriyle piyasa gelişimini engelleme veya destekleme yetenekleri de bulunmaktadır.

Gelişmiş bir finansal piyasanın ve tahvil piyasasının olmayışı, sadece para uyumsuzluğu konusunda değil, aynı zamanda maliye politikasının etkinliği için de sonuçlar doğurmaktadır. Ancak, iç finansal piyasaların gelişmesinin, firmaları ve

lkeleri döviz krizlerinden tamamen izole etmediği de iddia edilmektedir (Kahn, 2005, s.68). Caballero ve Krişnamurthy (2003)'de sınırlı finansal gelişmenin yabancı borç verenlerin gelişmekte olan piyasalara girme teşviklerini azalttığını, tespit etmişlerdir. Finansal gelişimi sınırlı olan ülkelerde ayrıca daha az dış kredi limitleri ve ulusal para birimi cinsinden dış borç bulunmaktadır. Bu durum, yabancı finans uzmanlarının borç verme kararlarındaki tamamlayıcı değerlendirmeleri ile daha da artmaktadır (Caballero ve Krişnamurthy, 2003, s.887). Dolaylı olarak yabancı borç verenlerin gösterdikleri bu ilgi eksikliği ulusal para cinsinden ihraç edilen borçlanma araçlarına olan ilgiyi azaltmaktadır. Daha az ulusal para biriminden dış borçlanma ve kredi limitlerindeki düşüş dolayısı ile bilançolar içerisinde yabancı para cinsinden dış borcun ağırlığı artmaktadır. Diğer taraftan ise yurt içi tahvil piyasalarına yoğun yabancı katılımı, risk algıları değiştiğinde ani çıkışa dönmesi veya girişin aniden durması, firmaları para uyumsuzluğu riski ile karşı karşıya bırakırken, makro seviyede ulusal para birimini savunmasız bırakabilmektedir.

Yukarıda tartışıldığı üzere “uluslararası yatırımcılar” yüksek enflasyon ve politik istikrarsızlıktan kaynaklanan durumlarda reel kesime göre piyasaları çok hızlı terk edebilmektedirler. Bu durumu engellemek için finansal piyasalar şeffaf, devlet müdahalesinden arındırılmış, piyasaları denetleyen kurum ve kuruluşların oluşturulması, uygun makroekonomik politikalar, mali disiplin ve güvenilir para politikası ile enflasyonu ve yatırımcı riskini azaltıcı tedbirler ile gelişimi sağlanabilir. Ayrıca finansal piyasalarda kullanılan enstrümanların çeşitlendirilmesi, özellikle yerli olmayanların ilgisinin çekilmesi durumunda daha derin bir tasarruf havuzu oluşturularak buradan sağlanacak kaynak ile kamunun ve özel sektörün finansman yönteminde ve politikalarında esneklik sağlanabilir (Kahn, 2005, s.75). Uluslararası yatırımcıların ülke finansal piyasalarına girişi ile tahvillere ve hisse senetlerine gösterilen yabancı ilgisi daha sonra iç yatırımcıların ilgisini uyarabilir. Bu bağlamda finansman sıkıntısı çeken firmalar, daha rahat uzun vadeli kendi para birimi cinsinden borçlanarak veya yeni hissedarlar bularak daha uygun maliyetlerle fon sağlama imkânına kavuşmaları sağlanabilir.

İşletme sahipleri ve finansal yöneticiler finansal kararlarını verirken göz önünde bulundurdıkları hususlardan birisi ihtiyaç duyulan fon kaynağının maliyeti, ulaşılabilirliği ve istenilen miktarda fonun temin edilip edilemeyeceği hususlarıdır. Gelişmiş ve derinleşmiş ulusal finans piyasalarına sahip olan ülkelerde fon

kaynaklarının çeşitliliğinin ve miktarının fazla, maliyetinin düşük olması fon ihtiyacı olan firmalar açısından uluslararası finansal piyasalarından borçlanmaya göre daha fazla avantaj sağlayacaktır. Ayrıca firma uluslararası piyasalardan borçlanma için gerekli olan ilave maliyetlerden de kurtulabilmektedir.

2.3.1.3. Bağımsız Kurumlar ve Güçlü Politikaların Varlığı

Ülkelerin yurt dışında kendi para birimi cinsinden borç alabilmeleri için yapılan çalışmalar, politika ve kurumlardaki belirsizliklere ve zayıflıklara odaklanmaktadır. Politikalar ve kurumlar arasında önemli bir ayrım bulunmaktadır. Kurumlar, insan davranışını kısıtlayan bir kurallar bütünü olarak tanımlanmaktadır (North, 1991, s.97). Politikalar ise politik ve sosyal bir yapı içinde, diğer bir ifadeyle bir dizi kurum içinde yapılan seçimlerdir (Alfaro, Kalemli-Özcan ve Volosovych 2007, s.2). Kurumlar bir taraftan toplumdaki oyunun kurallarını belirlemektedir, diğer taraftan, geçmişi bugüne ve geleceğe bağlayarak bir ekonominin teşvik yapısının oluşumunu sağlamaktadır. Teşvik yapısındaki değişimler, ekonomik büyümenin, gerilemenin veya durgunluğun yönünü şekillendirmektedir (North, 1991, s.99). Bu bağlamda fakir ve zengin ülkeler arasında kurumsal kalite farklılıklarının olduğu savunulmaktadır. Kurumlar hem gayri resmi kısıtlamalardan (gelenekler, töreler, inançlar; örnek, domuz ticaretinin kontrol altında tutulması, faizin haram olması) hem de resmi kurallardan (düzenlemeler, yasalar ve anayasalar) oluşmaktadır. Bu bakımdan kurumlar girişimcilerin ve yatırımcıların mülkiyet haklarını devlete ve toplumun diğer kesimlerine karşı koruyarak bir ekonominin teşvik yapısının ve yatırım kararlarının yaratılmasında etkin rol oynamaktadırlar. Genel olarak, düşük kaliteli kurumlardan kaynaklanan zayıf mülkiyet hakları, üretken kapasite eksikliğine veya bir ekonomideki getiri belirsizliğine neden olabilmektedir. Getiri eksikliği ise borç veren yatırımcıların borç verme konusunda isteksiz davranmalarına neden olmaktadır.

Diğer bir açıdan kurumsal kalitenin⁴ sermaye akışının önemli bir belirleyicisi olduğu vurgulanmaktadır. Mevcut yasal kurumlar yabancı yatırımlar üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Kurumların tercih ettiği politikalar da zaman içinde

⁴ **Kurumsal kalite:** Uluslararası Ülke Risk Rehberi'nde (*International Country Risk Guid* ICRG) yer alan ve ülkelerdeki devlet istikrarını, ülke içi ve dışı çatışmaları, yolsuzlukları, askeri politikaları, dini farklılıkları ve çatışmaları, hukuksal yapıyı ve düzeni, etnik gerilimleri, bürokratik kaliteyi ve hesap verebilirlik gibi bileşenleri içeren, bağımsız bir ajans olan PRS Grubu tarafından derecelendirilen karma bir siyasi güvenlik endeksidir (Lewellyn, PRS Group **forum International Country Risk Guide Methodology**).

sermaye akışı seviyesindeki değişiklikleri ve oynaklıkları açıklamada önemli rol oynamaktadır (Alfaro, Kalemli-Özcan ve Volosovych, 2007, s.2-3). Kurumsal yapılardaki değişimler, enflasyon, sermaye kontrolleri ve finansman politikaları vasıtasıyla sermaye girişlerini etkilemesi, kurumların ve iç politikaların iyileştirilmesinin, zaman içinde bir ülkeye yapılan yabancı yatırımları artırabileceği anlamına gelmektedir. Kurumsal kalitenin finansman politikaları üzerinde sermaye akışının belirleyicisi olarak birinci derecede bir etkiye sahip olduğunu görülmektedir. Eichengreen, Hausmann ve Panizza (2003), ülkelerin yurt dışında kendi para birimlerinde borç alamamaları ile 33 ülkenin sermaye akışı dalgalanması arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında sermaye akışkanlığı dalgalanması ile ülkelerin ulusal para birimi cinsinden borçlanamaması (ilk günah endeksi) arasında doğrusal bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur (Eichengreen, Hausmann ve Panizza, 2003, s.136). Diğer bir ifadeyle sermaye akışkanlığında dalgalanma arttıkça, ülkenin ulusal para birimi cinsinden borçlanma yeteneği zayıflamaktadır. Buradan hareketle ülkelerin kurum ve kurumların uyguladığı politikaların sermaye akışının yönünü değiştirerek kamunun ve işletmelerin daha rahat finansman sağlamalarını yardımcı olduğunu söyleyebiliriz.

Başka bir açıdan ise kurumsal yapılarla yolsuzluk arasında da doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Yolsuzluklar kurumların yozlaşmasının yanısıra, kurumların ve politikaların güvenilirliğini de azaltmaktadır. Yapılan çalışmalarda yatırımcıların Yolsuzlukla Mücadele Endeksinin yüksek olduğu ülkelerde daha az yatırım yapma, yüksek kalitede kurumların bulunduğu alanlarda ve ülkelerde ise daha fazla ve uzun vadeli yatırım yapma eğiliminde oldukları vurgulanmaktadır (Park ve An, 2012, s.13). Diğer bir anlatımla güçlü ve güvenilir kurumlara sahip, şeffaf ekonomik yapılar sermaye hareketlerinde istikrara ve uzun vadeli yatırımlara katkı sağlamaktadır.

Kurumların kalitesi, güvenilirliği ile finansman politikaları ile finansal gelişim düzeyi arasında yüksek bir ilişki bulunduğu görülmektedir. Bir ülkenin finansal sistemleri şeffaf, denetlenebilir, sağlam ve güvenilir kurum ve kuruluşlarının varlığı, güçlü, öngörülebilir para ve maliye politikalarına sahip olması, ülkelere uluslararası sermaye piyasalarında iyi bir üne kavuşturmuştur. Bu şekilde kredibilitesi yüksek ülkelerin işletmeleri kriz durumlarında dahi çok rahatlıkla ulusal paraları cinsinden borçlanma imkânı elde edebilmektedirler. Hatta kriz durumunda borçların uluslararası rezerv para biriminden ödenmesi durumunda bile finansman sorunu yaşamamaktadırlar (Bordo, Meissner ve Stuckler, 2010, s.643). Çünkü güven

sorununu çözmüş piyasalarda yabancı doğrudan veya portföy yatırımlarının yön değiştirmemesi, hatta pozitif yönde değişimi, ulusal seviyede borçlanma araçlarına olan ilgiyi de uyaracağından, işletmelerin sermaye yapılarını güçlendirme ve yeni yatırımlar için daha rahat kaynak bulma imkanını artırabilecektir.

2.3.1.4. Para ve Maliye Politikasına Duyulan Güven

Hükümetin ve MB'nin para ve maliye politikalarını yürütürken sergilediği politika davranışları hem kurumun güvenilirliğini hem de sermaye akımlarının yönünü de etkilemektedir. Para politikasının öngörülebilirliği ve güvenilirliği hem yurt içi hem yurt dışı borç veren yatırımcılar açısından getirilerini maksimize etmek için bir göstergedir. Aksi halde fon sahipleri parasal ve mali değişiklikleri öngöremediği piyasalar aracılığıyla bir ülkeye veya firmaya borç vermek için istekli davranmayacaktır. Özellikle yurt içi ilk günah sorunu yaşayan ülkelerde Jeanne (2002), para politikasına duyulan güvenin düşük olduğu durumlarda, ulusal para birimi cinsinden borçlanmada faiz oranlarının yüksek ve vadesinin kısa olacağını belirtmektedir. Bu durumda firmaların uluslararası rezerv para birimi cinsinden borçlanma seçimiyle, yüksek faiz oranından kısa vadeli ulusal para biriminden borçlanmayı tercih etmek zorunda kalacaklarını ileri sürmektedir (Aktaran, Hausmann ve Panizza, 2003, s.972). Ülkeler ve işletmeler birinci tercihlerinde döviz kuru riski ve para uyumsuzluğu, ikincisinde ise borçlanma maliyeti ve vade uyumsuzluğu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Borç verenler açısından ise güvenilirliğin azalması durumunda ulusal para cinsinden borç vermeye göre daha az riskli olduğundan ulusal para cinsinden borç vermek yerine uluslararası rezerv paralar cinsinden borç vermeyi tercih edecektir. Borç verenler, eğer para ve maliye otoritelerinin para politikasında “zaman tutarsızlığı”⁵ ile enflasyon yaratma eğiliminde olduğunun sezmesi durumunda borç vermeyi reddedeceklerdir (Akay, 2011, s.142). Sadece enflasyon riskine karşı korunan varlıkları (uluslararası rezerv paralara endeksli) veya kısa vadelerde yabancı para cinsinden borç vermeyi tercih edeceklerdir. Bu durum ülkede para ve maliye politikalarına duyulan güven ile

⁵ **Zaman Tutarsızlığı**, kavramı Kydland ve Prescott'ta 2004 yılında ekonomi dalında Nobel ödülü kazandırmıştır. Temel felsefesi para otoritesinin gelecekte belirlediği uzun vadeli hedeflerine ulaşmak için ilan ettiği ve bugün için optimal ve rasyonel olan politikalarından (para politikası duruşu, faiz oranı, döviz kuru, zorunlu karşılıklar..vb) uygulama zamanı geldiğinde veya ekonomik birimlerin kendilerine ilan edilen politikalara göre ayarladıktan sonra, rasyonel olmaması, optimal olmaması veya siyasal nedenlerle uygulamaktan vaz geçmesi olarak tanımlanmaktadır. Kavram MB'lerinin bağımsızlığı ile birlikte tartışılmakta, MB'lerinin piyasalara verdiği güvenin ilk günah sorunun çözümünde etkili olduğu vurgulanmaktadır (Kanalıcı Akay, 2011, s.142).

işletmelerin finansman yöntemleri ve politikaları arasında ilk günah problemi nedeniyle doğrudan bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu sorunu aşmak için fiyat istikrarına odaklanmış, siyasi otoritenin kontrolünde olmayan, bağımsız merkez bankası ve kurumlarının gerekliliği literatürde tartışılmaktadır.

2.3.1.5. Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları ve Hukuksal Düzenlemeler

Uluslararası finans piyasalarında fon sahipleri, değerlendirmelerinde ülke risk primi (Credit Default Swap, CDS)⁶ ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarının verdiği notları dikkate almaktadırlar. Ülke risk primi artışı veya derecelendirme kuruluşlarının not eksilmesi durumunda borç verme tercihlerini değiştirmektedirler. Olumsuz göstergeler karşısında vadeleri kısaltma, ilave risk primi talep etme veya uluslararası rezerv para cinsinden borç vermeyi tercih etme davranışı sergilemektedirler. Bu tercih değişikliği finansman politikalarında seçilen kaynağın çeşidini, vadesini ve maliyetini etkilemektedir. Bu çerçevede kaynak ihtiyacı olan ülke ve işletmeler düşük maliyetli ve uzun vade yapısında istedikleri fonlara ulaşmak için kendilerini bağımsız derecelendirme kuruluşlarına denetletmektedirler. Bu kuruluşların temel amaçlarından birisi ülkelerin ve firmaların varlıkları, yükümlülükleri, mali ve finansal durumları hakkında güncel bilgileri üretmektir (Yazıcı, 2009, s.2). Veriler uluslararası standartlar çerçevesinde sınıflandırılarak not haline getirilmektedirler. Sonuç olarak ülkeler ve işletmeler bu raporlar doğrultusunda daha düşük faiz oranlarından borçlanarak finansman maliyetlerini azaltabilmektedirler. Derecelendirme sonuçları kötü olması durumun da finansman maliyetleri artmaktadır. Her iki göstergedeki bozulma işletmelerin finansman politikaları tercihinde belirleyici rol oynadığını ileri sürebiliriz.

Fon arz edenlerin tercihleri üzerinde etkisi olan diğer bir değişken hukuksal düzenlemelerdir. Piyasalara fon arz edenler ile fon talep edenlerin haklarının korunması, sözleşmelerin hukuksal güvence altına alınması, piyasalarda içerden öğrenenlerin işlem yapmasının engellenmesi, etkin ve düzenli şekilde çalışması için gerekli denetim ve gözetim birimlerinin kurulması, mülkiyet haklarının tam güvence

⁶ **Credit Default Swap (CDS)** Türkçe tam karşılığı bulunmamakla birlikte “kredi risk primi” anlamında kullanılmaktadır. Uluslararası piyasalardan borçlanmak isteyen bir kuruluşun ihraç ettiği tahvillerin güvenilirliğinin göstergesidir. Borç veren yatırımcıların alacağını vadesinde tahsil edememesi durumunda riskini belirli bir bedel karşılığında sigorta ettirmesidir. CD primi yüksek olan ülke ve firmaların finansman maliyeti de o oranda yüksek olmaktadır. Çünkü borç verenin ödediği CDS primini borç verdiği ülke veya kuruluştan alacağı faizin üzerine eklemektedir. Çünkü bu prim ister istemez faize yansımaktadır (Eğilmez, (2016, 25 Temmuz, Blog, CDS Nedir?).

altına alınması fon arz edenlerin davranışlarını etkilemektedir. Fon arz edenler borçlarını tahsil etme konusunda, borçlanma araçları ve kredi sözleşmeleri ile ilgili gerekli hukuksal güvenceleri sağlayamadıkları durumda kayıplarını asgari seviyede tutmak için bazen kısa vadeli yüksek faizli veya uzun vadeli değişken faizli yabancı para cinsinden borç verme eğiliminde olmaktadır (Nart, 2013, s.171). Bu durum firmaların ulusal para birimi cinsinden uzun vadeli borçlanma yeteneğini azalttığı için bilançolarında para ve vade uyumsuzluğuna yol açmaktadır. Bu kapsamda Nart (2013) yaptığı analizde düşük hukukun üstünlüğü endeksinin uluslararası piyasalardan ulusal para birimi cinsinden borçlanma kapasitesini olumsuz etkilediğini belirtmektedir. Diğer bir ifadeyle ülkenin finansal anlamda uluslararası standartlarda hukuksal düzenlemelere sahip olmaması, işletmeleri finansman politikalarını şekillendirirken kısa vadeli ve yabancı para cinsinden kaynak kullanımına zorlamaktadır.

2.3.1.6. *Finansal Entegrasyon ve Finansal Serbestleşme*

Uluslararası finansal piyasaların serbestleşmesi, son otuz yılın en önemli gelişmelerinden biridir. Günümüzde, sürekli gelişen iletişim teknolojileri sayesinde ülkelerin birbirleri ile ekonomik ve finansal bütünleşme her geçen gün artarak devam etmektedir (Yıldırım, 2007, s.7). Küreselleşme, sermaye hareketlerindeki serbestleşme, ekonomik ve finansal bütünleşmenin de katkısıyla kapitalist sermayenin dünyaya yayılmasına sebep olmaktadır (Eğilmez, 2014, s.44). Prasad, Rogoff, Shang-Jin ve Köse, (2003, s.15) çalışmasında finansal entegrasyonu; “Ülkelerin uluslararası piyasalar ile olan ilişkilerinin artması ve iç içe geçmesi” olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca makalede GÜ ve GOÜ için finansal entegrasyonun ölçümünü yaparak, GÜ ve GOÜ de finansal entegrasyonun farklılaştığını ortaya koymaktadır. Gelişmiş finansal piyasalara sahip olmak ancak uluslararası finansal bütünleşme ile sağlanabilmektedir. Gelişmiş ve derinleşmiş finansal piyasalara sahip ülkeler yurt dışından büyük miktarlarda borç alabilme ve yüksek getirili yabancı riskli varlıklara yatırım yapabileme imkânına da sahip olmaktadır (Mendoza, Quadrini, Ríos-Rull, 2009, s.371). Bir başka açıdan ise bir ülkedeki finansal piyasaların gelişmişlik ve derinleşme ölçüsü aynı zamanda o ülkedeki tasarruf sahiplerinin tasarruf oranları ile doğrudan ilişkilidir. Gelişmiş ve derinleşmiş finansal piyasalara sahip olmayan ülkelerde tasarruf sahipleri alternatif yatırım araçları yetersizliği nedeniyle gelişmiş finansal piyasalara yönelecek, fon ihtiyacı olan

işletmeler de kendi finansal piyasalarından yeterli kaynak bulamadığından uluslararası piyasalardan kaynak bulmak zorunda kalacaktır. Görüldüğü üzere finansal gelişmişlik ve derinleşme sermayenin yönünü değiştirerek bir ülkedeki sermaye birikimine katkı sunabilmekte ve işletmelerin finansman politikalarına doğrudan etki edebilmektedir (Achy, 2005, s.70).

Finansal serbestleşme yoluyla artan dış finansmanın yurt içi tasarrufları tamamlaması, düşük ve orta gelirli ülkelerde daha hızlı sermaye oluşumunu teşvik etmesi ve böylece gelişmeyi ve büyümeyi teşvik etmesi beklenmektedir. Gelişmiş ve uluslararası finansal sisteme tam bütünleşmiş piyasalar, uluslararası portföy çeşitliliğini artırması, yatırımcıların riski daha etkin bir şekilde paylaşmalarına izin vermesi nedeniyle yatırımcıların ulusal para cinsinden borç vermelerini uyarabilecektir. Ancak, sermaye akışının ani durması veya akışın tersine dönmesi, Meksika, Tayland, Endonezya, Kore, Rusya, Brezilya, Ekvator, Türkiye, Arjantin ve Uruguay'daki gibi, finansal kırılganlıklar sonucu yıkıcı krizlere dönüşebilmektedir (Yılmaz, 2018, s.241). Ancak Boğa (2017, s.14) GOÜ'ler üzerine yaptığı çalışmada, finansal kırılganlıklar ile uluslararası sermaye hareketleri arasında güçlü bir ilişkinin olmadığını tespit etmiştir. Dolayısıyla finansal bütünleşme kapsamında sermaye akışının istikrarsızlığın kaynağı olabileceği konusu literatürde tartışmalıdır. Bu bağlamda bir ekonomide ulusal para birimi cinsinden fon temin edilememe sorunu devam ettiği sürece, ekonomik kalkınma ve kurumsal kalite düzeylerindeki iyileşmelerin, geçici portföy yatırımları ile gelen sermayenin (uçucu sermayenin) zarar verici etkilerini en aza indirmede etkili olma ihtimali de düşük olmaktadır (Park ve An, 2012, s.19). Buradan hareketle, ulusal para birimi cinsinden borçlanamayan gelişmekte olan ekonomilerin sermaye hesaplarının serbestleştirilmesinde ve finansman politikalarında daha temkinli olması gerekmektedir. Çünkü kendi para biriminden fon temin edememe baskısı altında sermaye hareketlerindeki serbestleşme beraberinde belirli bir süre sonra dolarizasyon olgusunu ortaya çıkartmakta ve kurlar üzerinde yukarı yönlü baskıya neden olmaktadır.

2.3.1.7. Borç Yükü ve Mali Ödeme Gücü

Ülkelerin iç borç stoku kamu borç stokundan oluşmaktadır. Dış dünyaya karşı sorumlu olduğu borç stoku ise (kamu + özel kesim) borç toplamından oluşmaktadır. Dışa karşı olan borç her durumda faizi ile birlikte ödenmek zorundadır ve egemen bir devletin tüm borcunu temsil ettiğinden, dış borç stoku hesaplamasında özel kesim

borçları da dâhil edilmektedir. Borç stoku ve borç yükü⁷ belirli standartların üzerine çıkan ülkelerin ve işletmelerin borçlarını geri ödeme gücü zayıflamaktadır. Mali ödeme gücünün zayıflığı arttıkça alacağın geri ödenmesi riski ile birlikte borç verenlerin talep ettikleri risk primi oranı da artmaktadır (Özatay, 2011, s.336-338). İşletmelerin finansman politikası açısından burada önemli konu borç stoku ve yükünün sürdürülebilir olmasıdır. Vade ve faiz oranı yönünden sürdürülemez duruma gelen borç stoku, belirli bir süre sonra daha yüksek faiz oranlarından borçlanmayı gerekli kılması nedeniyle finansman maliyetlerini artırmakta, belirli bir eşikten sonra ise yüksek faiz maliyetine katlanılsa dahi fon temini mümkün olmamaktadır. Bu durumda teorik olarak özel sektör işletmeleri ile kamuya ait işletme ve kuruluşlar (Kamu İktisadi Teşebbüsleri KİT), finansman politikaları yönünden birbirinden ayrılmaktadır (Mucuk, 2016, s. 69). Finansman politikası açısından fon ihtiyacı olan kamu kuruluşlarına borçlanamamaları durumunda siyasi otorite vergileri artırarak veya kanunlar izin veriyorsa MB'ne para bastırılarak bu işletmelerin fon ihtiyacını karşılayabilmektedir. Ancak özel sektör için aynı durum söz konusu olmamaktadır. Borçlanamadığı durumda öz kaynakları yeterli değilse iflasa sürüklenmektedir. Corsetti ve Bartosz, (2002) zayıf kamu maliyesinin var olduğu durumlarda, büyük miktarda uluslararası rezerv para birimi cinsinden borcun bulunmasının, borç verenlerin ulusal para birimi cinsinden borç verme iştahında, borçlananlar açısından borç alma kabiliyetinde ciddi kısıtlamalar getirdiğini belirtmektedir (Aktaran; Hausmann, ve Panizza, 2003).

Başka bir açıdan kamu borç yükü için siyasi otoritenin geliştireceği teknikler dolaylı olarak özel sektör firmalarının finansman politikalarına etki etmektedir. Örneğin borç stokunun ulusal para birimi cinsinden artması durumunda kamu kesimi borçlarını elindeki para ve maliye politikalarını kullanarak kapatmaya çalışacaktır. Bu nedenle önünde üç seçenek bulunmaktadır. Birincisi vergileri artırmak, ikincisi borçlanmak, üçüncüsü para basmaktır. Ancak ekonominin ihtiyacından fazla basılan para enflasyona neden olduğu bilinmektedir (Özatay, 2011, s.338). Buna rağmen politikacılar oy kaybetme kaygısı ile borçlanma ve vergileri artırma yerine siyaseten daha az riskli olan bilinçli enflasyon yaratarak borç stokunu azaltma yöntemini seçebilmektedirler (Lucas ve Stokey, 2013, s. 153-155; Mehrotra, Miyajima ve Villar, 2012, s.36-37). Bilinçli yaratılan enflasyon ile ulusal para birimi cinsinden

⁷ **Toplam Borç Yükü** = Toplam Borç Stoku / GSMH'a oranından, **Toplam Borç Stoku** = İç Borç Stoku + Dış Borç Stokunun toplamından oluşmaktadır.

kamunun ve özel sektörün yükümlülüklerinin gerçek değeri azaltılmaktadır. Yatırımcılar ise reel anlamda zarar görmektedirler. Ancak bilinçli yaratılan enflasyonun döviz kurları üzerinde yarattığı baskı ile döviz cinsinden borcu bulunan işletmelerin ve kamunun borç miktarını, ulusal para birimi cinsinden artırdığı bilinmektedir. Ekonomik birimlerin bu durumun farkına varması enflasyonda yükseliş beklentisi veya devalüasyon beklentisi içerisine girmeleri ile birlikte borç verenlerin ulusal para birimi cinsinden borç vermelerini daha az cazip hale getirmektedir.

2.3.1.8. Enflasyon Oynaklığı

Bir ülkedeki enflasyon oranı ve enflasyon oranlarındaki oynaklık döviz kurları üzerinde doğrudan etkilidir. Enflasyon ulusal para birimi, uluslararası rezerv para olma özelliği taşımayan ülkelerde dolarizasyon göstergelerini artırmaktadır. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde yatırımcılar doğal olarak yatırımlarını enflasyonun yarattığı aşınmaya karşı korumak isteyecekler ve ulusal para birimi cinsinden borç vermek istemeyeceklerdir. Ayrıca enflasyonun üzerinde reel getiri elde etmek için enflasyonun üzerinde faiz talep edeceklerdir. Bu durum enflasyonun yüksek ve oynak olduğu ülkelerde firmaların ulusal para birimi cinsinden borçlanmada zorlanacakları, diğer bir anlatımla yüksek faiz oranından yerli veya yabancı para birimi cinsinden borçlanabilecekleri anlamına gelmektedir.

Diğer bir açıdan ise yapacakları yatırımların getiri hesaplamalarında veya mevcut kurulu sistemin finansmanında kullanacakları kaynağın net getirisinin hesaplanmasında (bugünkü ve gelecekteki anüite değerlerini kullanarak) enflasyon farkını hesaba katmak zorundadırlar. Enflasyon öngörülerine göre borçlanmayla mı veya öz kaynakla mı finansman yöntemini tercih edeceklerine karar vereceklerdir. Diğer bir ifadeyle yatırım kararlarını ve finansman politikalarını oluştururken gelecekte beklenen enflasyon oranı ve enflasyondaki oynaklığı göz önünde bulundurmaları durumundadırlar.

2.3.1.9. Kur Politikaları

Ülkelerin döviz kuru politika tercihleri sabit döviz kurundan başlayarak, hiçbir müdahalenin olmadığı kurun serbest piyasa koşullarında belirlendiği serbest döviz kuruna doğru kademelenen bir yelpazede değişim göstermektedir. MB'lerin ve hükümetlerin döviz kurları hakkında herhangi bir taahhütte bulunmadığı kısaca

serbest veya dalgalı kur rejimleri uygulayan ülkelerde, işletmeler bilançolarının aktif tarafında döviz kazancı elde etmiyorlar, ancak pasif tarafında dövizle finansman sağlıyor ise mali yapıları şoklara karşı kırılgan hale gelmekte kriz durumlarında iflas riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Tersine durumda firma bilançosunun varlık tarafında döviz cinsinden nakit akışı sağlıyor ise, bilançonun pasif kısmında ticaret yaptığı dış dünyadaki aktörler ile ilgili problem çıkmadığı sürece döviz cinsinden finansman sağlanmasında daha serbest finansman politikası izleme avantajına sahip olmaktadır. Aynı durum sabit döviz kuru içinde geçerlidir. Ancak sabit döviz kurunda MB ve Hükümetin kur hedefi bilinmektedir. Buna rağmen döviz cinsinden geliri olmayan işletmeler kurun sabit olduğuna güvenerek aşırı şekilde döviz cinsinden finansman politikasına yönelmekten kaçınmalıdır. Çünkü ilerde MB ve Hükümetin kur üzerindeki baskıyı durdurma gücü zayıfladığında dalgalı kura geçme ihtimali her an mümkün olabilmektedir. Görüldüğü üzere finansman politikası açısından kur politikaları işletmelerin bilanço yapılarına ve ticaret şekillerine göre farklı şekilde etkilenmektedir. Bu bağlamda uygulanan döviz kuru politikaları işletmelerin finansman politikalarını doğrudan etkilemektedir ve finansman politikalarının oluşturulmasında dikkate alınması gereken önemli bir etken olduğu görülmektedir.

2.3.1.10. Faiz Politikaları

Merkez Bankası, Bankalar, fon sahipleri ve piyasa yapıcı kurumlar tarafında oluşturulan faiz oranları firmalar açısından kaynak temininde bir maliyet unsuru iken vergi açısından finansman giderleri olarak gösterilerek vergiden düşüldüğünden vergi avantajı sağlamaktadır. İşletme ortakları açısından ise faiz beklenen getiri açısından bir gösterge ve veridir. Özsermaye sahipleri faiz oranı üzerinde bir getiri sağlayacak kâr beklentisi içerisinde, borç verenler ise piyasa faiz oranları üzerinde bir orandan borç vermeyi eğiliminde olmaktadır. Aksi takdirde özsermaye sahipleri ve hissedarlar ellerindeki hisse senetlerini satarak piyasa faizinden mevduata yatırarak hisse değerinin düşmesine neden olacaklardır. Faiz oranlarının üzerinde bir kazanç sağlanmadığı durumda özsermaye sahipleri karlarının işletmede bırakmayı tercih etmeyeceklerdir. Diğer bir ifadeyle işletme öz kaynak yetersizliği sorunu ile karşılaşacaktır. Borç verenler açısından ve dışardan borçlanma durumunda özellikle uluslararası büyük fon sahiplerinin ülkeyi tercih etmesi için diğer ülkelere nazaran daha yüksek faiz oranı veya yüksek kazanç beklentisi bulunmaktadır. Bu

durumda yüksek faiz oranlarının ülkelerde işletmelerin optimal bir finans politikası izleyebilmek için hem faiz oranlarını, hem özsermaye sahiplerinin ve borç verenlerin getiri beklentisini hem de vergiden finansman gideri olarak düşülecek miktarın en optimum olduğu üçlü bir denge politikası oluşturmak zorunda kalacaktır. Bu durum teorik açıdan işletmelerin finansman politika tercihlerinin faiz oranlarına karşı birçok açıdan duyarlı olduğunun göstergesidir.

2.3.1.11. Vergi Politikaları

Vergi tutarı, faiz ve vergi öncesi kârdan (FVÖK) düşülmektedir. Hükümetlerin düşük vergi politikaları kârlılığa pozitif yansımaktadır. Diğer bir anlatımla vergi oranlarıyla kârlılık arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Vergi politikaları ile finansman politikaları arasındaki doğrudan ilişkide buradan kaynaklanmaktadır. Teorik olarak dışardan sağlanan finansman maliyetinin, öz kaynak kullanım maliyetinden yüksek olduğu durumlarda işletmeler öz kaynakla finansman politikasını tercih etmeleri beklenir. Vergi oranlarının yüksek olduğu durumlarda ise kâr oranları aynı oranda düşeceğinden, karları düşük olan işletmelerin ortakları karlarını işletmede bırakmak istemeyecektir. Borç verenlerde işletmenin kâr oranları düşüklüğü nedeniyle geri ödeme riski artacağından işletmeye borç vermek istemeyecektir. İşletme ihtiyacı olan kaynağa ulaşmak için daha yüksek maliyetle borçlanma yöntemi ile finansman politikasını tercih etmek zorunda kalacaktır. Diğer bir anlatımla vergi mevzuatının işletme aleyhine olması işletmelerin finansman gereksinimlerini yabancı kaynaklar ile sağlamaya yöneltecektir. Ayrıca yabancı kaynakla sağlanan finansman için ödenen faiz, vergi ve masraflar ve yabancı kurdan borçlanma durumunda kur farkından kaynaklı zararlarda gider olarak yazılabildiğinden işletmeler dışarıdan borçlanarak finansman sağlamayı tercih edeceklerdir. Bu sayede öz kaynaklarını zaruri durumlar için güvence olarak tutarak firma değeri ve kredibilitelerini artıracaklardır. Vergi Usul Kanunu (VUK)'na göre dağıtılan karlar vergilendirilmektedir. Ancak öz kaynaklara eklenen karlar işletmelerin öz kaynaklarını güçlendirilmesini özendirmek amacıyla vergilendirilmemektedir. Böylece ortaklar kâr almayarak vergi avantajı nedeniyle karların işletmede bırakılmasını tercih ederek öz kaynakla finansman yöntemini tercih edeceklerdir (Sayılğan, Doğan, 2005, s.31).

2.3.1.12. Teşvik Politikaları

Ülkeler bazı sektörlerin dışa bağımlılıklarını azaltmak, ülke kaynaklarını etkin kullanmak için teşvik politikaları uygulamaktadırlar. Teşviklerin amacı; yatırımcıların tasarruflarını yüksek katma değerli ürünler üreten firmalara yönlendirmeyi, yeni istihdam alanları açarak işsizliğin azaltılmasını, yeni üretim tesisleri kurmayı veya mevcut üretim kapasitesinin artırılmasını, AR-GE faaliyetlerinin artırılarak rekabet gücünün geliştirilmesini, bölgeler arası gelişmişlik düzeylerinin dengelenmesini, çevre koruma ve doğal kaynakların etkin kullanılmasını amaçlamaktadır. Bu politikalar, vergi teşvikleri, AR-GE teşvikleri, Sosyal Güvenlik Kurumu (SGK) teşvikleri, yatırım teşvikleri, faiz teşvikleri, arazi teşvikleri, istihdam teşvikleri gibi hususları kapsamaktadır (İstanbul Sanayi Odası İSO, 2018, Devlet destekleri ve teşvikler s.9). Teşvikler dışardan borçlanma yöntemine veya öz kaynak kullanımına göre daha avantajlı olmaktadır. Bu durumda firmalar finansman politikalarını değiştirerek borçlanma veya öz kaynak kullanmak yerine teşvik düzenlemelerinden yararlanmayı tercih etmektedirler.

2.3.2. Finansman Politikalarını Etkileyen İşletmeye Özgü Faktörler

2.3.2.1. Öz Kaynak Yetersizliği

Öz kaynaklar kuruluş aşamasında ve sonrasında işletme sahibi, ortakları veya yeni edinilen hissedarları tarafından işletmeye konulan her türlü değeri içermektedir (Akgüç, 2013, s.247). İleriki aşamalarda alıkonulan karlar veya gizli oto finansman yöntemiyle öz kaynaklar güçlendirilebilmektedir. Öz kaynaklar aynı zamanda işletme üzerinde kimlerin ne oranda hak sahibi olduğunun bir göstergesi ve sahiplik ölçüsü olarakta kullanılmaktadır. Öz kaynakları yetersiz olan işletmeler riskli görüldüğünden daha yüksek faiz oranlarından borçlanmak durumunda kalabilmektedirler. Öz kaynakları güçlü olan işletmeler ilk günah probleminin yaşandığı ülkelerde ulusal para birimlerinden borçlanamadıkları durumlarda öz kaynakları ile gelişimlerini, yatırımlarını ve yükümlülüklerini gerçekleştirebilme esnekliğine sahip olmaktadır. Literatürde de öz kaynakların en azından kısa ve uzun vadeli borç toplamına eşit olması gerektiğine vurgu yapılmaktadır. Öz kaynak yetersizliğinin en büyük nedenleri dönem içi ve geçmiş yıllarda oluşan zararlar için ayrılan karşılıklardır.

Bir başka açıdan ise enflasyon ve faiz oranlarının düşük olmasına rağmen bir ülkedeki işletmelerin öz kaynak zayıflığı o ülkede tasarruf oranlarının düşüklüğünün de bir göstergesidir. Çünkü faiz oranları ve enflasyon yüksek ise doğal olarak yatırımcılar döviz cinsinden yatırımlara veya mevduata yöneleceklerdir. İşletmenin mülkiyet hakkı ödenmiş sermayenin oranı ile doğru orantılıdır. İşletmenin sahip olduğu öz kaynakların toplam borçlar içerisindeki oranı aynı zamanda hissedarların sahip oldukları pay senedi oranında işletme üzerindeki mülkiyet hakkının gücünü göstermektedir (Fabozzi ve Peterson, 2003, s.533). Öz kaynağı zayıf işletmelerin hissedarlarının işletme mülkiyeti üzerinde hakları da zayıftır. İşletme yönetiminde söz hakkı= öz kaynaklar= mülkiyet değeri ile doğru orantılıdır. Bu ölçü öz kaynak/toplam pasifler oranı ile ölçülmektedir. İşletme yönetimindeki söz hakkı doğrudan finansman politika kararlarını, fon sahiplerinin ise yatırım kararlarını etkilemektedir. Çünkü yatırımcılar kime borç verdiklerini veya ortak olduklarını bilmek istemektedirler.

2.3.2.2. *Finansman Kaynaklarına Ulaşım İmkânı*

Küreselleşme ve sermaye hareketlerindeki serbestleşme işletmelere küresel ölçekte fon temin etme kolaylığı getirmiştir. Bu bağlamda işletmeler fon ihtiyaçlarını iki temel kaynaktan karşılamaktadır. Birincisi, daha çok borçlanma (kredi) yönteminin tercih edildiği, içerisinde bankaların olduğu para piyasalarıdır. İkincisi, işletmeye yeni ortaklar alma yöntemiyle öz kaynak yaratarak fon ihtiyacının giderildiği ve genelde tahvil, hisse senedi ihraç yönteminin kullanıldığı uzun vadeli finansmanın sağlandığı sermaye piyasalarıdır. İşletmeler halka açık ve halka açık olmama durumlarına göre geliştirdikleri finansman politikaları çerçevesinde bu yöntemden birisini veya belirli oranlarda her ikisini seçerek kullanabilmektedirler. Özellikle halka açık büyük işletmeler, büyük ölçekli yatırımları için ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarına erişmede daha avantajlı olduklarından temel finansman sağlama yöntemi olarak, hisse senedi ihracı veya tahvil ihracını kullanma yetenekleri oldukça yüksektir. Bu tür uluslararası piyasalar finansal gelişmişliği, derinliği ve çeşitliliği yüksek olduğundan fiyat oluşumları da sağlıklı olmakta ve bu durum işletmelerin finansman maliyetleri ile vadelerini doğrudan etkilemektedir (Temizel ve Coşkun, 2010). Finansman politikası açısından bahsi geçen piyasalardan fon sağlama imkânı olan firmalar, yüksek faizli ve kısa vadeli borçlarını uzun vadeli ve düşük faizli fonlarla değiştirerek, finansman giderlerini azaltıcı ve borç vade

yapılarını uzatıcı yönde avantajlar elde etmektedir. Uluslararası sermaye piyasalarına ve fon kaynaklarına ulaşma imkânı zayıf olan işletmeler alternatif finansman politikaları oluşturmada zayıf kalmaktadır.

Finansman politikalarını çeşitlendirmek için borsaların dâhil olduğu sermaye piyasalarına erişmek gerekmektedir. Ancak tüm işletmelerin buralara doğrudan erişim imkânı bulunmamaktadır. Çok sıkı kurallar çerçevesinde aracı kuruluşlar veya hisse senedi ihraç şirketleri vasıtasıyla bu işlemler yürütülmektedir. Gerçek kişilerin direkt olarak aracı kurum olmadan sermaye piyasalara erişimleri de mümkün değildir (Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Borsa şirketleri yükümlülükleri). Bu bağlamda işletmeler fon temini çok kolay olmayan sermaye piyasalarından, hisse senedi arz yöntemiyle sağladıkları fonları nasıl ve nerede kullanacakları ile ilgili hususlarda kanunen ortaklarını bilgilendirmek zorundadırlar. Ancak para piyasalarından yapılan borçlanmada böyle bir durum söz konusu değildir. Nerede ve nasıl kullanacağı konusunda daha serbest hareket edebilmektedirler. İşletmelerin kendi öz kaynaklarına ulaşımı ve kullanımı ise içlerinde en az maliyetsiz ve kolay olanıdır. Kusnadi, John ve Wei (2017) 44 ülke üzerinde, öz kaynak finansman yönteminde sermaye maliyetinin, kurumsal yatırım kararlarını nasıl etkilediğine yönelik yaptıkları çalışmada, öz kaynak finansman kanalının hisse senedi fiyatlarına duyarlı olduğunu tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada kurumsal yatırım kararlarının, daha gelişmiş sermaye piyasası, daha yüksek hisse devri ve AR-GE yoğunluğu olan ülkelerdeki firmalar için hisse senedi fiyatlarına duyarlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Diğer bir ifadeyle hisse senedi fiyatlarındaki artış özsermaye sahiplerine sermaye kazancı sağlayacağından, işletmeyi daha fazla özsermaye ile finanse edecekleri anlamına gelmektedir.

2.3.2.3. Mali Yapısının Ortaya Çıkarttığı Sorunlar

İşletmelerin mali yapıları borç verenler ve yeni hissedarlar için işletmenin geleceği ve üstlendikleri riski hesaplamada öncelikli veri niteliğindedir. Mali yapı bozuklukları varlıklar tarafında oluşacağı gibi pasifler tarafından da oluşabilmektedir. Finansman politikaları açısından mali yapı bozukluğu borç/öz kaynak, borç/toplam pasifler oranlarındaki dengesizliği ifade etmektedir. Bu oranlar yüksek olan işletmelere borç verecek veya ortak olacak yatırımcılar daha fazla risk üstlendiklerinden, doğal olarak daha yüksek risk primi (faiz) talep edeceklerdir. Yapılan çalışmalarda bankaların risk değerlendirme uzmanlarının % 26 oranında

kredi verecekleri işletmelerin mali yapılarının ve finansal oranlarının incelemesine önem vermelerine rağmen, % 74 gibi yüksek oranda başka kriterler kullanmaktadırlar. Başka kriterler içerisinde işletmenin ve içerisinde bulunduğu sektörün büyüme trendi, kurumsal yönetim ve kurumsallaşmadaki başarısı, yönetsel kapasite gibi kriterler yer almaktadır (Pekkaya ve Zilifli, 2016, s.208). Bu bilgilerden hareketle işletmelerin başta mali oranlar olmak üzere, finansman sağlayıcı kuruluşların odaklandığı, büyüme, kurumsal yapı ve yönetsel kapasite gibi hususlarda başarı göstermeleri, finansman politikası açısından daha düşük maliyetli, uzun vadeli ve kolay fon temin imkânı sağlayacağı söylenebilir.

2.3.2.4. Sermaye Yapısı ve Kaldıraç Oranları (KO)

İşletmenin bilanço aktifindeki duran ve dönen varlıkların hangi kaynaklardan ve ne şekilde finansman sağladığını gösteren oranlar, sermaye yapısı ve kaldıraç oranları olarak adlandırılmaktadır. Bu oranlardan en önemlisi toplam aktiflerin ne kadarlık kısmının borçlanma ile finansmanın gerçekleştirildiğini gösteren Toplam borç/Toplam aktifler oranıdır. Bu oranın yüksekliği işletmenin borçlanma ağırlıklı bir finansman politikası izlediğini göstermektedir. Aşırı borçlanma belirli bir sınırdan sonra firmanın yükümlülüklerini yerine getirme riskini tehlikeye sokabilmektedir. Diğer bir oran ise öz sermaye / toplam aktifler oranıdır. Bu oranın yüksek olması ise işletmenin toplam aktiflerinin finansmanında, öz kaynakları ile finansman yönteminin ağırlıklı olarak tercih edildiğini göstermektedir. Bir başka oran ise özsermayenin toplam borcun ne kadarını karşıladığını gösteren borç / öz kaynak oranıdır. Bu oranın yüksekliği işletmenin özsermayesinin zayıf olduğunu kriz ve olumsuz durumlara karşı mali yapısının kırılgan olduğunu göstermektedir. Diğer bir oran ise faiz vergi öncesi kâr (FVÖK)/Faiz ödemelerini karşılama oranıdır. Bu oran ile işletmenin dönem sonunda elde ettiği karın borç giderlerini ne oranda karşılama gücüne sahip olduğu ölçülmektedir. Bu oranın yüksekliği işletmenin borçlanma ile oluşan finansman giderlerini ödeme yükümlülüklerini yerine getirecek kaynağı yaratma gücüne sahip olduğunu göstermektedir (Canbaş ve Vural, 2016, s.22). Söz konusu oranlarda olumsuz yönde sektör ortalamalarından aşırı sapmalar fon sahipleri tarafından risk olarak değerlendirileceğinden finansman politika kararlarını etkileyecektir.

2.3.2.5. Üretim Kapasitesi ve Teknolojisi

İşletmelerin kullandıkları teknolojiler rakipleri karşısında pazar paylarını korumak için önemli bir maliyet belirleme unsurudur. Eski teknoloji ile yapılan üretim kaliteyi azaltacağı ve birim maliyetleri artıracığından pazar payının kaybolmasına, rekabet gücünde azalmaya neden olacaktır. İşletmelerin üretim kapasitesi düşüklüğü ani talep artışlarının karşılanamamasına buna bağlı olarak karlarda azalmaya sebebiyet verecek ve işletmenin gelecekte borç ödeme kapasitesini ve güvenilirliğini azaltacaktır. Bu nedenle işletmeler finansman politikalarını oluştururken mevcut üretim kapasitelerinin durumunu ve kullandıkları teknolojinin birim maliyetler üzerindeki etkisini dikkate almak durumundadırlar.

2.3.2.6. Yönetmel Kapasite

Firmalar aynı iş gücü, sermaye, teknoloji vb. bileşenleri kullanmalarına rağmen sahip oldukları kaynakları farklı şekilde organize ederek daha fazla çıktı elde edebilmektedirler. Farklılaşma yönetmel kapasitenin başarısı ile işletmenin çıktıları arasındaki doğrusal ilişkiden kaynaklanmaktadır. Yönetmel kapasite; firmaların hedeflerini, amaçlarını ve politikalarını gerçekleştirirken sahip olduğu insan kaynaklarını, sermayeyi, bilgi ve teknolojiyi farklı şekilde bir araya getirme, sorunları ortaya çıkartmada veya çözmeye alternatif politikalar geliştirme ve bunları uygulayabilme yeteneğidir (Ingraham ve Kneedler, 2000, s.293). Yüksek seviyede yönetmel kapasite, gerek kamu sektöründe gerekse özel sektörde finansal kaynakların, insan kaynaklarının, sermayenin, bilginin, teknolojinin bir liderin yönetiminde amaçları ve hedefleri gerçekleştirecek şekilde uygun kompozisyonun sağlanması ile mümkündür (Hou, Moynihan, Ingraham, 2003, s.298). Yönetmel kapasitenin yüksek olması aynı zamanda insan kaynakları kalitesinin de bir göstergesidir. Bu yeteneğin yüksek olması işletmelerin çıktılarına ve kârlılığına doğrudan etki edeceğinden, daha düşük maliyetle fon sağlamada firmaya öncelik ve avantaj sağlayacaktır. Kötü olması durumunda kaynak bulmada zorlanacak veya daha yüksek maliyetlerle borçlanmak durumunda kalacaktır.

Özellikle 2001 Enron skandalından sonra ortaya çıkan kurumsal yönetim anlayışının, firmaların fon bulma politikaları üzerinde büyük etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Çünkü kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen şirketler borç verenlerin, yatırımcıların, tedarikçilerin ve devletin içinde bulunduğu paydaşlarına

doğru, bilgi vermek ve Şeffaflık ilkesi gereği aldığı kaynakları etkili verimli Şekilde nerelere kullandığını raporlamak zorundadır. Borç verenler ve yatırımcılar açısından kurumsal yönetim, temin edilen kaynağın kullanımı ile ilgili riski azaltıcı bir faktör olarak finansman maliyetlerini de azaltmaktadır. Teorik olarakta yatırımcıların, yönetim uygulamaları niteliksel olarak daha iyi olan Őirketlere yatırım yapmaya istekli olma olasılığı daha yüksektir. Daha iyi yönetim uygulamalarına sahip, iyi yatırım fırsatları sunan ve dış finansman ihtiyaçları olan firmaların, bu nedenle çeşitli fon sağlayıcılardan sermaye temin etmeleri çok daha kolaydır (Chen, Chung, Hsu ve Wu, 2010, s.235). Buradan hareketle, iyi kurumsal yönetime sahip Őletmelerin daha düşük maliyetli finansman sağlayabileceğini, yatırımcılar ile firmaların yöneticileri ve hissedarlar arasında bilgi asimetrisi ve çıkar çatıŐması sorunlarının daha az olacağını, bu nedenle daha büyük firma değerini yaratılacağını söyleyebiliriz.

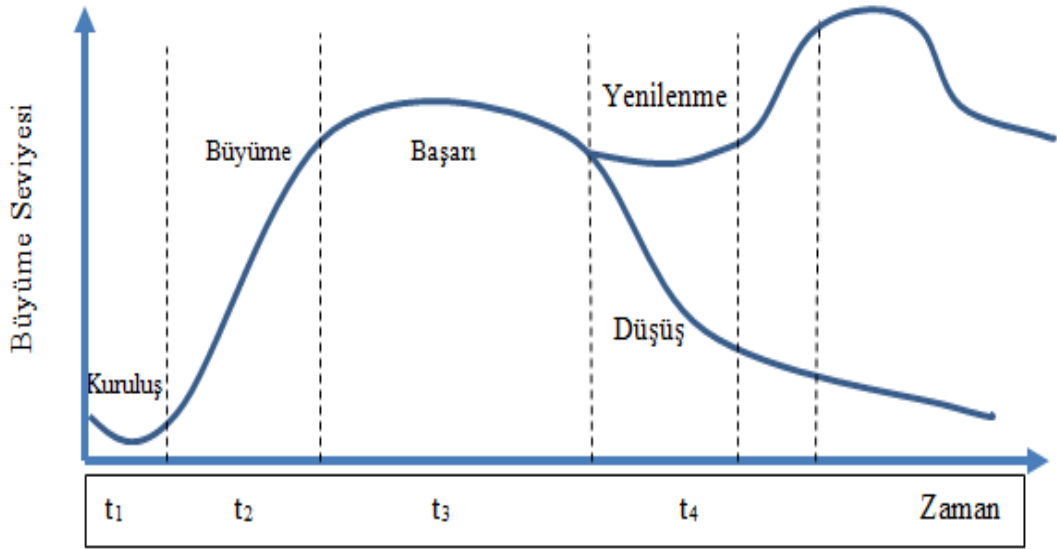
2.3.2.7. *Kredibilite*

Kredibilite Őletmelerin piyasalar tarafından değerlendirilmesi sonucu Őletmeye atfedilen güvenilirlik derecesidir. Değerlendirme ölçüsü, firmanın kamuyu bilgilendirmek adına yayınladığı bilgiler çerçevesinde (bilanço, kâr payı dağıtımı, finansal kararlar, yatırım kararları vb.) yatırımcılar tarafından veya uzman kiŐilerce yapılmaktadır. Bu değerin yüksek olması firmaya daha uygun maliyetle ve daha yüksek miktarlarda fon sağlama imkânı sağlamaktadır. Başka bir açıdan ise güvenilirlik tüm paydaŐlara karşı Őletmenin yasal ve yasal olmayan sorumluluklarını tam ve zamanında yerine getirmesi, getiremediği takdirde bunu açık, Şeffaf bir Şekilde nedenleri ile birlikte paydaşları ile paylaŐması ve hesap verebilmesi sayesinde oluşmaktadır. Kredibilite Őletmenin kuruluş aşamasından itibaren yılların birikimi ve uygulamaları sayesinde tüm paydaşların düşünce ve algısında oluşan göreceli bir kavramdır. Bu algı yatırımcının borç verenlerin Őletmenin ihtiyacı olan kaynaklara ulaşmasında, maliyeti ve vadesi üzerinde belirleyici olmaktadır.

2.4. **Finansman Politika Tercihleri**

İnsanlar gibi Őletmelerinde iniŐli çıkıŐlı yaşam çizgileri mevcuttur ve belirli bir süre sonra kendisini yenileyemeyen Őletmeler yok olma tehlikesi ile karŐılaŐmaktadır. İmalat sanayi sektöründe bir Őletmenin yaşam eğrisi Şekil 2’de görüldüğü gibi yatay bir “S” Şeklinde iniŐli çıkıŐlıdır (Çağlar, 2018). Laster, Parnel ve Carreher (2003, s. 344)’e göre Őletmenin yaşam eğrisi varoluŐ, hayatta kalma,

başarı, yenileme, düşüş olmak üzere beş aşamadan geçmektedir. Yaşam çizgisinin gerektirdiği zaman diliminde kendisini yenileyemeyen, değişimi doğru politikalar, stratejiler, uygulamalar ile yönetemeyen, gelişen durumlara doğru tepkiler veremeyen işletmelerin hayatta kalma şansında o oranda azalmaktadır. Bu bağlamda işletmeler yaşam döngülerini devam ettirebilmek için içinde bulunulan zamanın sosyo ekonomik, teknolojik şartlarına göre geleceğe yönelik planlamalar yapmaktadır. Her türlü planlama sonuç olarak bir finansal kaynak ihtiyacını doğurmaktadır. İhtiyaç duyulan kaynağın büyüklüğü, çeşidi, vadesi buna bağlı olarak maliyetleri işletme yaşam eğrisine göre şekillenmektedir. Diğer bir ifadeyle işletme yaşam eğrisi finansman politikalarına yansımaktadır. Bu çerçevede işletmelerin yaşam çizgilerinin her aşamasında finansman gereksinimleri ve uygulanacak politikaların farklı olduğu söylenebilir.



Şekil 2. İşletme-ürün yaşam döngüsü ve finansman ihtiyacı

Kaynak: Çağlar, 2018; Lester ve Parnell, 2003

Örneğin imalat sanayi sektörü için (t_1) kuruluş aşamasında yatırım ve makine teçhizat temini için uzun vadeli kaynağa ihtiyaç duyulurken, (t_2) büyüme aşamasında pazarlama ve pazar payını artırmaya yönelik kısa vadeli kaynaklara ihtiyaç duyulmaktadır. En başarılı olduğu (t_3) zaman aralığı sonuna doğru ise mevcut ürünün yaşam ömrü azalmaya başladığından bir taraftan yeni ürünün üretimini devam ettirmek, diğer taraftan pazar payını korumak aynı zamanda yeni ürün geliştirmek için AR-GE faaliyetlerini yürütmek üzere yüksek miktarda uzun vadeli kaynağa ihtiyaç duymaktadır. (t_4) düşüş aşamasında ise, bir yönüyle eski ürünün pazarda daha fazla tutunabilmesi için reklam fonuna, diğer yönüyle teknolojik ömrünü

tamamlayan veya yeni geliştirilen ürünün üretimi için gerekli ilave üretim sistemlerinin yenilenmesine duyulan ihtiyaç nedeniyle uzun vadeli kaynak gereksinimi ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda işletmelere ilk kurulduklarında her ne kadar ömür biçilmemiş ise de gelecekteki fon akışları ve finansman politikaları işletme yaşam döngüsüne duyarlı bir seyir izlemektedir. Bu nedenle öz kaynakla finansmanın, borçlanarak finansmanın yaşam döngüsünün hangi evresinde ağırlıklı olarak kullanılacağı önem arz etmekte ve finansman politikalarının oluşturulmasında işletme yaşam çizgisi dikkate alınması gerekmektedir.

2.4.1. Öz Kaynaklarla Finansman Politikası

Öz kaynaklar işletme bilançosunda aktiflerin ne kadarının işletme ortaklarınca ve kendi yarattığı kaynaklardan karşılandığının bir ölçüsüdür. Öz kaynaklar işletmelerin yükümlülüklerini yerine getirmelerinin, borç ödeme kapasitesinin ve mali gücünün göstergesi olarak görülmekte ve öz kaynak/ toplam pasifler oranı ile ölçülmektedir (Okka, 2006, s.176). İşletmeler hisse senedi ihraç etmek veya karlarını dağıtmayarak (oto finansman) öz kaynak yapılarını güçlendirebilirler. İşletmenin karlarındaki artış ve azalışlar, işletme üzerinde sahiplik ve ortaklık hakkı bulunanlara yapılan ödemeler, yapılan yatırımlar, dönem boyunca gerek işletme faaliyetleri gerekse başka nedenlerle ortaya çıkan zararlar nedeniyle öz kaynaklar dönem içerisinde artıp azalabilmektedir (Sultanoğlu ve Özerhan, 2018, s.326). Öz kaynaklardaki değişim borç verenler açısından alacaklarının tahsilatında bir güvence olarak görülmektedir. Finansman politikası olarak öz kaynak kullanımını tercih eden işletmelerin ortakları hem finansal riski hem faaliyet riskini üstlenmektedirler. Ancak borçlanma yönteminin seçilmesinde borç verenler sadece faaliyet riskine katlanacaklarından özsermaye sahiplerine göre daha avantajlı bir duruma sahip olmaktadır. Hisse senedi ihraçları ilave maliyetler gerektirmektedir bazı durumlarda bu maliyetler dış kaynakla borçlanmadan daha yüksek olabilmektedir.

Her işletme başlangıçta belirli tutarda öz kaynak ile kurulur ve devamlılığını öz kaynaklarını güçlendirmeden sürekli borçlanarak sürdürülemez. Değişik öz kaynak güçlendirme yöntemleri bulunmaktadır. Bunlardan birincisi hisse senedi ihracıdır. Her ne kadar değişik ihraç yöntemleri bulunsa da İhraç işlemi gerçekleştirildikten sonra piyasada yeterli talep oluşmama riski de bulunmaktadır. Halka arz yöntemiyle öz kaynak temininde yatırımcıyı koruma yasaları çerçevesinde işletmelerin sıkı denetlenmesi ve düzenli olarak ilgili kuruluşlara (BİST, SPK, KAP) rapor sunma

zorunluluğu ilave raporlama maliyeti ortaya çıkartmaktadır. Yasal olarak düzenli sunulan bilgilerin halka kapalı rakip işletmeler tarafından öğrenilmesi ve kullanılması asimetrik durum yaratabilir. Bu çerçevede bazı işletmeler öz kaynak ile finansman politikasını tercih ederken bazıları borçlanma (yabancı kaynak) yöntemiyle finansman politikasını tercih edebilmektedir. Finansman politikalarının oluşturulmasında bu önemli farklar dikkate alınması gereken konulardır (Akgüç, 2013, s.251). Öz kaynakla finansman yöntemi işletmenin geri ödeme zorunluğu olmayan bir finansman yöntemidir. Borçlanmanın ise vade baskısı yanında faiz gideri bulunmaktadır. Ancak finansman giderleri FVÖK karlardan düşülerek vergi avantajı sağlamaktadır.

Literatürde yapılan çalışmalarda Gülaç (2014, s.142) Türkiye'deki imalat sektörüne ait 2005 ile 2012 dönemini kapsayan verileri kullanarak, yatırım kararlarının hangi finansman kaynakları ile gerçekleştirildiğini araştırmıştır. Araştırma sonuçlarına göre; işletme sermayesinin kısa vadeli fonlar ve nakit akışından karşılandığı, üretim sitelerine yönelik yatırımların ise uzun vadeli fonlar ve özsermaye ile finanse edildiği tespit edilmiştir. Ayrıca finansal kaynak tercihinin yatırım politikasına göre belirlediği ampirik olarak ortaya konulmuştur. Miglo, (2007, s.93)'da işletmelerin borç-özsermaye seçimini analiz ettiği çalışmasında daha yüksek kazançlı ve büyüme oranına sahip firmaların borçlanmayı tercih ettiği, düşük kazançlı büyüme oranına sahip firmaların özsermaye ile finansman yöntemini tercih ettiğini belirtmektedir. Pazar ve işletme performansının kurumsal finansman davranışını etkileyip etkilemediğinin incelendiği başka bir çalışmada ise yüksek pazar payına sahip işletmelerin iyi büyüme fırsatlarına sahip olduğu bu nedenle düşük hedef borç oranlarının bulunduğu vurgulanmaktadır. Kârlılığın hedeflenen finansal kaldıraç üzerinde hiçbir etkisi olmadığı, kârsız işletmelerin, birikmiş zararlar nedeniyle fazla kaldıracı dengelemek için öz sermaye yöneldiği tespit edilmiştir. Ayrıca hisse fiyatları yükseldiğinde hisse satışı yapılarak piyasa zamanlaması ile işletmenin borç oranını hedefine yakın tutma eğilimine müdahale edildiği ortaya konulmuştur (Hovakimian, Armen, Gayane ve Tahrarian, 2004, s. 537)

Kriz durumlarında yaşanan pazar daralmaları, kur riskleri ve enflasyonist baskıların temel girdi maliyetlerini yükseltmesi işletmelerin öz kaynaklarında aşınmalara neden olmaktadır. Öz kaynaklardaki aşınmaya nakit akışında yaşanan yavaşlama eklendiğinde işletmelerin mali yapıları bozulmakta kaynak bulmada

güçlüğe düşmektedirler. Kriz durumunun ortaya çıkarttığı yüksek maliyetler, pazar daralması nedeniyle düşük kapasite kullanımı ve fon sağlanan piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle finansman sorunu yaşayan işletmelerin öncelikle olarak borçlanmadan ziyade öz kaynaklarına başvurduğu bilinmekte ve kriz sürecini atlatmak için öz kaynak ile finansman yöntemini tercih etmektedirler (Koyuncu, 2010, s.77).

Başka bir açıdan ise kâr payı dağıtım politikası finansman politikalarını etkilemektedir. Yüksek oranda kâr payı dağıtım politikası benimsenmesi, öz kaynakla finansman yöntemiyle yapılacak yatırımları ve işletmenin piyasa değerini olumsuz etkilemektedir (Demir, 2001, s. 56). Bu bağlamda kâr dağıtım politikası, yatırım politikası ve finansman politikası birbirine bağlı ve birbirini etkileyen üçlü bir birleşim oluşturmaktadır. Tezin kapsamı ile ilgili dolarizasyon eğiliminin yüksek olduğu ülkelerde işletmelerin bilançolarında ortaya çıkacak para ve vade uyumsuzluklarının seviyesini minimum seviyede tutabilmek için ihracata dayalı olarak döviz cinsinden nakit akışları yoksa açık veya gizli oto finansman yöntemiyle kaynak yaratma politikasını tercih edecekleri ileri sürülebilir.

2.4.2. Yabancı Kaynaklar ile Finansman Politikası

İşletmelerin yaşam döngüsü bünyelerinde sürekli hareket halinde dolaşan sermayenin varlığına bağlıdır. Sermaye dolaşımının durması veya zayıflaması işletme yükümlülüklerini yerine getirmesinde sıkıntılara neden olmaktadır. Dolaşımdaki sermayenin bileşimi yukarıda açıklandığı üzere birincisi öz kaynaklardan ikincisi yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Yabancı kaynak tercihi üzerinde etkili olan faktörler, ihtiyaç duyulan kaynağın ne kadar sürede geri ödeneceği, maliyeti, nerede kullanılacağı ve kullanıldıktan sonraki getiri oranıdır. Kullanılan yabancı kaynağın öz sermayeye oranı işletme için kredibilite ve borç ödeme gücünün ölçüsüdür. Bu oranın her sektör için farklı olabilmektedir. Ancak ortalama olarak bu oranın 1'den yukarı olmaması, sermaye yoğun (finansal) sektörlerde 2, reel sektör ve hizmet sektörlerinde ise 0,50 olması ideal kabul edilmektedir (Piyasa Rehberi Sözlüğü, Borç/Özsermaye oranı). Eğer işletme yaptığı borçlanmalardan daha fazla gelir ve kâr elde edebiliyorsa bu oranın yüksek olması fazla bir risk taşımamaktadır. Bu kapsamda Gençtürk, Dalğar ve Yılmaz, (2011, s.205), 1992-2009 yılları arası İMKB'de işlem gören 77 şirketin kriz durumunda finansal yapılarını ve politika tercihlerini incelediği çalışmada; firmaların kriz

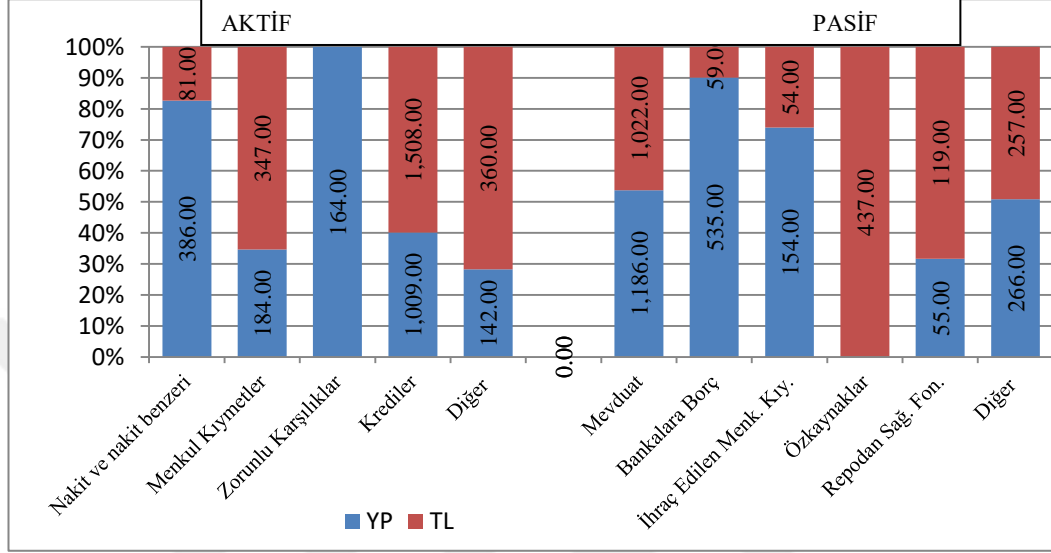
döneminde yabancı kaynak kullanımını tercih ettikleri, 2002 sonrasında ise daha çok uzun vadeli yabancı kaynak kullanımına yöneldiklerini tespit etmişlerdir.

Teorik açıdan temel finansman politikası olarak dönen varlıkların dalgalanan kısmının kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmesi gerekmektedir. Diğer kısmı (net işletme sermayesinin) uzun vadeli kaynaklar ile finanse edilmesi işletme sermayesinin güçlü tutulması açısından önem arz etmekte ve işletme sermayesi yönetimi konusunu kapsamaktadır (Aksoy ve Yalçiner, 2005). Genellikle kısa süreli finansman politikalarında kaynak temin yöntemi olarak banka kredileri ticari faaliyet içerisinde bulunan tedarikçilerden kredili mal alışı, avans, ortaklardan kısa süreli borçlanma, faktöring, finansman bonusu şeklinde sağlanabilmektedir. Ancak bono ve tahvil piyasalarında kamunun dışlama etkisi, ihraç süreçlerindeki prosedürlerin fazlalığı ve ihraç maliyetlerinin yüksekliği bu iki yöntemin tercih edilmesinin önündeki engeller olarak görülmektedir (Ersoy, 2012, s.79).

Uzun süreli yabancı kaynak temininde ise forfaiting, finansal kiralama varlığa dayalı menkul kıymet ihracı, uzun vadeli banka kredileri ve tahvil ihracı gibi yöntemler kullanılmaktadır. Uzun süreli kullanılan kaynağın vade yapısına paralel, geri ödeme riskide artmaktadır. Bu nedenle borç verenler tarafından istenen ilave risk primi, teminatlar, sigorta masrafları, nedeniyle maliyetleri de yüksek olmaktadır. Ayrıca dış piyasalardan temin edilen uzun vadeli kaynakları, GOÜ'lerin ilk günah sorunu ve vadesinin ortaya çıkarttığı risk nedeniyle, fon sahipleri uluslararası rezerv para cinsinden verme eğilimi sergilemektedirler. Bazende işletmeler yabancı para cinsinden kaynak kullanmayı kendileri tercih etmektedir. Bu kapsamda Mora, Neaime, Aintablian, (2013, s.1093), küçük firmaları yerel bankalardan yabancı para cinsinden kredi almaya neyin teşvik ettiğini araştırdıkları çalışmada; ihracat yapan ve kârlı işletmelerin yabancı para cinsinden borçlanma ihtimallerinin daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.

İşletmelerin kısa vadeli ve uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını temin ettikleri en güvenilir kurum bankacılık sistemidir. Genellikle bir teminat karşılığı olarak kullanılmaktadır. Bankacılık sistemi de ihtiyacı olan kaynağı nihayetinde son ödeme mercii olan MB'lerden, topladıkları mevduatlardan, tahvil ihracından ve dışarıdan döviz cinsinden sendikasyon kredileri yöntemiyle karşılamaktadırlar. Dolarizasyon eğiliminin arttığı durumlarda bankalar kur riskinden korunmak için daha çok yabancı para cinsinden kredi kullanılmayı tercih etmektedirler. Bu bağlamda bankacılık

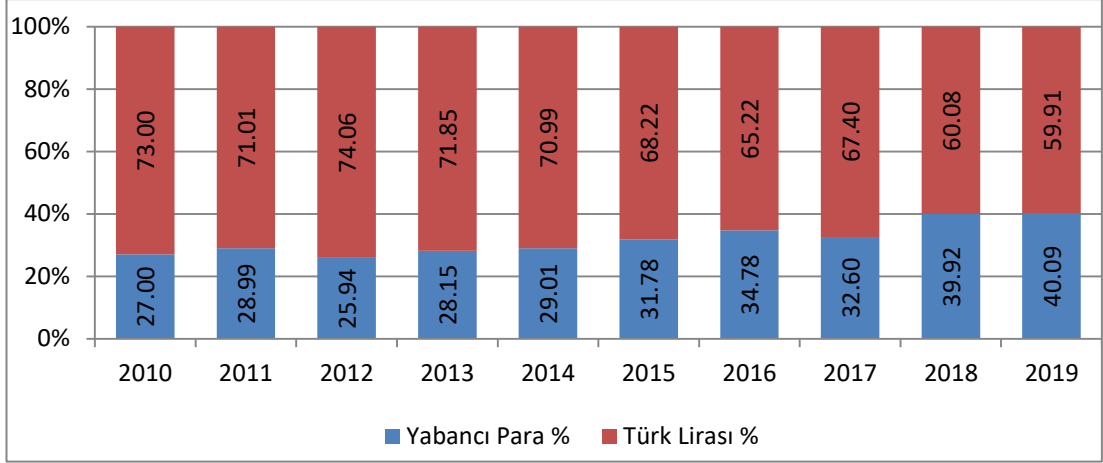
sisteminin kendi finansman politikası ve yöntemleri ile kredi kullandırma davranışları doğrudan işletmelerin finansman politikasına yansımaktadır. Bu ilişkinin ortaya konulabilmesi için bankacılık kesimi bilançolarının ayrıntılı incelenmesi gerekmektedir. Aşağıda Grafik 5 ve Grafik 6’da bankacılık kesimi bilanço ayrıntıları sunulmuştur.



Grafik 5. Bankacılık kesimi bilanço YP-TL dağılımı 2019 Milyar TL

Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BBDK), bankacılık sektörü temel göstergeleri raporu, 2019. s.4

Grafik 5’te 2019 yılı bankacılık sisteminin genel bilançosu incelendiğinde bankaların aktifleri içerisinde nakit varlıklarının %80’ni, menkul kıymetlerinin %30’nu, MB bünyesinde tuttuğu zorunlu karşılıklarının tamamını, kullandırdığı kredilerin ise %40’ını yabancı para birimi cinsinden gerçekleştirdiği görülmektedir. Pasif varlıkları içerisinde ise topladığı mevduatın yaklaşık %54’ü, diğer bankalara olan borçlarının %90’ını, borçlanma aracı olarak ihraç ettiği menkul kıymetlerin %75’i, diğer yükümlülüklerinin ise %50’si yabancı para birimi cinsinden oluşmaktadır. Bu durum bankacılık sistemi ve genel ekonominin 2019 yılı itibariyle hem varlık hem yükümlülük yönünden aşırı dolarize olduğunu göstermektedir (Grafik 5).



Grafik 6. Banka kredileri YP-TL dağılımı % (2010-2019)

Kaynak: BDDK, bankacılık sektörü temel göstergeleri raporu, 2019. s.4

Bankacılık sisteminin kullandığı kredilerin para birimi cinsi, bir ülkedeki işletmelerin dolarizasyon göstergelerine yansımaktadır. Bu bağlamda Grafik 6'da 2010 yılından itibaren toplam krediler içerisinde yabancı para cinsinden kullanılan kredilerin oranı yaklaşık olarak %27'den %40 çıkmış, ulusal para ile kullanılan kredilerin oranı ise %73'ten %60 seviyesine düşmüştür. Bu durum işletmelerin finansman politikalarında, ulusal paradan yabancı paraya doğru yönelmek zorunda kaldığını, borç verenlerin ise yabancı para birimi cinsinden borç vermeyi tercih ettiğinin göstergesidir. Yukarıda gösterilen 2 grafiğe ait bilgileri tezin temel sorunu olan dolarizasyon eğiliminin işletme finansman politikalarını nasıl etkilediğini ortaya koymak için kullanabiliriz. Bankacılık sistemi içinde artan döviz tevdiat hesapları nedeniyle sektörün yükümlülük dolarizasyon eğiliminin arttığını (Grafik 5) ve bankaların bu nedenle para uyumsuzluğu sorunu yaşamamak için yabancı para birimi cinsinden kredi kullanımına yöneldiği (Grafik 6) ortaya çıkmaktadır. Bankacılık sisteminin kredi kanalındaki bu tür tercihlerinin, işletmelerin finansman politikası üzerinde uluslararası rezerv para birimi cinsinden kaynak kullanma baskısı oluşturduğunu söyleyebiliriz. Diğer bir ifadeyle bankacılık kesimi yükümlülük dolarizasyonundaki artış zincirleme olarak reel sektörün yükümlülük dolarizasyona yansımaktadır.

İşletmelerin yabancı kaynak temin yöntemlerinden bir diğer yöntem tahvil ihracıdır. Sermaye piyasaları gelişmiş, tasarruf oranları ve fon arzı yüksek olan ülkelerde fon ihtiyacı olan işletmeler uzun vadeli finansman kaynaklarını tahvil ihracı ile sağlamaktadırlar (Dabbağoğlu, 2010, s.54). Enflasyon oranlarının yüksek

ve faiz oranlarının oynak olduğu dönemlerde risk oranları yükseldiğinde ve tahviller faizlere duyarlı hale gelmekte tahvil ihracının vadesi kısalmaktadır. Ayrıca kamunun aşırı borçlanma gereği sıg piyasalarda dışlama etkisi nedeniyle özel sektörün tahvil ihracı yöntemini kullanmasını zorlaştırmaktadır. Tezin temel konusunu teşkil eden dolarizasyon eğilimi de aynı şekilde finansal piyasaların gelişmişliğine, faiz oranlarına ve enflasyon oranlarına karşı duyarlıdır. Buradan hareketle dolarizasyon eğiliminin işletmelerin tahvil ihracı yöntemiyle kaynak temin etmelerini olumsuz etkileyeceği söylenebilir.

Diğer bir yabancı kaynak temin yöntemi ise varlığa dayalı menkul kıymet ihracıdır. VDMK. İşletmeler açısından VDMK yöntemiyle finansman sağlamada alacakların kalitesi önem arz etmektedir. Çünkü derecelendirme kuruluşları ihracı yapan işletmeden bağımsız olarak işletmenin ödeme gücünü değerlendirmekten ziyade alacağın tahsil edilebilme olasılığını değerlendirmektedir. Yüksek derecelendirme notu varlığın kalitesini göstermekte, ihraç fiyatını, faiz oranını ve talebi etkilemektedir (Çikot, 2012, s. 12). Diğer bir ifadeyle risk azaldıkça yatırımcılar daha düşük faiz talep etmektedirler. Finansman politikası açısından işletmelerin alacaklarının kalitesini yükseltmeleri ileride bunları VDMK dönüştürerek daha düşük maliyetli fon bulmalarına katkı sağlayacaktır. Finansman politikası açısından bir diğer avantajı (özellikle bankacılık sistemi) alacakların tahsil edilememe riskini başka bir kuruluşa devrettiği için yüksek miktarda karşılık ayırmak durumunda kalmayacaktır.

İhracat yapan firmalar diğer firmalardan farklı olarak yabancı kaynak temininde factoring ve forfaiting yöntemini kullanmaktadırlar. Ancak bu yöntemin kullanılmasında “alacağın kalitesi” ödenecek risk priminin oranını belirlemektedir. Forfaiter kur riski, politik risk, ticari risk, ülke riskini üzerine aldığından üstlendiği risk oranında faiz talep etmektedir. Bundan dolayı forfaitisten eline geçen tutar o oranda az olmaktadır (Yalçiner, Tanrıöver, Bal, Aksoy, Cihangir, vd.,2014, s.47). Bu kapsamda finansman politikaları çerçevesinde işletmelerin yurt dışı alacaklarının kalitesi ödenecek risk primi gibi diğer giderler açısından önemli bir belirleyici unsur olduğu görülmektedir. Uluslararası ticarete bu yöntemi kullanan işletmelerin finansman politikaları açısından esnekliği artırmak için alacaklarının kalitesini yükselterek önemli oranlarda finansman giderlerinden kurtulma avantajı elde edebilirler. Bu şekilde uluslararası ticaret daha güvenli yapılabilmekte, işletmeler

açısından bilanço aktifinde alacakların oluşturduğu bilanço zayıflığı ortadan kalkmakta, aktiflerin ve likidite yönetimine esneklik kazandırmaktadır (Ceran, Bezirci ve Ay, 2018, s.219). Dolarizasyon eğiliminin kurlar üzerinde oluşturduğu baskı nedeniyle factör işlemi gerçekleştirmek için daha fazla risk primi talep edebilmektedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DOLARİZASYON EĞİLİMİNİN İŞLETMELERİN FİNANSMAN POLİTİKALARINA ETKİLERİ: BİST İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE PANEL VERİ ANALİZİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

3.1.1. Araştırmanın Amacı

Tezin birinci bölümü dolarizasyon ve ikinci bölümü finansman politikaları başlığı altında iki değişkenin birbiri ile olan ilişkisi ayrıntılı olarak incelenmiştir. İnceleme sonucunda iki temel görüş ön plana çıkmaktadır. Birincisi, dünyada giderek artan finansal küreselleşme, parası uluslararası rezerv para olma özelliği taşımayan ülkeleri ve işletmeleri dolarizasyonun çeşitli türleri ile karşı karşıya bırakmaktadır. İkincisi, finansman politikaları çerçevesinde bu ülkelerin veya işletmelerin kendi para birimi cinsinden borçlanarak veya özkaynakları ile kalkınmalarını ve gelişmelerini sürdürmeleri zor görünmektedir. Gerek özel sektör gerekse kamu işletmelerinin çoğu büyük yatırımlarının hayata geçirilmesi için dışardan uluslararası rezerv para cinsinden finansmana ihtiyaç duymaktadırlar. Bu bağlamda her iki durum birbiri ile sebep sonuç ilişkisi içerisinde iç içe geçmiş durumdadır. Yabancı para birimi cinsinden kullanılan kaynaklar işletmelerin ve ülkenin dolarizasyon göstergelerini etkilemekte ve finansman politikalarına yansımaktadır. Bu husus işletmelerin finansman politikalarının çözüm bekleyen önemli bir sorunu olarak yansımaktadır.

Literatürde de dolarizasyon olgusunun finansal sektör, işletme bilançoları, yatırımları, sermaye birikimi, finansman politikaları üzerinde olumlu ve olumsuz birçok etkisi olduğu tezin birinci bölümünde tartışılmıştır. Dışa açık finansman ve pazarlama eksenli büyüme modellerinin hız kazandığı gönümüzün küreselleşen ekonomik ve finansal dünyasında, yöneticilerin dolarizasyon çeşitlerinin işletmelerinin finansman politikalarını nasıl etkilediğini bilmeleri, dolarizasyon olgusunu ortaya çıkartan belirleyici faktörleri çok iyi analiz etmeleri ve işletmelerinin finansman politikalarına yansımaları gerekmektedir. Çünkü işletmenin devamlılığı, kârlılığı, piyasa değeri, rekabet gücü gibi konular finansman politikaları ile yakından ilişkilidir. Bu bağlamda yöneticiler işletmelerinin finansman politikalarının şekillendirilmesinde dolarizasyonun etkilerini dâhil etmeleri finansal

yapılarının güçlenmesine katkı sunacaktır. Bu kapsamda işletme seviyesinde finansman politikalarını etkileyen diğer iç ve dış faktörler ile birlikte varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun finansman politikalarını etkileme derecesi ve etkinin yönünün bilinmesi gerekmektedir. Çalışma bu doğrultuda işletmelerin finans yöneticilerine, finansman politikalarını şekillendiren firma yaşı, büyüklüğü, kârlılık, piyasa değeri gibi birçok değişken yanında varlık ve yükümlülük dolarizasyonunda etkilerinin ortaya çıkartılması hususunda yol gösterici bulgular elde etmeyi amaçlamaktadır.

3.1.2. Araştırmanın Problemi

Tezin temel problemi işletmeler seviyesinde yabancı para birimi cinsinden varlık ve yükümlülüklerinin işletme finansman politikalarını etkileyip etkilemediğini bu etkinin arka planını da cereyan eden olayları ortaya koymaktır. Bu bağlamda öncelikle dünya finansal sisteminde yaşanan gelişmelerin gözden geçirilmesi gerekmektedir. Dünya üzerinde internet, iletişim teknolojileri, ulaşım ve iletişim sistemlerindeki gelişmeler, ülkeleri birbirlerine zaman boyutunda yaklaştırmış, ülkeler arasında bütünleşmiş bir finansal mimarinin inşasına katkı sağlamıştır. Bu sayede gelişen, derinleşen ve çeşitlenen finansal piyasalardan, kamunun yanında özellikle de işletmeler rahatlıkla ulusal paraları veya uluslararası rezerv paralar cinsinden gerek tahvil, bono, kredi şeklinde borçlanma yöntemiyle, gerekse hisse senedi ihracı yöntemiyle bünyesine yeni hissedarlar katarak fon temin etme şansına kavuşmuşlardır.

Bu durum bir taraftan parası uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkeler açısından ekonomik yapılarında dolarizasyon olgusunu ortaya çıkartmış, diğer taraftan işletmelerin yeni finansman yöntem teknikleri ve politikalarını geliştirmelerinin önünü açmıştır. Dünyada 2000 sonrası bu anlamda adeta bir finansal inovasyon devri yaşanmıştır. Diğer bir ifadeyle finansal riskten korunma araçlarından türev işlemlerin kullanımı artmıştır. İşletmeler açısından küresel finans dünyasında yaşanan bu tür gelişmeler finansal piyasalarının gelişmesini, çeşitlenmesini, derinleşmesini ve finansman maliyetlerinin azalmasını sağlamıştır. Özellikle Gelişmekte Olan Ülkelerdeki (GOÜ) ve Geçiş Ülkelerindeki (GÜ) işletmelerin hisse senedi, tahvil bono ihraç etmek gibi klasik finansman yöntemlerinin yanısıra finansal kiralama, forfaiting, swap, factoring gibi çok daha karmaşık yeni “türev işlemleri ve finansman yöntemlerini kullanmalarına imkân

sunmuştur. Yeni yöntemlerin finansman tutarında ve maliyetlerinde sağladığı avantajı kullanan işletmeler, büyük hacimli yeni yatırımlara yönelmişlerdir. Ancak finansman politikalarında dışa açılım işletmelerin bilanço yapılarını 2008 krizinde olduğu gibi başka ülkelerden kaynaklı şoklara ve kur hareketlerine karşı kırılgan hale getirmiştir. Finansman politikası olarak yabancı para birimi cinsinden aşırı dışa açılım beraberinde özellikle GOÜ ve GÜ işletmeler açısından bilançolarda varlık ve yükümlülük dolarizasyondan kaynaklı sorunları ortaya çıkartmıştır.

Dolarizasyon sorunu ve ilk günah problemi yaşayan, para birimi dünya üzerinde değişim aracı olarak kabul görmeyen ülkeleri ve işletmeleri kendi para birimi cinsinden borçlanamamaları nedeniyle döviz kur riskine karşı duyarlı hale getirmektedir. Para birimi dünya ticaret döngüsünde değişim aracı olarak kabul gören birkaç ülke ise diğer ülkelere göre avantaj elde etmektedirler. Dolarizasyon problemi yaşayan ülkeler dalgalanma korkusu ve dalgalanmanın yaratacağı enflasyon nedeniyle parasal tabanlarını genişletmede daha çekingen davranırken, birkaç ayrıcalıklı ülke veya birlik (ABD, AB, İngiltere, Japonya) para birimlerinin dünyanın büyük bölümü tarafından kabul görmesi nedeniyle parasal genişlemede kendilerine sınır koymamaktadırlar. Bu ülkeler finansman sorunu yaşayan işletmelerini özellikle kriz durumlarında para birimlerinin rezerv para olma özelliğinden faydalanarak sınırsız şekilde fonlamakta, batmak üzere olan şirketlerin tüm bilançolarındaki toksik varlıkları devlet gücü veya merkez bankaları vasıtasıyla devralarak sınırsız sermaye desteği sağlamaktadırlar. Diğer ülkelerin kamu ve özel sektör işletmeleri bu ayrıcalıklardan mahrum kalmakta ve sorunlarını yabancı para biriminden yeni kaynaklar bularak çözmek durumunda kalmaktadır.

Dolarizasyon olgusu bu çerçeveden değerlendirildiğinde finansman politikaları açısından dünya genelinde para birimi uluslararası rezerv para muamelesi gören ülkeler ile para birimi uluslararası rezerv para işlevi görmeyen iki grup ülke işletmeleri arasında asimetric bir durum ortaya çıkartmaktadır. Bu bağlamda parası uluslararası piyasalarda kabul görmeyen ülkelerin ve işletmelerin dolarizasyon olgusu ile yaşamayı ve gelecekteki finansman politikalarını bu çerçevede şekillendirmeleri zorunluluk haline gelmiştir. Ancak geleceğe yönelik finansman politikalarını oluşturabilmek için dolarizasyon sorununun süreçlerini, ekonomik birimler arasındaki ilişki yapısını, en önemlisi de bilançolarını ve finansman

politikalarını hangi kanallar üzerinden ne şekilde etkilediğini çok iyi analiz etmeleri ve finansal planlamalarında dikkate almaları gerekmektedir.

Literatürde de dolarizasyon olgusu genel olarak makro seviyede ve kamu maliyesi ve göstergeleri üzerinden incelendiği görülmektedir. Oysa kamu sektörünün tümü ve özel sektör işletmeleri bir bütün olarak bir ülkedeki genel ekonomik yapıyı oluşturmaktadırlar. Dışa karşı her ikisinin toplam borcu ülkenin toplam borç stokunu oluşturmakta ve kredi derecelendirme kuruluşları ile fon sağlayıcılar bu göstergelere göre faiz oranlarını, para birimi cinsini, vadesini ve risk primini belirlemektedirler. Bu sonuç doğrudan finansman politikalarına yansımaktadır. Bazı çalışmalarda da dolarizasyon olgusunun mikro anlamda tam analiz edilebilmesi için sektörel olarak ayrıntılı incelenmelerin yapılmasının sektörlerle ilişkin zayıflıkların daha açık şekilde ortaya çıkartılabileceği tavsiye edilmektedir. Tezin bu kapsamda mikro seviyede işletmelerin bilançolarındaki yabancı para birimi cinsinden varlık ve yükümlülüklerini ölçen bir yöntemi ortaya koyması, bu ölçüm sonuçlarının işletmelerin finansman politikalarını nasıl etkilediğini açıklaması bakımından literatüre yapacağı katkı önem taşımaktadır. Çalışma ayrıca işletmelerin finansal yönetim kalitesinin yükseltilmesine, performanslarının artırılmasına yönelik kanıtlar elde etmek suretiyle, finansal karar verme süreçlerine yardımcı olabilir. Bu katkı daha sağlam finansal yapıya sahip işletmelerin ortaya çıkmasına katkı sunabilir. Sağlam ve sağlıklı finansal yapıya sahip işletmeler ise tasarruf sahiplerini yatırım için teşvik edebilir, yatırım iştahını uyarabilir.

3.1.3. Uygulamanın Amacı ve Önemi

Araştırmanın birinci öncelikli amacı literatürde üzerinde çok fazla çalışmaya rastlanmamış olan makro seviyedeki dolarizasyon olgusunun, mikro seviyede işletmelerin finansman politikalarını, diğer bir ifadeyle aktifler ve pasifler içerisindeki borç - öz kaynak yapısındaki vade ve çeşidindeki değişimi nasıl ve ne yönde etkilediğini ortaya koymayı amaçlamaktadır. İkinci olarak verilerin analizinden elde edilecek bulgular sayesinde işletmelerin finansman politikalarının borç-özkaynak yapısının oluşturulmasında hangi değişkenleri ne ölçüde dikkate almaları gerektiği hususunda yol gösterici bulgular elde etmeyi hedeflemektedir. Üçüncü olarak işletmelerin finansman politikalarını etkileyen değişkenlerin ortaya çıkartılması hususunda literatüre katkı sunmaktadır. Bu bağlamda gerek işletme üst yönetimine gerekse finansal yöneticilere varlık ve yükümlülük dolarizasyonun

bilançolarında, finansman politikalarında yaratacağı etkileri bunların fayda mahsurlarını değerlendirebilecekleri sonuçlar elde etmeyi amaçlamaktadır.

Tezin ana konusu çerçevesinde özellikle işletmeler düzeyinde görülen varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun işletmelerin finansman politikaları üzerine etkileri literatür taraması sonucu oluşturulan ekonometrik model ile analiz edilecektir. Bu doğrultuda varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun işletmelerin borç-öz kaynak dengesini oluşturma, aktiflerini finanse etme, duran varlıklarını finanse etme politikalarını, borçlarının vadesi ve cinsini nasıl etkilediği, etkinin yönü ve şiddeti analiz edilmeye çalışılacaktır. Yukarıda belirtilen amaçların gerçekleştirilmesi ile mikro anlamda işletmelerin finansal yapılarının güçlenmesine ve kur riskine karşı finansal yönden dirençli hale gelmelerine, bunun doğal sonucu olarak makro anlamda ülke ekonomisinin finansal yapısının güçlenmesine katkı sağlayacak bulgular elde etmeyi hedeflemektedir. Literatür incelendiğinde de mikro seviyede işletmelerin finansman politikalarına etki eden faktörler içerisinde özellikle işletmeler düzeyinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun işletme finansman politikaları üzerine etkilerini inceleyen çok fazla çalışmaya rastlanmamaktadır. Çalışma bu kapsamda literatürdeki bu boşluğu doldurmayı da amaçlamaktadır.

3.2. Araştırmanın Kapsamı, Sınırlılıkları

3.2.1. Araştırmanın Kapsamı

Araştırma 2007-2009 yılları arası Borsa İstanbul (BİST) İstanbul'da işlem gören imalat sanayi işletmelerini kapsamaktadır. 2007-2019 döneminin seçilme nedeni aşağıda çalışmanın sınırlılıkları başlığı altında açıklanmıştır. İmalat sanayi sektörünün seçilmesinin nedeni ise bu sektörün diğer sektörlerle göre bünyesinde yönetim, pazarlama, üretim ve finans gibi standart bir işletmede bulunması gereken tüm fonksiyonların tamamına yakınına barındırmasıdır. BİST'te işlem gören işletmelerin seçilmesinin nedeni ise yasal zorunluluklar nedeniyle sağlıklı ve düzenli mali tablolar ve verilerin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve BİST'te bildirilmesidir. Araştırma kapsamında 2020 yılı Temmuz ayı itibariyle BİST'te işlem gören toplam 175 işletme bulunmaktadır. Bu işletmelerden 156 tanesinin verileri FİNNET veri tabanından BİST ve KAP resmi internet sitesinden elde edilmiş, Bağımlı ve bağımsız değişkenler ile ilgili 156 işletmenin 43 tanesinden bazılarının 2007 sonrası borsaya koteli olması, yıllık çeyrek dönemleri kapsayan sağlıklı ve

düzenli verilerine ulaşamaması nedeniyle analiz kapsamından çıkartılmıştır. Geriye kalan 113 işletmeyi kapsayan 2007-2019 dönemi yıllık çeyrek veriler üzerinden analiz yapılmıştır. Bağımlı ve bağımsız değişkenle ilgili firma listesi EK-A'da sunulmuştur. İşletmelerin 2007-2019 çeyrek dönemlik bilanço verilerinden derlenen 7 bağımlı değişken 7 bağımsız değişken ve 2007-2019 yılları arası çeyrek dönemi kapsayan aralıkta bağımlı ve bağımsız değişkenler ile ilgili 82.264 gözlem noktası tespit edilmiştir.

3.2.2. Sınırlılıkları ve Varsayımları

Araştırmanın en önemli sınırlılığı çalışmanın hangi yıllar arasını kapsayacağını belirlemesidir. Yukarıda belirtildiği üzere zaman kısıtı 2007-2019 tarihleri arası seçilmiştir. 2007-2019 yılının belirlenmesinde etki eden faktörlerden birincisi 2020 ilk yarı iki çeyrek dönem verilerinin COVID-19 pandemi etkisi nedeniyle analize dâhil edilmemiş olmasıdır. İkincisi 2007 yılının seçilmesinde tezin temel konusunu teşkil eden işletmelerin varlık ve yükümlülük dolarizasyonu hesaplamasında kullanılan yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülük verileri başta olmak üzere diğer birçok değişkene ait 2007 öncesi çeyrek dönemli seriler halinde düzenli verilere ulaşamamasıdır. Çalışmada bu kısıt göz önünde bulundurulmadan analiz dönemi olarak 2007'nin öncesinin seçilmesi durumunda daha fazla işletme yukarıda belirtilen sebepten dolayı analiz kapsamından çıkartılacağından gözlem noktasında azalmaya ve sektör üzerinde sağlıklı analiz yapmaya imkân vermeme durumu ile karşılaşılacaktır. Bu nedenle dönem olarak bağımlı ve bağımsız değişkenler ile ilgili optimum düzenli verinin elde edildiği 2007-2019 dönemi analiz için seçilmiştir. Bu kapsamda değerlendirmeye alınan işletmelerin en az 2007-2019 yılları arası 13 yıllık kesintisiz bir bilanço bildiriminde bulunmuş olmaları ve bu süre zarfında BİST'te imalat sektöründe işlem görmüş, 2007 öncesi kurulmuş olmaları, verilerin diğer bir belirleyici zaman sınırının şartını oluşturmaktadır. Bu şartlar altında işletmelerin KAP ve BİST'te kamuyu aydınlatmaya yönelik bildirimde buldukları bilançolarının ve FİNNET firması veri tabanından alınan bilgilerin doğru ve güvenilir olduğu kabul ve varsayımı altında analiz ve çalışmalar yapılmıştır.

Çalışmada 2007 yılının başlangıç olarak seçilmesinin diğer bir nedeni; varlık ve yükümlülük dolarizasyon oranlarının hesaplanabilmesi için işletmelerin yabancı para cinsinden varlıkları, yükümlülükleri ve yabancı para pozisyonunu dengelemek

için kullandıkları türev finansal araçlar ile ilgili verilerin tam olarak bilinmesi gerekmektedir. Özellikle kur riskini tespit etmek amaçlı yabancı para pozisyonu ile ilgili veriler Türkiye’de “UFRS-7 Finansal Araçlar uygulamalarının”^{*} 2007 yılından itibaren uygulamaya konulması ile sağlıklı olarak raporlanmaya başlanmıştır. 2007 öncesi yabancı para net pozisyonu ve türev işlemler hakkında tam ve sağlıklı veri elde edilememesi nedeniyle 2007 çalışmanın alt sınır tarihi olarak alınmıştır.

İkinci en önemli kısıt ekonometrik model kapsamında finansman politikalarını etkileyen bağımsız değişkenler ile finansman politikalarını ölçecek bağımlı birçok değişken bulunması nedeniyle hangi değişkenlerin modele dâhil edileceğiyle ilgili kısıttır. Bu sorunun çözümüne öncelikle literatürden yararlanarak finansman politikalarına etki eden bağımsız değişkenlerin belirlenmesi ile başlanmıştır. Sonrasında 2007-2019 yılları arası çeyrek dönemlik sağlıklı verilere ulaşılan bağımlı değişkenler modele dâhil edilmiştir.

Diğer bir kısıt çalışmanın veri setine sadece imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin dâhil edilmiş olmasıdır. Bunun nedeni bağımlı ve bağımsız değişkenler ile ilgili oranının her sektöre göre farklılık arz etmesidir. Bu nedenle bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri hakkında sağlıklı gözlem ve analiz yapabilmek için sadece imalat sektörü oranları seçilmiştir. Diğer türlü başka sektörlerde ait işletmelerin veri setine dâhil edilmesi durumunda sektörler arasındaki ortalama değerlerdeki farklılık nedeniyle, gözlem değerlerinin sapmalar ortalamadan oldukça uzaklaşacak ve yanlış analizlere ve sonuçların çıkmasına neden olabilecektir.

Çalışmanın diğer bir sınırlılığı son yıllarda finansal araçların çeşitlenmesi ve bu araçlara ait piyasaların derinleşmesi işletmelerin bilançolarının mali ve finansal yapısına ait değişimleri, eğilimleri analiz etmekte güçlükler neden olmasıdır. Bunun birinci nedeni işletmelerin ikili anlaşmalar ile şarta bağlı borçların ve “bilanço dışı veya bilanço altı yükümlülüklerin”⁸ çeşitlenen finansal araçlar sayesinde artmaya başlaması ve bu yükümlülüklerini bazen bilanço dipnotlarında gösterilmesinden itina

* UFRS-7 Finansal araçlar uygulaması, işletmelerin kullandığı türev işlemleri ve net yabancı para yükümlülüklerini bundan dolayı oluşan riskin niteliği ve kapsamı ile ilgili bilgileri açıklamasını zorunlu kılmaktadır.

⁸ İşletmenin gelecekte ödemek zorunda olduğu yükümlülükler (kıdem tazminatları karşılığı, ödenecek gelir ve kurumlar vergisi karşılıkları) için ayrılan tutarlar kesin olmamakta, alınan yabancı kaynak karşılığı varlıklar üzerine konulan şartlı rehinler, ikili anlaşmalarla şarta bağlanan yükümlülükler dipnotlarda tam gösterilmemektedir.

etmeleridir. İkincisi küçük yatırımcıların pay sahibi olduğu hisseleri başkaları tarafından alınıp satılan devredilen anonim ortaklık yapısına sahip işletmelerde öz sermaye ile borç arasında benzerlik gösteren “melez sermaye”⁹ yapısının veya diğer bir ifadeyle Hibrit Menkul Kıymetlerin artmaya başlaması ve bu durumun borç/öz kaynak oranını etkilemesidir

3.3. Değişkenlerinin Belirlenmesi ve İncelenmesi

Araştırma verilerinin toplanabilmesi ve modelin oluşturulabilmesi için öncelikle bağımlı ve bağımsız değişkenlerin belirlenmesi ve tanımlanması gerekmektedir. Bu bağlamda tezin amacına ve içeriğine uygun olarak en üst çerçevede bağımlı değişken olarak finansman politikası” belirlenmiştir. Öncelikle “finansman politikalarının” nasıl ölçüleceği net olarak ortaya konulması gerekmektedir. Finansman politikaları sonuçları itibariyle işletmelerin sermaye yapısını şekillendirmektedir. Diğer bir ifadeyle finansman politikalarının çıktısı bilançolarda sermaye yapısı oranları olarak yansımaktadır. Bu çerçevede bağımlı değişken finansman politikalarını açıklayacak ölçüm yöntemi, sermaye yapısını ölçen yöntemlerden faydalanılarak oluşturulabilir, ancak bu yeterli değildir. Literatürde sermaye yapısının farklı yönlerini açıklayıcı birçok oran kullanılmaktadır. Yapılan değerlendirme sonucunda sermaye yapısı oranlarından bazıları ile birlikte finansman politikasını en geniş çerçevede açıklayacağı düşünülen 7 adet değişken belirlenmiştir. Bu oranlar Toplam Borç/Özsermaye, Toplam Borç/Toplam Aktifler, Özsermaye/Toplam Aktifler, Devamlı Sermaye/Duran Varlıklar, Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Pasif, Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Pasif, Finansal Borç /Toplam Aktifler oranlarıdır. Literatürde özellikle mikro düzeyde aktifler içerisindeki borç ve özsermaye oranlarını ölçmeye yönelik (örneğin maddi duran varlıklar / özsermaye, duran varlıklar / uzun vadeli borçlar gibi) oranlar kullanılabilir. Ancak ekonometrik modelin sınırlılıkları ve kapsamı çerçevesinde tüm oranların kullanımı mümkün olmamaktadır. Ancak aşağıdaki sorulara cevap verecek oranlar analize dâhil edilmiştir. İşletmeler finansman politikası olarak hangi yöntemle, hangi vadelerle finansman sağlamayı tercih ediyor? Sağlanan finansmanı nerede kullanılıyor? Sorusuna cevap verecek oranlar dikkate

⁹ Borç ve öz sermayenin özelliklerini birlikte taşıyan kaynaklardır. Diğer bir ifadeyle belli şartlara bağlı olarak sahiplerine hisse senedi ile takas edilme imkânı sunan tahvillerdir. Bu yapılarıyla bu tür finansal araçlar kısmen menkul sabit getirili menkul kıymet kısmen de hisse senedi özelliği taşımasıdır (Akgüç, 2013, s.478).

alınmıştır. Diğer bir ifadeyle temel finansman politikası yöntemlerinden borç veya öz kaynak yönteminden ağırlıklı olarak hangisi tercih edilmektedir? Bu kaynaklar varlıklar kısmında hangi oranda dağıtılmaktadır? İşletmeler hangi tür borçlanma (finansal-ticari) hangi vadelerle (uzun-kısa) borçlanma eğilimindedir?

Bağımlı değişken finansman politikaları üzerinde etkisi olduğu düşünülen ve literatürdeki çalışmalardan yapılan çıkarımlar doğrultusunda firma yaşı, firma büyüklüğü, aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı, piyasa değeri, faaliyet gösterilen sektör ile “varlık ve yükümlülük dolarizasyonu” değişkenleri ekonometrik modele dâhil edilmiştir. Ancak geniş çerçevede seçilen değişkenler hakkında ayrıntılı inceleme ve karşılaştırmalar yapılarak çok daha net ve özellikli açıklamaların ortaya konulması gerekmektedir. Bu bağlamda öncelikle bağımlı değişken “finansman politikasını” en iyi açıklayabilme gücüne sahip oranların açıklaması, elde edilen mevcut verilerin incelenmesi ve karşılaştırması yapılacaktır. Daha sonrasında bağımsız değişkenlerin açıklaması ve literatürde yapılan çalışmalardan da yararlanarak niçin seçildiği ortaya konulacaktır.

3.3.1. Bağımlı Değişkenlerin Belirlenmesi ve İncelenmesi

Bağımlı değişken olarak “finansman politikaları” şeklinde çoğul bir ifade seçilmesi toplam varlıkların farklı oranlarda birden çok kaynak tarafından finanse edilme imkânının bulunmasından kaynaklanmaktadır. Doğru bir analizin yapılabilmesi için öncelikle finansman politikalarını ölçen oranların karşılaştırılması analiz edilmesi ve içlerinden en iyi bağımlı değişkeni açıklayan finansal oranın seçilmesi gerekmektedir. Oranların seçiminden önce en temel finansman politikası olarak olağan koşullarda ve dışa açık piyasa ekonomilerinde “kısa süreli kaynaklar ile dönen varlıklar, uzun süreli kaynaklar ile duran varlıklar finanse edilir ilkesi,” dikkate alınmıştır. Yukarıda seçilen işletmelerin finansman politikalarını (aktifleri içerisindeki borç ve öz kaynak oranını) ölçebilecek 7 adet finansal oranın ne anlam ifade ettiği, literatürde yapılan çalışmalar ve bulgular çerçevesinde değerlendirilecektir. Her değişken ile ilgili olarak tezin verilerinden yararlanarak işletmelerin nasıl bir finansman politikası izlediği ortaya konulmaya çalışılacaktır. Bu oranlar sırasıyla;

3.3.1.1. Toplam Borç/ Özsermaye Oranı (Borçlanama Katsayısı) Finansman Politikası-1

İşletmelerin borçlanma ve özkaynak finansman seviyesinin ve kapasitesinin bir sınırı bulunmaktadır ve bu sınır içsel ve dışsal birçok değişken tarafından etkilenmektedir. İşletme kuruluş aşamasından başlayarak ileriki süreçlerde yapacağı yatırımlar ile ilgili finansal yöneticilerin cevaplayacağı en önemli soru hangi tür kaynağın tercih edileceğidir. Bu sorunun cevabını firma büyüklüğü, firma yaşı, aktif ve özsermaye kârlılıkları gibi firmaların büyüme ve finansman politikalarına etki eden birçok içsel faktör etkilemektedir (Ercan ve Ban, 2005, s.227). Tüm bunlar Borç / Özsermaye oranını etkileyen faktörleri açıklamak için yeterli değildir. Bunlara ilaveten Borç / Özsermaye oranının oluşumunda etki eden MB para, kur ve faiz politikaları, hane halkının kişisel bütçe kısıtı altında oluşturduğu tasarruf oranı, kamunun bütçe açıkları ve borçlanma politikaları, devlet tahvil faizleri dışsal etkenler olarak denklemde yer almaktadır. Borç-özsermaye oranı, genel olarak, yatırım projelerini canlandıran ve ekonomik büyümeyi artıran finansal bir hızlandırıcı görevi de görmektedir (Shaw, Chang, Fan, 2018).

Kamunun borçlanma gereğinin artması, yüksek tahvil faizleri finans kesiminin kaynaklarının işletmelerden ziyade kamuya yönelmesine neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle kamunun dışlama etkisi işletmelerin finansman politikalarına yansımaktadır. Hane halkı tasarruf oranı düşüklüğü hisse senedi piyasasına olan talebi azaltmakta özkaynakla finansmanı zayıflatmakta, piyasanın gelişmesi ve derinleşmesini olumsuz etkilemektedir. Bu bağlamda dışsal nedenler makroekonominin alanını girdiğinden, tezin amacına uygun olarak modele dâhil edilmemesi tercih edilmiştir.

İşletmelerin Borç / Özsermaye oranını şekillendirmesini işletme içi ve dışı faktörleri dikkate alarak oluşturmaktadır. Sermaye yapısı teorilerinden dengeleme teorisi, bir işletmenin borç finansmanının maliyetlerini (finansal risk, iflas maliyeti) borçla finansmanın faydaları (vergi avantajı) ile özsermaye fırsat maliyeti ve atıl sermaye bulundurma maliyetini karşılaştırarak optimum bir finansman kaynağını seçtiğini ileri sürmektedir (Myers, 2001). Finansman hiyerarşisi teorisine göre de işletmelerin büyümelerini özellikle kâr oranı beklentisi yüksek olan yatırımlarının finansmanında öncelikle özkaynakları ile karşılamayı tercih edeceği, yetersiz kaldığında yabancı kaynaklar ile finansman politikasına yöneleceğini ileri

sürmektedir. Fas'ta borsa dışı işletmeler üzerinde yapılan çalışma sonuçlarına göre işletmelerin bu teoriye uygun finansman politikalarını uyguladıkları tespit edilmiştir (Achy, 2009). Lemmon ve Zender (2010)'da işletmelerin nakit akışı açıklarını borçla finanse etme eğiliminde olduklarını, ancak borç kullanım oranını seviyesinin işletmeler arasında işletme büyüklüğüne göre heterojen olduğunu belirtmektedir. Bu bağlamda büyük işletmelerin finansal piyasalara daha kolay erişebildikleri için firma büyüklüğünün borçla finansman üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu ileri sürülmektedir (Mun ve Jang, 2017, s.3008). Büyük işletmelerin iflas riski küçük firmalara göre daha düşük olduğundan borçla finansman maliyetlerini düşürmektedir. Literatürde yapılan başka çalışmalarda ise hızlı büyüyen küçük firmaların hisse ihraç yöntemiyle finansmanı büyük firmalardan daha fazla kullandığı tespit edilmiş ve finansman hiyerarşisi teorisine uymadıkları sonucuna ulaşılmıştır (Fama ve French, 2002; Frank ve Goyal, 2003). Bu nedenle, büyük firmaların, dengeleme teorisine göre küçük firmalardan daha fazla borç kullanması beklenebilir.

İşletmeler finansman politikası olarak borçlanmada belirli seviyenin üzerine çıktıklarında risklerinin artması piyasa tarafından ilave risk primi veya teminatlar istenerek borçlanmaları sınırlandırılmaktadır. Lemmon ve Zender, (2010) bu durumlarda hisse senedi ihraç etmelerini önermektedir. Borç / Özsermaye oranını etkileyen diğer bir unsur işletmeler arası bilgi asimetrisidir. Genç ve küçük işletmeler büyük ve yaşlı işletmelere göre finansal piyasalar açısından ciddi bilgi asimetrisi ile karşı karşıya kalmaktadırlar (Beck, Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç, 2008) ve (Coleman vd., 2016). Bu nedenle küçük işletmeler finansal piyasalara kısıtlı erişime sahiptirler. Kreditörlerin kendileri hakkında yeterli bilgiye ve güvene ulaşana kadar kendi özkaynakları ile finansmana devam etmek zorunda kalmaktadırlar.

İşletmeler açısından diğer bir sorun borçlanılacak para biriminin cinsidir. Para birimi uluslararası rezerv olma özelliği taşımayan ve ilk günah problemi yaşayan ülkelerdeki işletmeler borçlanmalarını yabancı para birimi cinsinden yapmak zorunda kalmaktadırlar. Bu durum yükümlülük dolarizasyon göstergesini artırmaktadır. Borç/ Özsermaye oranı içerisindeki yabancı para biriminden borç miktarı arttıkça bu tür işletmeler kur riski ile karşı karşıya kalmakta ve özsermaye ile finansman politikasına yönelmektedir. Diğer bir ifadeyle yükümlülük dolarizasyonunun borçlanma ile finansman üzerinde negatif öz sermaye ile finansman üzerinde pozitif etkiye sahip olması beklenmelidir.

Başka bir açıdan Borç / Özsermaye bileşeni hissedarların kazancı üzerinde de etkiye sahip olduğu görülmektedir. Örneğin Endonezya Borsasında işlem gören 2015-2017 dönemini ve 82 imalat sanayi şirketini kapsayan çalışmanın sonuçlarına göre ve Borç / Özkaynak Oranı ve Özkaynak Getirisi Oranı, Hisse Başına Kazancı kısmen ve aynı anda etkilediği ortaya konulmuştur (Cindy, Chandra, Nuruani, Vinda, Rajagukguk, Simbolon, 2018, s.421). Başka bir çalışmada ise BİST’te işlem gören gıda sektöründe faaliyette bulunan 22 firmanın 2002-2005 verileri üzerinde yapılan analizlerde özsermaye kârlılığının, Borç / Özsermaye oranı ile negatif ilişkili olduğunu tespit edilmiştir (Kabakçı, 2008). Malezya’daki 237 işletme verileri üzerinde yapılan çalışma sonucunda işletmenin performans göstergeleri olarak belirlenen “özsermaye kârlılığı, aktif kârlılık ve hisse başına getiri” ile işletme toplam borcu arasında negatif ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur (Salim ve Yadav 2012). BİST’te işlem gören 127 işletmenin 2004-2007 dönemi verileri kullanarak yapılan analizde Borç / Özsermaye oranı ile işletme değeri arasında güçlü ilişki ortaya konulmuştur. Örneğin; Özkaynakla %1’lik bir değişikliğin işletmenin değerinde %1.183’e, kısa vadeli borçta %1’lik bir değişimin işletme değerinde %0.362’ye, uzun vadeli borçta %1’lik bir değişim, işletme değerinde 0.163 değişim yarattığı tespit edilmiştir (Altan ve Arkan 2011). Yılmaz (2017)’ de 2000-2012 dönemini kapsayan ve BİST-100 içerisinde yer alan 60 işletme verileri üzerinde yaptığı çalışma da Borç / Özsermaye oranını bağımsız değişken olarak kullanmış, işletmeleri büyüklüklerine göre iki sınıfa ayırmıştır. Borç / Özsermaye oranındaki artışın tüm işletmelerin işletme değeri (PD/DD ve Tobin Q) ve performansını (aktif kârlılık, özsermaye kârlılığı ve Fiyat/ Kazanç oranı) negatif etkilediğini, ancak küçük işletmeleri büyük işletmelere göre daha çok etkilediğini tespit etmiştir.

İşletmenin herhangi bir tarihteki uzun ve kısa vadeli borçlarının toplamının öz sermaye bölümünü yüzde cinsinden ifade eden Toplam Borç / Özsermaye oranı finansman politikalarının en temel bileşenidir. İşletmelerin aktifinde yer alan tüm varlıklarının finansmanında ne oranda özsermaye ne oranda borç kullanıldığını analiz etmek için kullanılmaktadır.

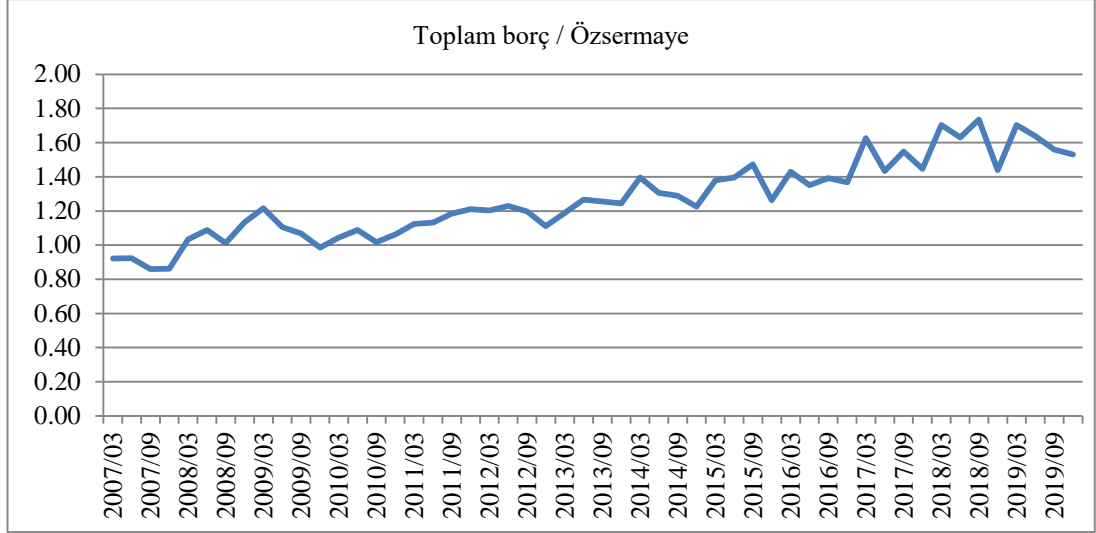
$$\text{Toplam Borç / Özsermaye Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç (Uzun Vadeli + Kısa Vadeli)}}{\text{Özsermaye}} \times 100$$

Borç - özsermaye oranı literatürde işletme borçları toplamının özsermayesinin kaç katına tekabül ettiğini gösterdiğinden “borçlanma katsayısı”, işletmenin

finansman politikalarını uygularken borçlanmaya ve öz kaynaklarını tercih etmede ne kadar serbest davranabileceğinin ölçüsü olması hasebiyle “finansal bağımsızlık oranı” şeklinde de tanımlanmaktadır (Arat ve Çetin, 2011, s.105). Bu oranlar ile işletme kaynak kullanımında borç ve özsermayenin ağırlığını, diğer bir ifadeyle finansman politikası olarak her ikisinin birlikte kullanıldığı karma bir modelde hangisinin ne oranda tercih edildiğini, eğilimleri ve değişimleri rahatlıkla izlenebilmektedir.

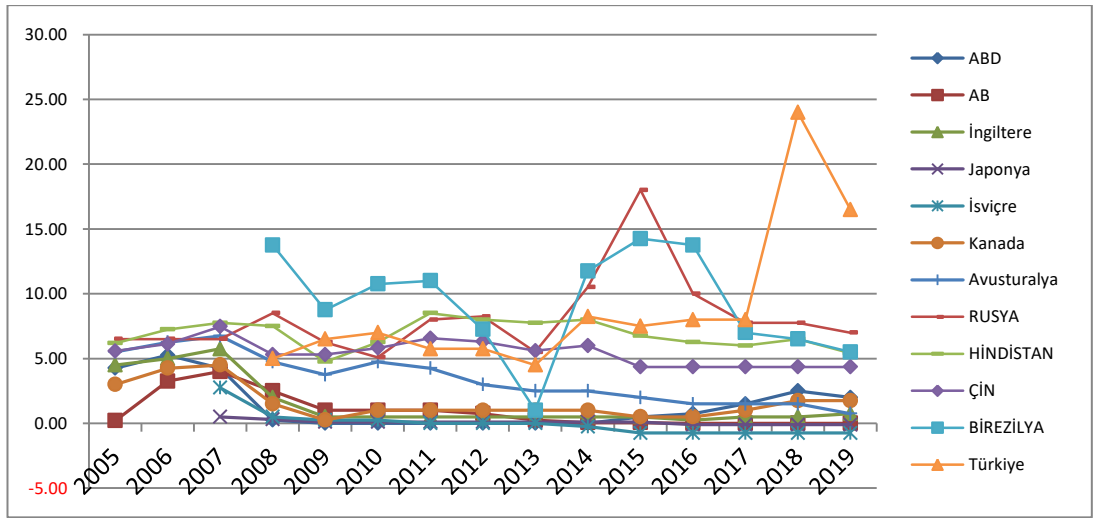
Bu değerin 1 olması dengeli bir finansman politikası izlendiği, 1'in üstünde olması işletmenin borçlanma ile finansmana ağırlık verdiği, 1'in altı ise işletmelerin özsermaye ile finansman yöntemine ağırlık verdiğini göstermektedir. Oranın 1'in üzerine çıkması öz sermayenin artık borçların toplamını karşılayamadığı diğer bir ifadeyle borçlarını ödeme gücünün zayıfladığı anlamını taşıdığından borç verenler açısından risk olarak algılanmakta ve ilave finansman maliyetleri ortaya çıkartabilmektedir (Çabuk ve Lazol, 2016, s.210). Bu çerçevede işletmeler finansman politikası olarak borçlanma maliyeti ve özsermaye fırsat maliyeti arasında optimum denge kurmaya çalışmaktadır. Çünkü elde atıl sermaye tutmanın bir maliyeti aşırı borçlanmanın da ilaveten getirdiği risk primi maliyeti bulunmaktadır (Griffin, 2010, s.326). Diğer bir anlatımla ne özsermayesinden çok fazla borçlanıp riski artıracak, ne de potansiyelinden az borçlanıp özsermaye kapasitesini atıl duruma düşürecek bir politikadan uzak durulmaya çalışılmaktadır. Ancak işletme ortakları borçlanmanın getirisi özsermaye getirisinden yüksek olduğu müddetçe borçlanarak finansman yöntemini seçme eğiliminde olmaktadır.

Borç-özsermaye oranının ölçü olarak alınması hesaplamalar esnasında amortisman ve bedelsiz sermaye artırımını gibi muhasebe tekniklerinden kaynaklı olumsuzlukları ve hataları dışlamaktadır. Bu nedenle uzun dönemli finansman politikalarının genel eğilimini ortaya çıkartmakta en faydalı kullanılacak oran Toplam Borç / Özsermaye oranı olduğu değerlendirilmektedir. Ayrıca eğilimlerin çıkartılmasında zaman serileri analizi içinde uygun bir zaman seri verisi oluşturmaktadır.



Grafik 7. BİST İmalat sanayi Toplam borç / özsermaye oranı (2007-2019)

Grafik 7 incelendiğinde; Türkiye’de BİST’te imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin finansman politikası olarak 2007 yılından itibaren giderek artan oranda borçlanma ile finansmana yöneldiği görülmektedir. 2007 yılında özkaynakların toplam borçlara oranı yaklaşık 1:1 iken 2019 yılına gelindiğinde giderek artan bir eğilimle toplam borcun özsermayenin yaklaşık 1.5 katına çıktığı görülmektedir. Bunun sebebi özellikle 2008 finansal krizi sonrası Gelişmiş Ülke (GÜ) MB’lerinin aşırı parasal genişlemesi ile birlikte negatif faiz uygulaması sonucu ortaya çıkan likidite bolluğunun, faiz oranları GÜ göre daha yüksek olan Gelişmekte Olan Ülkelerin (GOÜ) piyasalarına yönelmesine ve bu likidite bolluğunun borçlanma iştahını ve kapasitesini artırmasına bağlanmaktadır (Grafik 8).



Grafik 8. GÜ'ler ve bazı GOÜ'lerin MB'leri faiz oranları

Kaynak: Investing MB faiz oranları, <https://tr.investing.com/central-banks/>

Grafik 8’de görüldüğü üzere 2007 yılına kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında birbirine yakın seyreden faiz oranları, 2008 küresel finans krizine gelindiğinde gelişmiş ülkelerde sıfıra yakın ve negatif faiz uygulaması ile gelişmekte olan ülkelerde ise yatay veya yükseliş eğilimi göstererek ayrılmaktadır. Bu bağlamda sermayenin faize aşırı duyarlılığından hareketle ucuz maliyetle gelişmiş ülkelere temin edilen kaynakların yüksek faizli ülkelere yöneldiği söylenebilir. Türkiye GOÜ’ler arasında Brezilya ve Rusya ile birlikte en yüksek faizi veren ülkeler olarak ayrılmaktadır. Bu veri 2013 sonrası İmalat sanayi sektöründeki borçlanmadaki artışı desteklemektedir.

3.3.1.2. Borç / Aktifler Oranı (Finansal Kaldıraç) Finansman Politikası 2

İşletmelerin toplam aktifleri içerisindeki dış kaynak kullanım oranını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle finansman politikası olarak aktiflerinin ne kadarlık kısmını borçlanma ile karşıladığının bir ölçüsüdür. Bu oran uzun vadeli borçlar ile kısa vadeli borçların toplamının toplam aktiflere bölümünün yüzde cinsinden ifadesidir. Oranın %50-60 aralığında olması genel bir kıstas olarak görülmektedir. Batıda bu oranın %50 üstünde seyretmesi risk göstergesi olarak kabul edilmektedir (Akgüç, 2013, s.478). Oran borçlanma ile finansman politikası hakkında bilgi sunarken, özkaynak kısmı üzerinde herhangi bir analiz yapmaya imkân vermemektedir.

$$\text{Borç- Aktifler Oranı} = \frac{\text{Uzun Vadeli Borçlar} + \text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}} \times 100$$

Bu oranın belirli bir optimum noktaya kadar ihtiyatlı kullanılması aynı zamanda özsermayenin getirisine de katkı sunmaktadır. Ancak belirli bir oran üzerinde çıkması borç verenler açısından risk kabul edilerek borçlanma maliyetlerine veya borçlanamama gibi durumlara sebebiyet vererek borçlanma ile finansman politikasını olumsuz etkileyebilmektedir. Oranın yüksekliği işletme sahipleri açısından çok az bir özsermaye ile çok yüksek miktarda kaynağı yönetme hakkını elde etmeleri anlamına gelmektedir. Ayrıca işletme sahipleri faaliyetlerinden elde ettikleri kâr oranının kullandıkları yabancı kaynağın maliyetinden yüksek olması durumunda sahip oldukları özsermayenin kârlılık oranını yükselterek “finansal kaldıraç” avantajından yararlanmaktadırlar. Doğal olarak yabancı kaynak maliyeti faaliyetlerden elde edilen kâr oranından düşük olduğu sürece işletme sahipleri

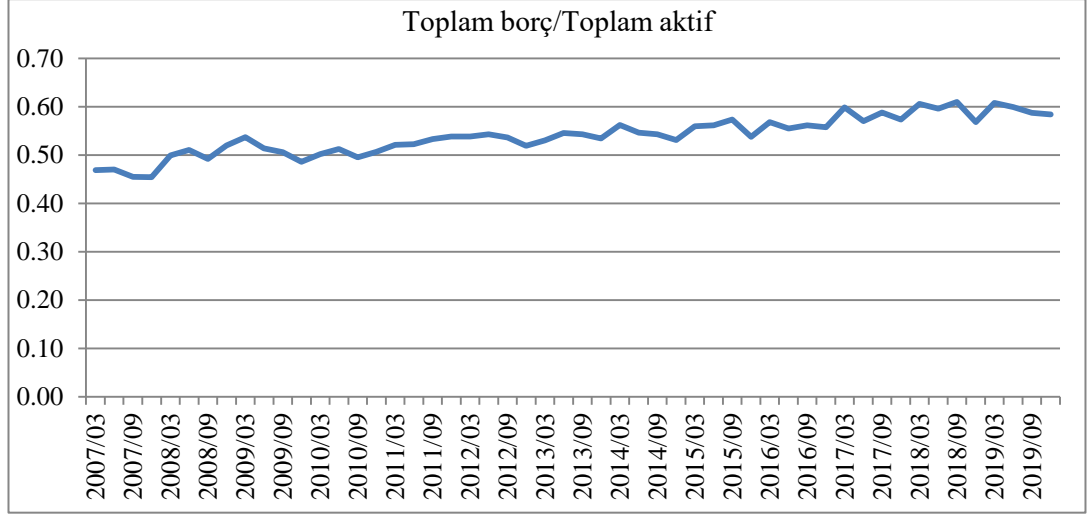
özsermaye kârlılığına sağladığı olumlu katkı nedeniyle daha çok yabancı kaynak kullanımını tercih edeceklerdir. Bu kapsamda işletmeler açısından sonsuz bir borçlanma söz konusu değildir. Borçlanmanın optimum sınırı borçlanmanın maliyetinin işletme kârlılık oranının altında kaldığı noktadır.

Almanya’da yapılan bir çalışmada vergi oranının finansal kaldıraç oranını anlamlı ve pozitif olarak etkilediği, vergi oranındaki %1 artışın finansal kaldıraç oranını %0,7 artırdığı tespit edilmiştir (Dwenger ve Steiner, 2014, s.24). Modigliani ve Miller’ın sermaye yapısı teorisine göre de, finansal kaldıraç kullanan bir şirketin özkaynak getirisi, Toplam Borç / Toplam Varlıklar ile doğrusal olarak artmaktadır. Ancak bu artış sonsuz değildir. Belirli bir oran üzerindeki borçlanma finansman politikaları açısından risk taşımaktadır. İşletmelerin kaldıraç oranını artırması ilave maliyeti beraberinde getirmektedir ve belirli bir oran üzerinde işletmenin riskini artırarak finansal esnekliğini azaltmaktadır (Marciukaityte, 2015, s.147). Ancak Smith ve Stulz (1985)’un, finansal sıkıntı argümanına göre, kurumsal riskten korunma yöntemlerini kullanarak, firmanın borç kapasitesinin artırılabilceği bu sayede firmanın beklenen değerini yükseltilebileceğini savunmaktadır. Ramalho ve Silva, (2009) finansal kaldıraç oranlarının firma büyüklüğüne göre farklılaştığını belirterek, daha büyük firmaların borç kullanma olasılıklarının daha yüksek olmasına rağmen, firma büyüklüğünün firmalar tarafından kullanılan borç oranıyla negatif bir şekilde ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir (Ramalho ve Silva, 2009, s.621). Pakistan’da 2005-2014 yılları arasını kapsayan bir çalışmada ise finansal olmayan firmaların, dengesiz panel verileri üzerinden sabit etkili regresyon modeli kullanılarak firma büyüklüğünün finansal kaldıraç seçimi üzerindeki etkisi incelenmiş, kaldıraç oranlarının işletme büyüklüğünden negatif etkilendiği tespit edilmiştir (Sundas, 2019, s.30). Bu sonuç büyük firmaların borçlanmaya daha az meyilli olduğu anlamına gelmektedir. Yapılan başka çalışmalarda ise firma birleşmeleri sonucu finansal kaldıraç oranlarının arttığını bunun nedeninde iki firmanın geçmişten gelen borçlarından ziyade, birleşme sonucu oluşan borçlanma kapasitesindeki artıştan kaynaklandığı belirtilmektedir (Ghosh ve Jain, 2000, s.401). Finansal kaldıraçtaki artış, kurumsal borç faiz ödemelerinin vergiden düşülebilirliği oranında birleşen firmaların hissedarlarına fayda sağlamaktadır. Borç verenler açısından ise birleşme sonrası alacaklar nispeten daha güvenli hale gelmektedir. Bundan yararlanan hissedarlar birleşme haberinin olumlu desteği ile borçla,

birleşmeyi finanse ederek ve birleşen şirketin finansal kaldıraç oranını artırmak suretiyle hisse değerini artırarak fayda sağlamaktadırlar. Bu bağlamda finansman politikası açısından birleşilecek firmanın kullanılmayan borçlanma kapasitesi büyük önem taşımaktadır. Konu ile ilgili Lewellen (1971), bir işletmenin borç kapasitesindeki artışı birleşme için olası bir neden olarak öneren ilk kişidir ve iki işletmenin birleşmesinin sonucunda işletme değerinin iki birleşmenin toplamından fazla olduğunu ileri sürmektedir. Brealey ve Myers (1991) benzer şekilde borcu daha güvenli hale getirerek birleşmeler yoluyla yeni bir değer yaratma olasılığının olduğunu ileri süren kişilerdir. Başka bir çalışmada da kaldıraç oranındaki bir artışın, cari dönemde hisse senedi fiyatının “kaldıraç etkisi” ile yükselmesine neden olduğunu ve daha sonraki dönemde hisse senedi fiyatını daha yükseğe çıkartılması için işletmelerin daha fazla borçlanma ve daha fazla hisse alımı ile sonuçlanan finansman politikasına yöneldiği tespit edilmişlerdir. Ayrıca kaldıraç oranlarının düşürülmesinin belirli koşullar altında hisse senedi fiyatlarında daha düşük oynaklığa yol açtığı ortaya konulmuştur. Ancak şok beklendiğinde, kaldıraç oranlarını düşürmenin hisse senedi fiyatlarındaki oynaklığı azaltmayabileceği belirtilmektedir (Guo, Wang ve Wu, 2011, s.361).

İşletmeler açısından borçlanmayı uyarıcı bir diğer husus ulusal veya uluslararası para birimi cinsinden likiditenin bol olduğu ve maliyetinin düşük olduğu dönemlerdir. Diğer bir ifadeyle dünya ve ülke ekonomisinin likidite bolluğu ve maliyet düşüklüğü nedeniyle gerek talep gerekse arz yönünün aşırı uyarılmasıdır. Dünya ekonomisi içerisinde özellikle 2008 küresel finans krizi sonrası krizden kurtulmak amaçlı gerek ulusal para birimi gerekse uluslararası rezerv para birimi cinsinden başta gelişmiş ülkeler olmak üzere aşırı parasal genişleme politikaları ve negatif faiz uygulamalarının sonuçları Türkiye’deki borçlanmanın artışı ile örtüşmektedir.¹⁰

¹⁰ Federal Reserve Bank (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve diğer Gelişmiş Ülke Merkez Bankaları (Japonya, İngiltere) krizin etkilerini atlatmanın çözümünü parasal genişlemede bulmuşlardır. FED yaklaşık 800 milyar dolar olan bilançosunu parasal genişleme ile 4,5 trilyon dolara çıkartmış, piyasada batmak üzere olan “batmasına göz yumulamayacak kadar büyük işletmelerin” 1929 benzeri sistemik bir krize neden olmaması için toksik varlıklarını bünyesine almış, kamulaştırmış veya sermaye enjekte etmiştir.



Grafik 9. Toplam borç / toplam aktifler oranı (2007-2019)

İmalat sanayi sektöründe işletmelerin 2002-2019 Toplam Borç / Toplam Aktifler oranı incelendiğinde 2011 yılından itibaren öz kaynaktan ziyade giderek artan şekilde yabancı kaynaklar ile finansmana yöneldiği 2019 yılında bu oranın %60' seviyesine çıktığı görülmektedir (Grafik 9). Diğer bir ifadeyle finansman politikası olarak borç ile finansman eğilimi artmış ve 2007 yılında %47 olan aktifler içerisindeki borç oranı 2011 yılından itibaren artış eğilimine girmiş, 2018 yılından itibaren toplam varlıkların yaklaşık %60'ı borç ile finanse edilmeye başlanmıştır. Bu bulgu borçlanma ile finansmanda artışın tespit edildiği Toplam Borç / Özsermaye oranındaki (Grafik 7) sonuçlar ile de örtüşmektedir.

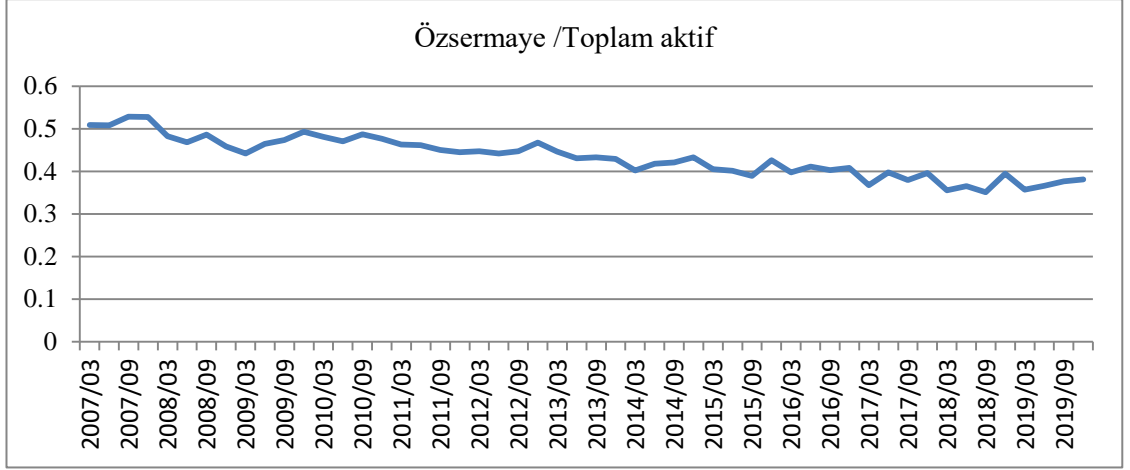
3.3.1.3. Özsermaye / Toplam Aktif Oranı (Özsermaye Çarpanı) Finansman Politikası 3

Aktif varlıkların içerisindeki özsermaye oranını göstermektedir. Başka bir anlatımla işletme yönetiminin varlıklarını fonlamada özsermaye ile finansman politikasını ne oranda tercih edip etmediklerini belirlemektedir. Ancak özsermaye bileşimine birincisi işletme sahiplerinin veya ortakların koyduğu özsermaye, ikincisi hisse arz yöntemiyle elde edilen özsermaye, üçüncüsü oto finansman yöntemiyle oluşturulan özsermaye etki etmektedir. Bunlardaki farklılaşma aynı zamanda işletme sahipliğinin derecesini de etkilemektedir.

$$\text{Öz Sermaye Çarpanı} = \frac{\text{Özsermaye}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Bu oranın düşük olması yönetimin finansman politikası olarak işletme varlıklarını özsermaye ağırlıklı fonladığı anlamına gelmektedir. Literatürde varlıkların öz sermayenin 2 katı, ideal olarak belirtilmesine rağmen sermaye yetersizliği problemi yaşayan GOÜ'lerde bu oran 2,5 kata kadar çıkabilmektedir (Akgüç, 2015, s.480). Diğer bir anlatımla toplam aktiflerin %50 sinin özkaynaklar ile finansmanı normal iken GOÜ'lerde aktiflerin ancak %33'ü özkaynaklar ile finanse edilmektedir. Aktifler içerisinde özkaynakların yüksekliği işletmeye borç verenler açısından işletmenin yükümlülüklerini yerine getirmesinin ve mali gücünün bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Çünkü özsermaye oranı yüksek işletmelerin doğal olarak borçlanma oranları düşüktür. Borç oranı düşük işletmelerin de faiz giderleri ve vade baskısı az olduğundan yükümlüklerini öz sermayesi ile yerine getirme gücü daha fazladır. İşletmelerin özsermaye ile finansman politikasını benimsemesi, diğer bir ifadeyle toplam varlıkları içerisindeki özsermaye miktarını artırması finansal açıdan yönetim başarısı olarak değerlendirilmektedir. Başka bir açıdan ise aşırı özsermaye kullanımı borç verenler açısından güvence kabul edilirken işletmenin uygun maliyetli borçlanma imkânlarından yararlanmadığının da bir göstergesi olabilmektedir. Burada işletmenin özsermaye kârlılığı ile elde atıl özsermaye bulundurma maliyetini ve borçlanmanın maliyetinin kesiştiği optimum noktanın seçilmesi finansman politikası açısından izlenecek en doğru yaklaşım tarzı olduğu görülmektedir.

Bazende satış hacmi ve kâr oranları yüksek işletmeler özsermaye yerine aktiflerini borçlanma ile finansman yöntemini tercih edebilmektedirler. Bu tür finansman politikasının sıkıntıları küresel ve bölgesel riskler ile ekonomilerdeki belirsizliklerin artması, MB'lerin sıkı para politikası uyguladığı, rekabetin arttığı dönemlerde pazar daralması yaşanması ve kârlılığının düşmesi gibi durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu gibi durumlarda özsermaye oranı düşük ve yetersiz işletmeler yükümlülüklerini (özellikle vadesi gelen borç anapara ve faizlerini) ödemekte zorluk yaşayabilmekte, hatta iflas durumuna düşme riski ile karşılaşabilmektedirler. Bu oranın düşüklüğünde sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek için toplam aktifler içerisindeki kısa ve uzun vadeli borçların oranının da incelenmesi birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu oran borç-aktifler oranının aksine borçlar ile ilgili analize imkân vermemektedir.



Grafik 10. Özsermaye / toplam aktifler oranı (2007-2019)

2007-2019 arası dönemde BİST'te imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelere ait Özsermaye / Toplam Aktif oranları incelendiğinde finansman politikası olarak toplam aktifler içerisinde öz sermayenin giderek azalan bir trend izlediği görülmektedir. 2007 yılında toplam varlık içerisinde özsermaye ağırlığı yaklaşık %50 iken bu oran 2019 yılına doğru %40'ların altına inmiştir (Grafik 10). Bunun nedeni yukarıda belirtildiği üzere 2008 sonrası özellikle gelişmiş ülke MB'lerinin negatif faiz uygulamaları ile aşırı genişlemeci para politikaları sonucu oluşan likidite bolluğunun düşük maliyetli borçlanma imkânlarını artırmasıdır. İşletmelerin finansman politikası olarak özsermaye yöntemi ne oranda tercih ettiklerinin bir göstergesi de halka açıklık oranıdır. Bu kapsamda halka açıklık oranının daha ayrıntılı incelenmesi özsermaye ile finansman politikasındaki azalışın açıklamasına katkı sunacaktır.

3.3.1.3.1. Halka Arz Yöntemiyle Özsermaye Temini

Bir işletmenin özsermayesinin bileşenlerinin ne kadarlık kısmının halka arz yöntemiyle elde edildiği Halka arz oranı veya halka açıklık oranı ile ölçülmektedir. Halka arz oranı işletmenin Halka Açık Hisselerin Piyasa Değerinin / Toplam Hisselerin Piyasa Değerine bölünmesi ile bulunmaktadır (Kespic ve Taşdemir, 2019, s.695). Bu oran aynı zamanda işletmenin sahiplik derecesini de göstermekte ve kurumsal yönetim hakkında bilgi vermektedir. Ortaklar sahip oldukları hisse oranında yönetimde söz sahibi olmakta ve işletmenin yönetim ve finansman politikalarını etkileyebilmektedirler (Çam, 2016, s.520). Bu bağlamda çoğu işletmelerde ortaklar çoğunluk hisselerini kaybettiklerinde yönetimdeki etkinliklerinin de zayıflayacağı endişesi ile halka açılma konusunda isteksiz

davranmaktadırlar. Ayrıca halka açık işletmelerdeki tüm paydaşların haklarının korunması adına, Kurumsal Yönetim Komitesi, “Pay Sahipleri ile İlişkiler Komitesi, Denetim Komitesi” gibi zorunlu birimler oluşturulması gerekmektedir. Ayrıca ilaveten halka arz masrafları, düzenli mali bildirimde bulunma, bağımsız denetim kuruluşlarınca şeffaf tarafsız raporlar düzenleme gibi bir takım yasal yükümlülükler yaptırımlar ve sorumluluklar altına girilmesi ve ilave maliyetler halka açıklığın önündeki engeller olarak görülmektedir (Akkılıç ve Yıldırım, 2017, s.38). Ancak tüm bunlara karşın halka açık işletmeler finansman yönünden vade ve faiz baskısı olmadan devamlı bir kaynağa sahip olmakta, şeffaf ve kurumsal yönetim ilkelerini benimsenmesinden dolayı kredibilitesi artmakta ve daha rahat borçlanma imkânına kavuşmaktadır.

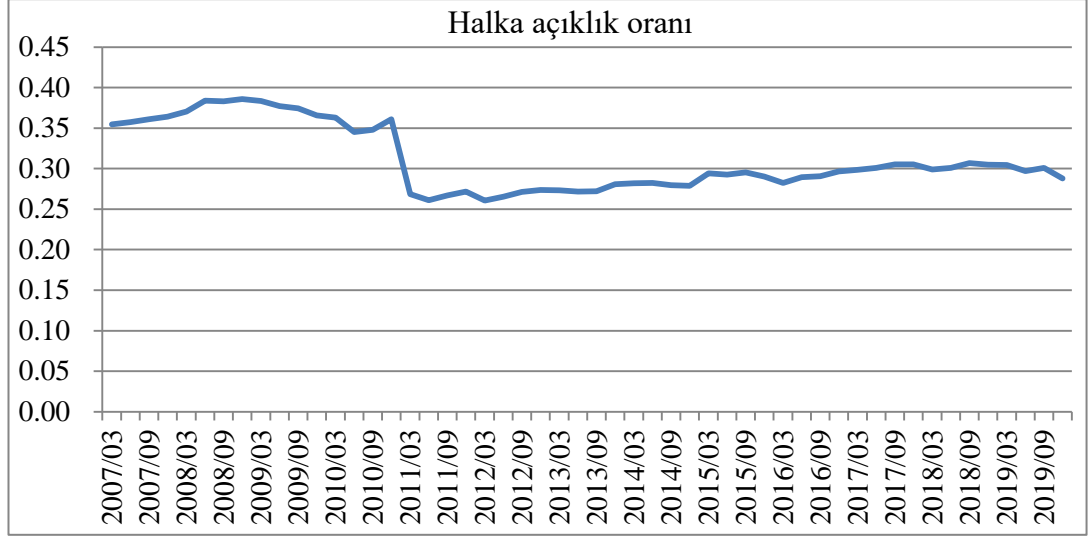
Bunların haricinde işletmenin ilk halka arzı müteakip hisselerinin piyasa getirisinin pozitif seyretmesi durumunda gelecekte daha rahat arz işlemi gerçekleştirme imkânına kavuşmaktadır. Borsaya koteli hisseler gayrimenkul alımı, kredi kullanımı gibi başka işlemler için teminat olarak gösterebilmektedir. KAP, BİST, SPK gibi güvenilir kuruluşlara bildirilmesi zorunlu raporlar bilgiler ve haberler sayesinde ulusal ve uluslararası ekonomi ile ilgili medya kuruluşları, derecelendirme kuruluşları, kreditorler ve yatırımcılar tarafından daha görünür hale gelmektedir. Uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri sayesinde şeffaf, paydaşlar arası adil, hesap verebilir, sorumluluklarının bilincinde bir yönetim anlayışı ile yönetim kalitesi gelişmekte kurumsallaşma daha hızlı şekilde oluşmakta ve işletmenin yaşam ömrü artmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014, s.58). Geri ödeme zorunluluğu olmayan süresiz bir özkaynağa sahip olduğundan mali yapısı güçlenmekte finansal kaldıraç oranını daha rahat artırabilmektedir. Bu kapsamda halka arz yöntemiyle kaynak temini, işletmelere en uygun risksiz, borçlanmada olduğu gibi özel şartlara bağlanmamış, faiz ve vadesi olmayan doğrudan tasarruf sahiplerinden temin edilen bir finansman politikası tercihi sunmaktadır (Brealey vd., 2007, s.375).

3.3.1.3.2. Halka Açıklık Özsermaye ilişkisi

Literatürde de halka açıklığın işletmelerin finansman politikalarını nasıl etkilediği ile ilgili olarak iki görüş ileri sürülmektedir. Birincisi hisse fiyatı değişimleri, diğeri ise karar alma mekanizmasının yavaşlaması üzerine inşa edilmiştir. Birinci görüşe göre düşük halka açıklık oranı ile kurumsal yapı arasında negatif ilişki olduğu ileri sürülmekte, bunun sebebi olarak da hisse çoğunluğunu

elinde bulunduran yöneticilerin istismarına bağlanmaktadır. Bu durumu gören yatırımcının işletmenin hisselerine olan yetersiz talebi nedeniyle değerinin düşeceği iddia edilmektedir. İkinci görüşe göre ise halka açıklık seviyesi arttıkça ana ortakların yönetimdeki etkinliğinin zayıfladığı, bu nedenle kararların etkili, verimli şekilde uygulanmasının olumsuz etkilendiği ileri sürülmektedir (Kesbiç ve Taşdemir, 2019). Literatürde son dönemde Türkiye’de yapılan çalışmalarda mülkiyet yoğunluğunun (halka açıklık oranı düşüklüğü) işletmelerin finansal yapısını olumsuz etkisi olduğu yönünde kanıtlar elde edilmiştir (Albez, 2003). Diğer bir çalışmada ise kârlılık ile halka açıklık seviyesi arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur

Aytekin ve Sönmez, (2014). Türkiye üzerine yaptıkları çalışmada kârlılık ile mülkiyet yoğunluğu, Salur, Demirci ve Kesen, (2018, s.371) işletme performansı ile halka açılma arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını, Kapopoulos ve Lazaretou, (2007). Yunanistan’da yaptıkları çalışmada kârlılık ile halka açıklık oranı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır. Ürdün’de yapılan bir çalışmada halka açıklık oranının arttıkça firma performansının azaldığı, diğer bir ifadeyle iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu saptanmıştır (Zeitun, 2009). ABD de yapılan bir çalışmada ise halka açıklık oranının özsermaye kârlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ortaya konulmuştur (Eva ve Claudia, 2018). Teorik açıdan da mülkiyet yoğunluğu yüksek olan diğer bir ifadeyle hisselerin çoğunluğunun birkaç kişinin elinde olan işletmelerde ortakların kârdan yüksek pay alabilmek için bütün motivasyonlarını kârlılık üzerine yönlendirmeleri beklenmelidir. Halka açıklık oranının yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yöneticilerden bazılarının işletmenin hissedarı olmadığı durumlarda, yönetimin işletme kârlılığı ve piyasa değeri konusunda gerekli motivasyonu göstermeyeceği savunulmaktadır. Çam (2016)’da Türkiye’de tekstil sektörü üzerine yaptığı çalışmada teoriyi destekleyen bulgular elde etmiştir. Bostancı ve Kılıç (2017)’de halka açıklık oranı ile hisselerin fiyat oynaklığı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bu bağlamda tezin bağımsız değişkeni olarak seçilen özsermaye finansman yönteminin bir şekli olan halka arz yöntemiyle hisse satışı eğiliminin belirlenmesi ayrı bir önem arz etmektedir. Çünkü halka açıklık oranının seviyesinin artmasının işletmelerin yönetim anlayışını şeffaf, hesap verilebilir, tüm paydaşların hakkını ve hukukunu gözetin daha kurumsallaşmış bir yapıya dönüşmesine katkı sunacağı değerlendirilmektedir.



Grafik 11. Halka açıklık oranı (2007-2019)

2007-2019 yılları arası BİST’te imalat sanayi sektöründe işlem gören işletmelerin halka açıklık oranı incelendiğinde 2011 yılından itibaren halka açıklık oranında %35 seviyelerinden yaklaşık %25 seviyelerine düşüş görülmektedir. Diğer bir anlatımla işletmeler 2009 yılından itibaren özkaynak ile finansman politikasını tercih etmede isteksiz davranmaktadırlar (Grafik 11). Bu sonuç daha önceki Toplam Borç/ Özsermaye oranı ve Toplam Borç/ Toplam Aktifler oranı verileri ile tespit edilen bu sektördeki işletmelerin özkaynak ile finansman politikasından ziyade borçlanma ile finansman politikasına ağırlık verildiği yönündeki sonuçlar ile örtüşmektedir. Sebebi ise yukarıdaki bölümlerde tartışıldığı üzere 2008 küresel finans krizi sonrası küresel ölçekte ortaya çıkan likidite bolluğu ve faize duyarlılığı olduğu söylenebilir.

3.3.1.4. Devamlı Sermaye-Duran Varlıklar Oranı (Yatırım Oranı) Finansman Politikası 4

“Yatırım oranı” olarak da adlandırılan bu oran işletmenin uzun vadeli borçları ile kısa vadeli borç toplamının duran varlıklara bölünmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Bu oran bilanço aktifinde bulunan ve bir yıldan daha uzun sürede nakde dönüşme ihtimali olmayan likiditesi düşük varlıklarının ne kadarlık kısmını uzun vadeli finansman yöntemi olan borçlanma veya öz sermaye ile finanse ettiğini belirlemek için kullanılır (Arat ve Çetin, 2011, s.109).

$$\text{Duran Varlıklar-Devamlı Sermaye} = \frac{\text{Devamlı Sermaye}}{\text{Duran Varlıklar}} \times 100$$

Devamlı Sermaye= Uzun vadeli Borçlar + Özsermaye

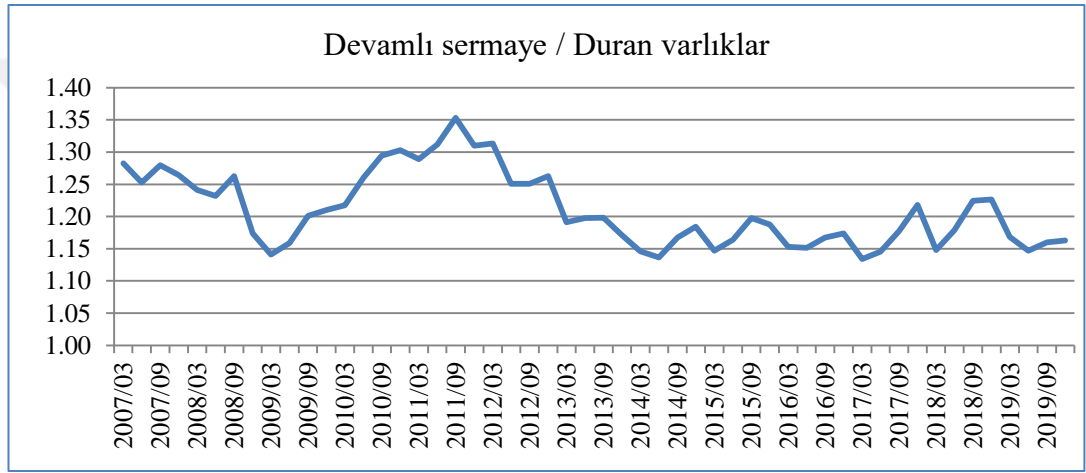
Teorik olarak da işletmelerin uzun vadeli likit olmayan varlıklarını özsermayeleri veya uzun vadeli borçlanma ile gerçekleştirmeleri finansman politikaları açısından doğru bir tercihtir. Yatırımlarını teorik çerçeveye uygun gerçekleştirilen işletmelerin doğal olarak duran varlıkları içerisindeki devamlı sermaye oranı, diğer bir ifadeyle uzun vadeli fon kaynaklarının oranı artacaktır. Bu artış sonucu devamlı sermaye / duran varlık oranının 1'in üzerine çıkması işletme sermayesi içerisinde uzun vadeli fon kaynakları payının artması ve firmanın işletme sermayesi açısından iyi durumda olduğu anlamına gelmektedir (Şekil 5). Bu oranın 1'in altına düşmesi durumunda duran varlıkların finansmanının kısa vadeli borçların oranının arttığı, işletme sermayesinin zayıfladığı, işletmenin olağan rutin işlerini çevirebilecek gücünün azaldığı anlamı taşımaktadır (Çabuk ve Lazol, 2016, s.231).

Bir ülkenin hane halkı yerli yatırım ihtiyaçlarını karşılayacak kadar tasarruf etmemişler ve uluslararası sermaye akışı sınırlandırılmamışsa işletmeler yatırımları finanse etmek için yurt dışından sermaye ödünç almak durumunda kalmaktadır. İşletmelerin başka ülke tasarrufları ve para birimi ile yatırımlarını finanse etmesi o ülkede tasarruf açığının yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Alternatif olarak, bir ülkedeki hane halkı ulusal sınırlar içerisindeki yerli yatırımlar için gerekli kaynaktan daha fazlasını tasarruf ederse, fazla sermaye sınır ötesi işletmeleri ve ülkeleri finanse etmek için yönlendirilebilir (Ayadi, Omrane, Lazrak, Yang, 2018).

Bu bağlamda ulusal tasarrufun fazla olduğu durumlarda, işletmelerin yurt içi tasarrufları kullanarak ulusal para birimi cinsinden duran varlıklarını finanse etmesi işletmeler açısından para uyumsuzluğunu, uzun vadeli "devamlı sermaye" ile yatırımlarını finanse etmesi ise vade uyumsuzluğunu ortadan kaldırmaktadır. Yabancı para birimi cinsinden yatırımlar gerçekleştirildiğinde ise bilançoları yükümlülük dolarizasyonu ve kur riski baskısı ile karşı karşıya kalmaktadır. Ayrıca tasarruf arz fazlası, sermaye maliyetlerini azaltacağından işletmelerin finansman giderlerinin azalması ve kârlılıklarına olumlu katkı sunması beklenmelidir (Şekil 5)..

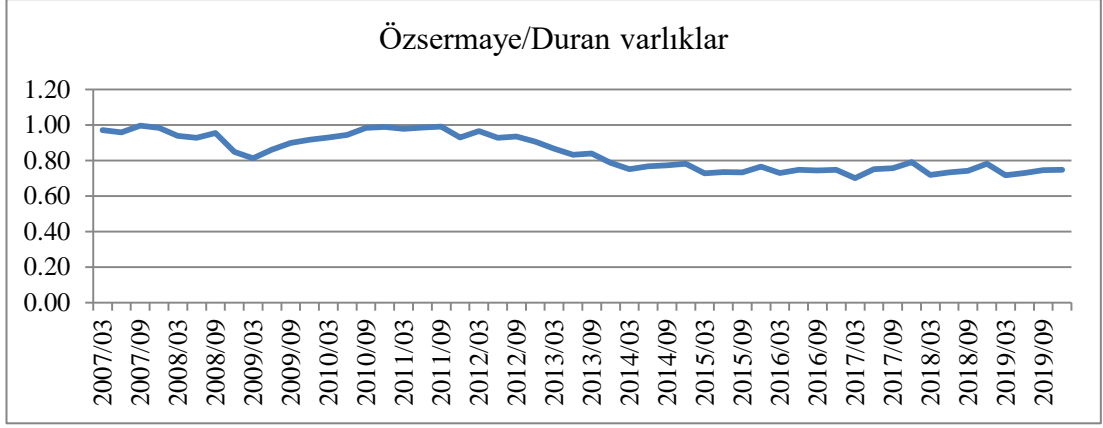
Aktif	Pasif
Dönen varlıklar dalgalanan kısmı (Kısa süreli borçlar ile finanse edilen kısım)	Kısa Süreli Borçlar
Net çalışma sermayesi= Dönen varlıkların uzun vadeli kaynaklar ile finanse edilen kısmı	Devamlı Sermaye (Uzun Vadeli Borçlar + Özsermaye)
Duran varlıklar	Yurt içi tasarruf (+) Ulusal para birimi (+) Yabancı ülke tasarrufları (-) Yabancı para birimi (-)

Şekil 3. Temel finansman politikası matrisi



Grafik 12. Devamlı sermaye / duran varlıklar oranı (2007-2019)

Genel finansman politikası açısından Türkiye’de BİST’te işlem gören imalat sanayi işletmelerine ait 2007-2019 Devamlı Sermaye / Duran Varlıklar oranı dalgalı bir seyir izlemektedir. 2009 yılına kadar duran varlıklar içerisinde devamlı sermaye oranının 1.15 seviyesine kadar düşerek duran varlıkların finansmanında uzun vadeli finansman kaynakları azalmıştır. 2009-2011 yılları arası artış göstererek 1.35 seviyelerine ulaşarak duran varlıkların finansmanında uzun vadeli finansman kaynakları artmıştır. 2011-2014 arası tekrardan 1,15 seviyelerine gerilemiş, 2014 sonrası istikrarlı şekilde 1,15 bandında seyrettiği görülmektedir. Bu bilgiler doğrultusunda imalat sanayi işletmelerinin temel finansman politikası olan “duran varlıklar uzun vadeli kaynaklar ile dönen varlıklar ise kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmelidir” ilkesine (Şekil 5) uydukları söylenebilir. Ayrıca genel anlamda oranın 2007-2019 döneminde 1 üzerinde olması işletme sermayesinin belirli bir kısmının da uzun vadeli kaynaklar ile finanse edildiğini göstermektedir (Grafik 12).



Grafik 13. Özsermaye / duran varlıklar oranı (2007-2019)

Analizin daha sağlıklı olması açısından duran varlıklar içerisinde öz sermayenin seyri incelendiğinde yukarıdaki grafikte benzer değişim gösterdiği görülmektedir. Duran varlıkların yaklaşık %80 kısmının öz sermaye ile kalan %20 kısmının ise uzun vadeli borçlar ile finansman politikası izlendiği anlaşılmaktadır (Grafik 13). 2011 yılından itibaren duran varlıkların finansmanında özsermayenin payının azalması borçlanmanın artması ise kullanılan yabancı kaynağın bir bölümünün duran varlıkların finansmanında kullanıldığını işaret etmektedir. Ancak kesin kaniya varmak için toplam pasifler içerisindeki uzun vadeli kaynak kullanımındaki değişimin incelenmesi gerekmektedir.

3.3.1.5. Uzun Vadeli Borç–Toplam Pasif (Aktif) Oranı Finansman Politikası 5

Bu oran işletmenin toplam aktiflerinin ne kadarlık kısmını uzun vadeli borçlar ile gerçekleştirdiğini ölçmek için kullanılmaktadır. Literatürde uzun süreli borçlara sanai işletmelerinin daha fazla ihtiyaç duymasından dolayı bu oranın sanai işletmeleri için kullanılmasının daha doğru olacağı belirtilmektedir. Oran uzun vadeli borçların toplam aktiflere veya pasifler bölümü ile bulunmaktadır. Aynı zamanda işletmenin pasif yapısı içerisinde ne oranda uzun vadeli borç kullandığının da bir göstergesidir.

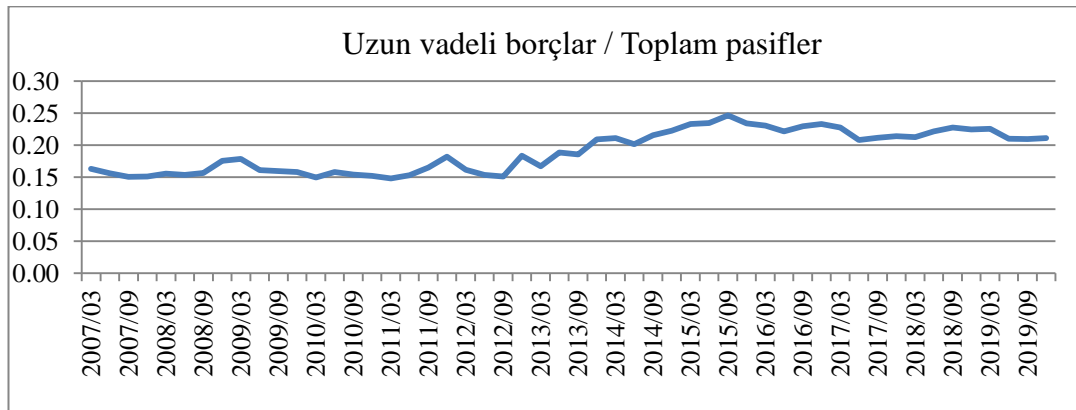
$$\text{Uzun Vadeli Borçlar- Toplam Pasif Oranı} = \frac{\text{Uzun Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Pasif (Aktif)}} \times 100$$

Oranın “0”a doğru yaklaşması işletmenin finansman politikası olarak aktiflerini finanse etmede daha az uzun vadeli borç kullandığı anlamı taşımaktadır. Uzun Vadeli Borç / Toplam Pasif (Aktif) oranı düşük işletmelerin finansman politikası olarak özkaynak veya kısa süreli borçlanma yöntemlerine ağırlık verdiği söylenebilir. Bunun için bu oran tek başına karar vermek için yeterli olmamaktadır. Oranı

destekleyici olarak toplam aktifler içerisinde ne oranda kısa vadeli borç veya öz sermaye kullanıldığına da bakmak gerekir.

Oranın yüksekliği ise işletmenin aktif finansmanında uzun vadeli borçlanmaya ağırlık verdiğini işaret etmektedir. Ancak işletme finansman politikası açısından aşırı uzun vadeli borç kullanımı faiz giderinde artışa ve anapara ödemelerinde ekonominin genel daralma dönemlerinde vade baskısına neden olabilmektedir. Borç verenler yüksek oranlı uzun vadeli borç yükümlülüğü altına giren işletmeleri riskli bularak ilave risk primi talep etmektedirler. Bunun anlamı işletmelerin daha fazla faiz ödemesi demektir. Ayrıca faiz giderleri finansman gideri olarak kârdan düşüldüğünden, faiz giderlerindeki artış beraberinde hissedarlara dağıtılacak kâr payının azalmasına neden olmaktadır. Hissedarlar açısından kâr payının azalması ise tercih edilen bir durum değildir. Bu nedenle hisselerini satma eğilimi göstermeleri işletmenin piyasa değerinin düşmesine, ilerleyen süreçlerde yapılacak hisse senedi ihraçlarında talep düşüklüğüne diğer bir ifadeyle özsermaye ile finansman politikasının negatif etkilenmesine neden olmaktadır.

Literatürde bu oranla ilgili çok fazla çalışmaya rastlanmamaktadır. İskenderoğlu, Karadeniz ve Ayyıldız (2015, s.95) Türkiye ve Avrupa enerji sektörü üzerine yaptıkları karşılaştırmalı analizde, Türkiye'deki işletmelerin Avrupa'daki işletmelere göre yüksek oranda borç kullandıklarını, vadesi açısından toplam kaynakları içerisinde uzun vadeli kaynak kullanımının daha düşük olduğunu tespit edilmişlerdir. Bunu sebebini finansal kuruluşların enerji sektörünü desteklemede uzun vadeli borç kullandırma konusundaki isteksizliklerine bağlamaktadırlar. Bu bağlamda uzun vadeli borçlanma üzerinde kredi veren kuruluşların tercihlerinin etkili olduğunu söyleyebiliriz.



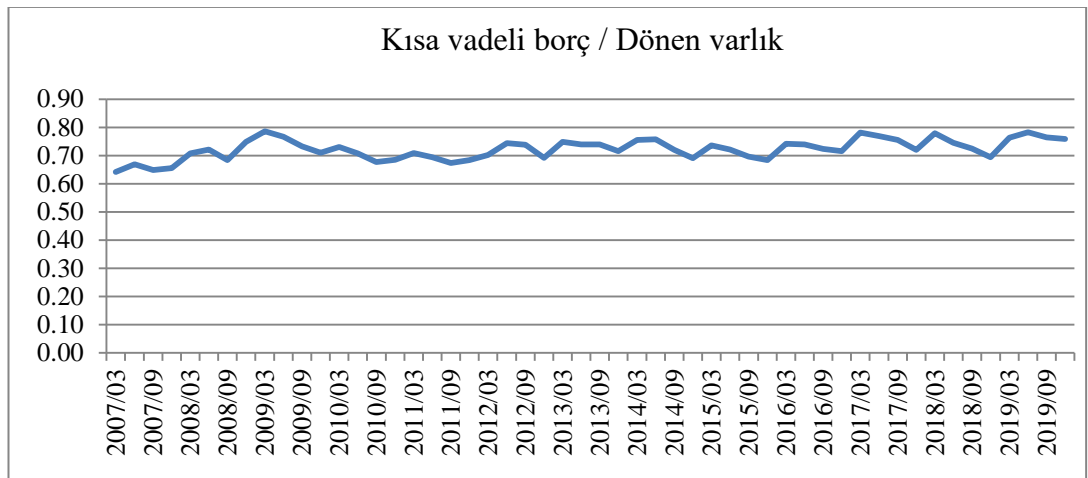
Grafik 14. Uzun vadeli borçlar / toplam aktifler (pasifler) oranı (2007-2019)

BİST İmalat sanayi sektörüne ait 2007-2019 dönemi veriler incelendiğinde ise toplam pasifler içerisindeki uzun vadeli borç kullanım oranı 2013 yılından itibaren artış eğilimine girmiştir. Toplam pasifler içerisinde uzun vadeli borçların 2013 yılına kadar yaklaşık %15, 2013 yılından sonra ise %25 gibi düşük seviyelerde seyretmektedir (Grafik 14). Bu sonuç yukarıdaki İskenderoğlu, Karadeniz ve Ayyıldız, (2015)'in enerji sektörü üzerine yaptığı çalışma sonuçları ile örtüşmektedir.

Türkiye'de son yıllarda yatırımı özendirici tedbirlere, kalkınma bankalarının uzun vadeli kredi imkânlarının artması, ticari bankaların orta vadeli kredi açmaya başlaması, Eximbank gibi bankaların ihracat destek kredilerinin genişletilmesi örnek olarak gösterilebilir. Ayrıca gelişen ve derinleşen finansal piyasalarda anonim şirketlerin tahvil ihraç etme yeteneklerinin artması gibi nedenler aktifler içerisindeki uzun vadeli borçlanma oranını artıran etkenlerden bazıları olduğu söylenebilir.

3.3.1.6. Kısa Vadeli Borç –Toplam Pasif (Aktif) Oranı Finansman Politikası 6

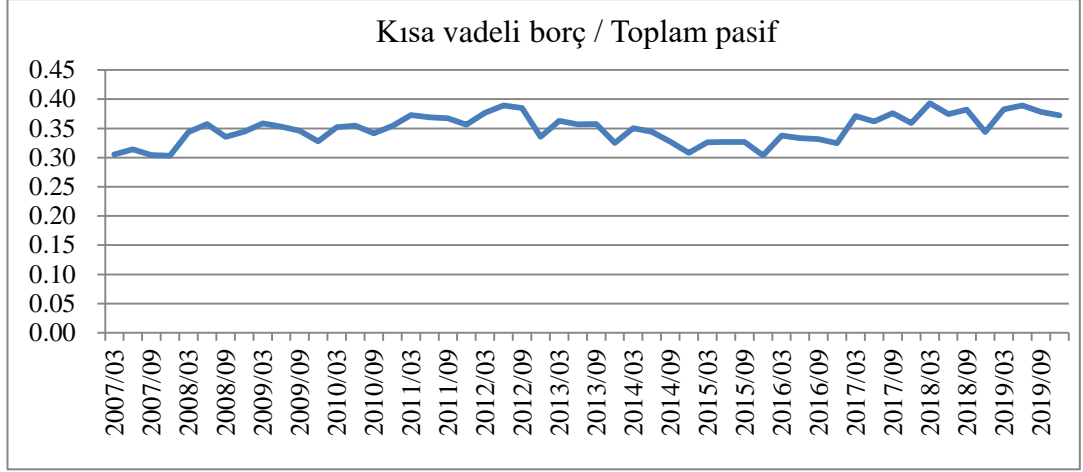
İşletmelerin gelir getiren aktiflerini ne tür kaynaklar ile finanse ettiğini ölçen oranlardan bir tanesi de Kısa Vadeli Borçların/ Toplam Pasifler (Aktifler) içerisindeki oranıdır. Bu oran işletmelerin aktiflerini finanse etmede ne oranda kısa vadeli kaynak kullandığını ölçmektedir. Yukarıda belirtildiği üzere işletmenin dönen varlıklarının net çalışma sermayesi kısmından geri kalan bölümünü kısa vadeli kaynaklar ile finanse etmesi temel bir finansman politikası kuralıdır. Yukarıda belirtilen oranın yüksek çıkması işletmelerin bu kuralı göz ardı ettiği anlamına gelmektedir. Bu konuda tam bir sonuca varmak için Kısa Vadeli Borçların / Dönen Varlıklara oranına bakmak gerekmektedir.



Grafik 15. Kısa vadeli borç / dönen varlıklar oranı (2007-2019)

Kısa Vadeli Borçların/ Dönen Varlıklara oranı incelendiğinde dönen varlıkların 2007-2019 dönemi arasında genel finansman politikası olan “dönen varlıkların net işletme sermayesi hariç kısmı, kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilir” ilkesine uyularak istikrarlı bir şekilde dönen varlıkların yaklaşık %70'nin kısa vadeli kaynaklar ile finanse edildiği görülmektedir. Bu sonuç tersten okunduğunda kalan %30'luk kısmın uzun vadeli kaynaklar ile finanse edildiği anlamı çıkmaktadır (Grafik 15). Ancak tezin temel sınırlıkları kapsamında asıl konu olan yabancı kaynak kullanımındaki eğilimi tespit etmek olduğundan aktiflerin içerisindeki daha alt kırılımlarındaki oranların incelenmesine gerek duyulmamıştır.

Türkiye’de enerji sektörü üzerine yapılan çalışmada kısa süreli borç ile finansman yönteminin azaldığı, ancak buna rağmen Avrupa’daki işletmelerden yüksek olduğu, bu durumun işletme borç ödemesi konusunda riski artırdığı ve vade baskısı yarattığı belirtilmektedir (İskenderoğlu, Karadeniz ve Ayyıldız, 2015, s.95). Literatürde toplam aktifler içerisinde kısa vadeli borç kullanım oranının, diğer bir ifadeyle toplam kaynaklar içerisindeki kısa vadeli borçların, imalat sanayi işletmeleri için 1:3 (yaklaşık %33) olması genel kabul görmektedir. Ancak özellikle parası uluslararası rezerv para özelliği taşımayan ülkelerde ilk günah problemi ile başlayan, dolarizasyon endeksinin artması ile devam eden, enflasyon oranları ve kurlardaki oynaklık ile belirsizleşen süreçler, devalüasyon ve kur riski ile birleştiğinde işletmelerin uzun vadeli borçlanmalarına engel olmaktadır. Uzun vadeli borçlanamamanın arka planında ekonomik birimlerin uzun vadede faiz, kur ve enflasyon üçlüsündeki değişimleri öngörememesi yatmaktadır. Öngörü süresinin kısılması borç verenler açısından kısa vadeye yönelmelerine neden olmaktadır. Aksi takdirde mevcut faiz oranları üzerinden uzun vadeli borç verseler, enflasyonun faiz oranları üzerinde seyretmesi, döviz kurlarındaki aşırı artış veya mevcut faiz oranlarının borç verilen faiz oranları üzerine çıkması borç verenlerin anapara ve faiz getirilerinde aşınmaya neden olacaktır. Borç verenler bu gibi durumlarda nominal olarak kazansalar dahi reel anlamda zarar edeceklerini bildiklerinden uzun vadeli borç vermeyi tercih etmeyeceklerdir.



Grafik 16. Kısa vadeli borç / toplam pasifler (aktifler) oranı (2007-2019)

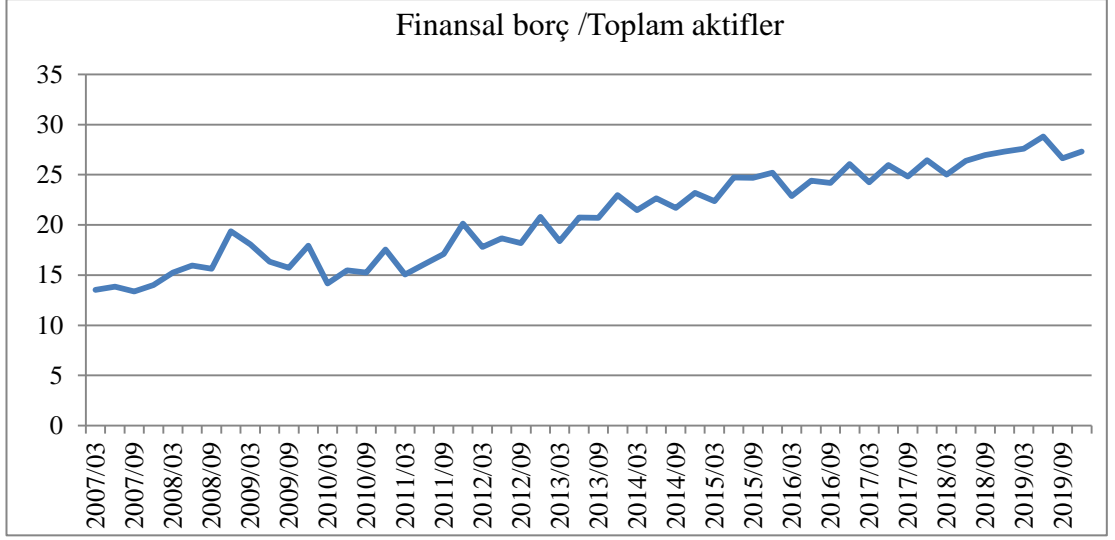
Bu çerçevede Türkiye’ de BİST’te işlem gören imalat sanayi işletmelerinin 2007 - 2019 dönemi kısa vadeli kaynak kullanım seyri incelendiğinde, çok yüksek oranda bir dalgalanma olmadığı %33’lük normal değer etrafında, aşağı yönlü %30 yukarı yönlü %40 bant aralığında seyrettiği görülmektedir (Grafik 16). Söz konusu işletmelerin kısa vadeli borç kullanımı konusunda, temel finansman politikası olan 1:3 oranı biraz üzerinde uzun dönemde istikrarlı davranış sergiledikleri söylenebilir.

3.3.1.7. Finansal Borç –Toplam Pasif (Aktif) Oranı Finansman Politikası 7

İşletme bilançolarının pasif kısmına borçlar önce kısa süreli sonra uzun süreli borçlar şeklinde sınıflandırılmaktadır. İşletme kısa süreli borçlar ile dönen varlıklarını finanse ederken uzun süreli borçlar ile duran varlık yatırımlarını gerçekleştirmek, işletme sermayesini güçlendirmek, kısa ve uzun vadeli borçlarını çevirmek amaçlı kullanabilmektedir. Kısa veya uzun süreli borçların her birisi kendi içerisinde finansal borçlar (mali borçlar), ticari borçlar, diğer borçlar şeklinde birçok alt başlıkta sınıflandırılmaktadır. Finansal borçlar banka kredileri, kredi anapara taksitleri (faizleri finansman gideri olarak kârdan düşülmektedir), finansal kiralama borçları, çıkarılan senet ve bonolar, tahvil anapara taksitleri, faktöring kurumlarına borçlar, katılım bankalarına ait borçlardır. Ticari borçlar ise satıcılardan belirli vadelerle senetsiz olarak alınan aramalı veya yarı mamül karşılığı stokların finansmanında kullanılan borçlar (kısa süreli satıcı kredileri), işletme faaliyet alanı ile ilgili her türlü senetli ve senetsiz borçlardan oluşmaktadır. Diğer borçlar ise işletme sahiplerinden alınan devamlı olmayan borçlar (işletme sahiplerinin işletmeden devamlı olan alacakları özsermaye kapsamındadır), alınan depozito ve teminatlar, sermaye taahhüdü dışındaki bağlı ortaklara olan borçlar, personele olan

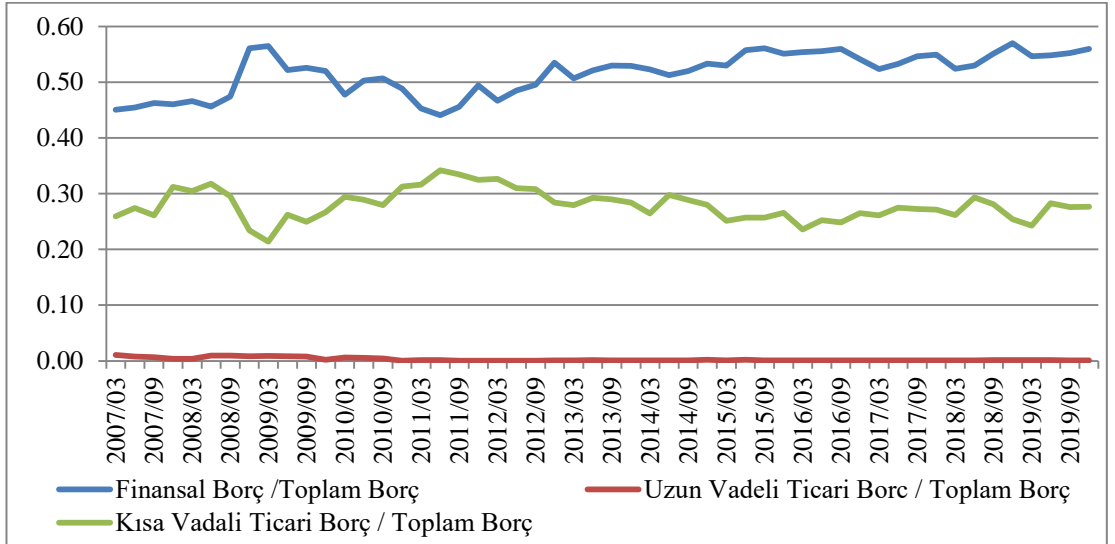
borçlardır. Bir diğer borç çeşidi işletmeden mal alan müşterilerden alınan avanslardır. Bu avansların karşılığı ileride alıcılara ya mal olarak ödenmekte veya iade edilmektedir. Başka bir borç çeşidi işletmelerin vergi ve sigorta kanunlarından doğan yükümlülükleri sonucu ortaya çıkan ödenecek vergi tutarı, sigorta prim tutarları, resim, harç ve kesintiler ile vadesi geçen ertelenen, taksitlendirilen vergi ve yükümlülükleri de işletmenin bilançosunda ilgili kamu kurumuna ödenene kadar geçen süre içerisinde bir finansman kaynağı olarak görülmektedir. Bunlardan başka işletme ısıtma aydınlatma gibi bilanço tarihinde kesin gideri bilinmeyen tutarlar için ayrılan karşılıklar, işletme sözleşmesine göre dağıtılacak kâr payı karşılıkları, tahakkuk etmiş ve ödenmemiş tutarların karşılıkları, hesaplanan KDV tutarları gibi borçlar ilgili kişi veya kuruma ödeninceye kadar işletme açısından borç (kaynak) niteliğindedir.

Literatürde mali borç şeklinde isimlendirilen finansal borçlar daha çok, mali kuruluşlar, özellikle bankacılık sistemi üzerinden finansman sağlama yöntemi olarak kullanılan banka kredilerini kapsamaktadır. Bu borçların kullanılması borcu veren kuruluş ile sağlanacak ikili sözleşmelere bağlıdır ve sözleşme hükümleri ile çoğu işletmeler kullanılan kredi karşılığı teminat göstermek durumunda kalmaktadırlar. Sözleşme hükümlerine uyulmadığında yaptırımları ağır olabilmektedir. Ayrıca bu tür borçların kriz durumlarında ertelenmesi, vadesinin uzatılması gibi durumlar çok zor olmaktadır. Bu nedenle kaynak temini konusunda toplam pasifler içerisinde ne oranda finansal borç kullanılacağı işletmenin özsermayesi, gelecekteki nakit akışı göz önüne alınarak belirlenmesi ve planlanması gerekmektedir. Bu oran işletmenin aktifleri içerisinde ne oranda finansal borç kullandığını tespit etmek için kullanılmaktadır. Oranın düşük olması işletmenin daha çok mali kuruluşlar ve bankacılık dışında sayılan ticari borçlanma, satıcı kredileri kullanma, alıcılardan avans alma, ortaklardan borçlanma gibi borçlanma türlerine yöneldiği anlamını taşımaktadır. Ancak bu yöntem işletmeler açısından uzun vadede sağlıklı bir finansman politikası olarak görülmemektedir. Finansal Borç /Toplam Pasif oranı toplam kaynaklar içerisinde ne oranda mali kuruluşlardan ve bankacılık sisteminden borçlandığını finansal borçlanma araçlarını ne oranda kullandığını da göstermektedir.



Grafik 17. Finansal borç / Toplam aktifler (pasifler) oranı (2007-2019)

Türkiye’de BİST’te faaliyet gösteren imalat sanayi işletmelerinin 2007-2019 dönemi finansal borçların toplam pasif (aktif) içerisindeki oranı incelendiğinde 2007 yılından itibaren finansal borç kullanımının pozitif yönde doğrusal bir trend gösterdiği görülmektedir. Bu artış işletmelerin alternatif finansman politikası olarak görülen ticari borçlanma, satıcı kredileri kullanma, alıcılardan avans alma, ortaklardan borçlanma gibi borçlanma yöntemlerine yönelmedikleri anlamına gelmektedir. Analiz tam yapabilmek için bu oranın toplam borçlar içerisindeki uzun ve kısa vadeli ticari borç artış eğilimi ile karşılaştırılması gerekmektedir.



Grafik 18. Toplam borç dağılımı oranları (2007-2019)

Grafik 17’de görüldüğü üzere Türkiye’de BİST’te faaliyet gösteren imalat sanayi işletmelerinin 2007-2019 dönemi finansal borçların toplam borçlar

içerisindeki oranının artışı Grafik 7’de belirtilen işletmelerin borçlanma eğilimindeki artışı desteklemektedir. 2007 yılından itibaren toplam borçlar içerisinde finansal borç kullanımını doğrusal bir trendde artış gösterdiği, toplam borçlar içerisinde kısa vadeli ticari borçların ise azalma eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 18). Bunun bir nedeni uzun vadeli borç ile kısa vadeli borçların kapatılarak borcun vadesinin değiştirilmesi olabilir. Finansal borçlanmadaki artış ise Türkiye’de finansal piyasaların uluslararası piyasalar ile bütünleşerek gelişip derinleştiğinin göstergesi şeklinde yorumlanabilir. Çünkü işletmelerin finansal borç kullanma yetenekleri finansal piyasaların, kuruluşlarının gelişimi ve derinliği ile doğrudan ilişkili olduğu bilinmektedir.

3.3.2. Bağımsız Değişkenlerin Belirlenmesi ve İncelenmesi

Tezin ana problemi finansman politikalarını açıklayan yukarıda belirtilen yedi adet bağımlı değişken üzerindeki varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun etkisini ortaya koymaktır. Dolarizasyon eğilimi işletme bilançolarında yabancı para cinsinden finansman politikası tercih edilmesi durumunda “yükümlülük dolarizasyonu”, yabancı para cinsinden varlık tutma eğilimine yönelmeleri durumunda ise “varlık dolarizasyonu” şeklinde ortaya çıkmaktadır. Her iki dolarizasyon eğiliminin işletmelerin temel finansman politikaları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu literatürden edinilen bilgiler ışığında söylenebilir. Ancak her iki dolarizasyon eğilimi tek başına finansman politikalarındaki değişimi açıklama gücüne sahip değildir. Bu bağlamda finansman politikalarına etki edecek sadece varlık ve yükümlülük dolarizasyon göstergesinden oluşan bir seriyi dikkate alarak analiz yapmak sağlıklı bir sonuç elde edilmesini engelleyecek ve ekonometrik modelin açıklama gücünü zayıflatacaktır. Bu nedenle analizin doğru ve sağlıklı yapılabilmesi, varlık ve yükümlülük dolarizasyon eğilimin finansman politikalarına nasıl bir etki yaptığının ayrıntılı bir analizini yapabilmek için ikinci bölümde tartışıldığı üzere finansman politikası teorik çerçevesinin çizilmesinden elde edilen finansman politikalarına etki eden unsurların modele dâhil edilmesinin daha uygun olacağı değerlendirilmiştir. Ekonometrik modelin açıklama gücünü artırmak ve finansman politikaları üzerinde etkisi olduğu düşünülen varlık ve yükümlülük dolarizasyon değişkeninin yanına literatürden de yararlanarak firma yaşı, firma büyüklüğü, aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı, piyasa değeri, faaliyet gösterilen sektör eklenmiştir. Böylece çok daha fazla değişkenli ve çok daha farklı gözlem

noktası oluşturularak varlık ve yükümlülük dolarizasyon göstergelerinin finansman politikaları üzerine etkisi ve aralarındaki ilişkinin daha ayrıntılı analizi mümkün hale gelmiştir.

3.3.2.1. Firma Yaşı

İşletmelerin yatırım yapma kararlarının hayata geçirilmesinden başlayarak, ilk ürünün piyasaya sürülmesi ile devam eden süreçte ürün kalitesi, satış sonrası hizmet kalitesi, ortaya çıkan sorunları çözme becerisi gibi müşteri memnuniyetini, pazar payını ve firma güvenilirliğini yükselten etkenlerin gelişimi işletmelerin sektör içerisinde faaliyette bulunduğu süre ile yakından ilişkilidir. Bir sektörde ilk kurulan işletmelerin zaman içerisinde müşteri ve paydaşları nazarında oluşturduğu güven pazar payındaki genişlemeye ve firma büyüklüğüne yansımaktadır (Coad, 2017, s.22). İşletmeler açısından bu avantajların, yeteneklerin ve birikimlerin ancak belirli süreler sonucunda elde edilebildiği kabul görmektedir. Teorik açıdan da firmaya duyulan güven artışı taahhüt ettiği hususları zamanında, doğru, kaliteli şekilde yerine getirdikçe zaman içerisinde oluşacak bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Buradan hareketle firma yaşı ile işletmeye duyulan güven arasında doğrusal bir ilişki olduğu söylenebilir.

Bu kapsamda piyasanın beklediği yönetsel yetkinliğe ulaşmamış, pazarlama ve pazarlama sonrası hizmetler ile finansal yükümlülükleri yerine getirme konusunda piyasalarda yeterli güveni oluşturamamış işletmelerin fon kaynaklarına ve finansal piyasalardan fon temin etmesinin de sınırlı olması beklenmelidir. Diğer bir ifadeyle genç firmaların kuruluş aşamasında ve kuruluşundan itibaren ilk yıllarda ihtiyaç duyduğu fonları gerek borçlanarak gerekse hissedar bulma yöntemiyle (özkaynak yaratarak) ulusal ve uluslararası piyasalardan teminde güçlük çekmesi muhtemeldir. Kaynağa ulaşsa dahi uzun yıllar sektörde faaliyet gösteren belirli bir piyasa güveni sağlamış ve pazar payını oluşturmuş, tecrübeli ve güçlü firmalara göre daha fazla ilave risk primi talebi ile karşılaşma ihtimali nedeniyle yüksek maliyete katlanması gerekmektedir. Çünkü finansal piyasalarda tasarruf sahipleri firma güvenilirliği hakkında tam bir kanaate ve veriye sahip olmadıklarından çekingen davranma eğilimindedirler. Diğer bir ifadeyle sektörde uzun yıllar faaliyet gösteren daha yaşlı firmalar borç veya özkaynak yönünden uygun maliyetli finansman kaynaklarına ulaşma ve kullanma konusunda teorik olarak genç firmalara göre daha avantajlı

durumda olmaktadır. Aynı zamanda yaşlı firmaların zaman içerisindeki özkaynak birikimleri de kârlılıklarında sorun yoksa yaş ile doğru orantılı artmaktadır.

Literatürde de piyasada uzun süreli faaliyette bulunan firmalara duyulan güvenin büyük oranda pozitif olduğu ve bu nedenle özkaynak haricinde borçlanarak finansman sağlama konusunda daha avantajlı oldukları belirtilmektedir (Sayman, 2012, s.67). Başka bir çalışmada ise işletmelerin ihtiyaç duydukları yabancı kaynaklara uygun maliyetle ve uygun vadelerle ulaşma kolaylığı sağlamada firma tecrübesi ve zaman içerisinde oluşan güvene dayalı çevrenin önemli etkisi olduğu vurgulanmaktadır (İskenderoğlu, 2008, s.35). Kakani, Saha ve Reddy, (2001) sektöre yeni katılan firmaların piyasada yeterli güveni oluşturamadıklarından sermaye yeterliliklerini tam sağlayamama, markalarına ait tüketici kalite algısını güçlendirememesi gibi nedenlerle büyük ve sermayesi güçlü, yaş avantajına sahip işletmeler karşısında rekabet güçlerinin zayıf pazar paylarının düşük olduğunu belirtmektedir. Bu durumda işletmelerin büyüme için ihtiyaç duyduğu özkaynak veya borç bulma yeteneği firma yaşı ile doğrudan ilişkili olmaktadır.

Konu ilgili 2007-2011 yıllarını kapsayan ve 2017 yılında Matias ve Serraqueiro'nun (2017), Portekiz'de yaptıkları çalışmada firma yaşı ile Borç / Özkaynak oranı arasında anlamlı negatif ilişki tespit edilmiştir (Aktaran Topaloğlu, 2018, s.68). Sayman (2012, s.67)'a göre de sektörde uzun süre faaliyet gösteren firmaların yüksek miktarlarda uygun maliyetle borçlanma imkânları daha fazla olmaktadır. Güleç (2017, s.532)'de işletmeleri genç, olgun ve yaşlı olmak üzere üç kategoriye ayırarak bu evreleri büyüme, olgunluk ve düşüş çağı şeklinde ürün yaşam eğrisi ile ilişkilendirmektedir. Bu evrelerin aşağıda tablo 1'de belirtilen değişkenler ile korelasyonlu olduğunu belirtmektedir.

Tablo 1. Firma yaşı finansman politikası ilişkisi

Evreler	Firma Yaşı	Temettü Ödeme	Satış Büyüme Hızı	İhracat ile Korelasyon	Finansman Politikası*
Büyüme	Genç	Düşük	Yüksek	Düşük	Özsermaye Ağırlıklı
Olgunluk	Olgun	Orta	Orta	Orta	Borç Ağırlıklı
Düşüş	Yaşlı	Yüksek	Düşük	Yüksek	Borç/Özsermaye Dengeli

Kaynak: Ömer Faruk GÜLEÇ, Nakit Akışları ve Kazançların Değer İlişkisi: Borsa İstanbul Uygulaması, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi Haziran 2017; 19(2); 524 – 546. s.532,

* İşletme yaşına göre öngörülen finansman politika tercihi olarak eklenmiştir.

Bu kapsamda tezin problematiği açısından yaş değişkeninin genç firmalarda özkaynak ile olgun firmalarda daha çok borçlanma finansman politikası izleneceği hipotezi ileri sürülebilir. Yaşlılık aşamasında ise özkaynak birikiminin ve firma yaşının vermiş olduğu güven ile birlikte ihracat oranındaki yükselişin finansman politikalarını uygulamada daha serbest hareket edeceği dolarizasyon değişkeninden fazla etkilenmeyeceği söylenebilir. Diğer bir anlatımla yaşlı işletmelerin genç işletmelere göre borçlanma kapasitelerinin çok daha yüksek olduğu söylenebilir.

3.3.2.2. Firma Büyüklüğü

Firma büyüklüğü kavramı çalışmanın yapıldığı alana ve amacına göre değişik şekillerde incelenmektedir. Firma büyüklüğü ölçüsü olarak yönetim literatüründe çalışan sayısı, finansal çalışmalarda toplam varlıklar (logaritması), pazarlama alanında yapılan çalışmalarda pazar payı, bankacılık ile ilgili çalışmalarda ise sermaye büyüklüğü kullanılmaktadır. Örneğin Sürer ve Mutlu (2012, s.399) çalışmalarında çalışan sayısını firma büyüklük ölçüsü olarak almıştır. Doğan (2013, s.126) ise toplam varlık (logaritması) tutarını ölçü olarak kullanmıştır. Banz (1981) ve Reinganum (1982) firma büyüklüğü anomalisini inceledikleri çalışmada hisse adedi ile piyasa değerinin çarpımı olan piyasa değerini firma büyüklüğü ölçüsü olarak almışlar ve büyük firmaların küçük firmalara göre borsada daha az getirisi olduğunu tespit etmişlerdir. Tezin kapsamı çerçevesinde veriler içerisindeki toplam varlıkların değeri işletme büyüklüğü olarak alınmıştır.

Sermaye yönünden güçlü büyük firmalar küresel ve bölgesel ekonomilerde meydana gelen dalgalanmalara, pazar yönlü rekabete, finansal piyasalarda meydana gelebilecek olumsuzluklara ve krizlere karşı daha dirençli durumdadırlar. Finansman politikalarının uygulanması bakımından da dengeli ve ihtiyatlı olan büyük firmalar bilanço yönünden kırılganlığı daha az olduğundan nakit akışlarındaki olumsuzluklara karşı dirençli ve ödeme güçleri fazla olmakta, yüksek miktarlarda ulusal ve uluslararası piyasalardan borçlanabilmektedirler. Büyük firmalar aynı zamanda pazar hâkimiyeti ve ölçek ekonomisinin kendilerine sağladığı avantaj kullanarak kârlılıklarını da artırmaktadırlar. Ancak hiçbir firma özellikle imalat sektöründe firmalar, ilk kuruldukları büyüklükte kalmamaktadır. Zaman içerisinde yaş ile doğru orantılı olarak hem varlıkları hem de örgütsel yapıları büyümektedir. Literatürde büyümenin işletmeleri mali yönden ve üretim verimliliği yönünden performans kaybına uğratacağı bu nedenlerden dolayı işletme büyüklük düzeyinin işletme

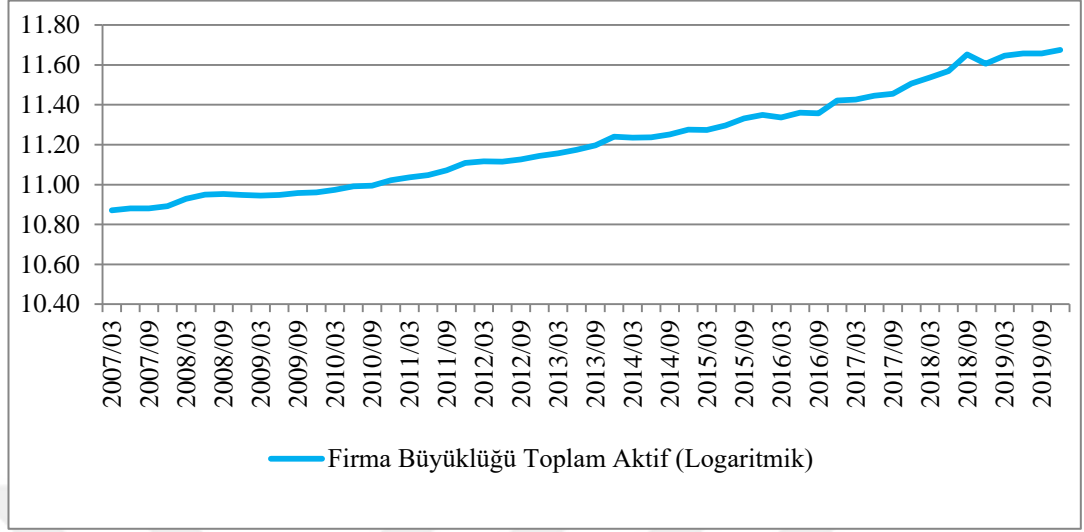
kârlılığını olumsuz yönde etkileyebileceği tartışılmaktadır (Majumdar, 1997). Başka bir açıdan ise yaşça büyük firmalar zaman içerisindeki pazar paylarındaki artış nedeniyle üretilen mal ve hizmetlerin büyük miktarlara ulaşması sonucu birim maliyetlerini azaltarak ölçek ekonomisinin¹¹ sağladığı avantajı finansman politikalarını şekillendirmede kullanmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle düşük maliyetli üretim yüksek pazar payı sayesinde daha fazla borçlanabilme yeteneği kazanmakta veya elde ettiği yüksek karlar ile yatırımlarını özkaynakları ile finanse etmektedirler.

Aksoy ve Yalçiner (2005, s.39)'de özellikle büyük firmaların uluslararası sermaye piyasalarına erişme kolaylığı yönünden daha genç firmalara göre avantajlı olduklarını belirtmektedirler. Doğan (2013)'te sigorta şirketleri üzerine yaptığı çalışmada aktif büyüklük artışı ile kârlılık arasında doğrusal pozitif ilişki tespit etmiştir. Türkiye'de borsada işlem gören şirketler üzerine yapılan çalışmalarda da piyasa değeri yönünden büyük firmaların küçük işletmelere göre borsada getiri performansının daha yüksek olduğunu tespit edilmiştir (Gönenç ve Karan, 2001), (Yalçiner ve Boztosun, 2005). İmalat sanayi işletmeleri üzerine yapılan başka bir çalışmada ise işletmelerin piyasa değeri büyüklüğü ile getirisi arasında ilişki tespit edilememiştir (Taner ve Kayalidere, 2002). Kore'de imalat sanayi işletmeleri üzerine yapılan çalışmanın bulgularında ise işletme aktiflerinin oranı arttıkça borçlanma eğiliminin arttığı tespit edilmiştir (Kim, Heshmati ve Aoun, 2006). Frank ve Goyal'de (2008) işletme büyüdükçe yüksek finansal kaldıraç kullanma eğiliminin arttığını tespit etmiştir. Ayrıca kriz durumlarında özkaynak kullanımına olağan koşullarda borçlanma eğiliminde olduklarını ortaya koymuştur.

Pakistan'da 2005-2014 yılları arasını kapsayan bir çalışmada ise finansal olmayan firmaların, dengesiz panel verileri üzerinden sabit etkili regresyon modeli kullanılarak firma büyüklüğünün Toplam Borç/ Özsermaye oranı seçimi üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre Kim, Heshmati ve Aoun, (2006) bulgularının tersine işletme büyüklüğü arttıkça borçlanmanın azaldığını tespit etmiştir (Sundas, 2019, s.30). Bu sonuç büyük firmaların borçlanmaya daha az meyilli olduğu anlamına gelmektedir. Fas'ta borsa dışındaki 550 işletme üzerinde

¹¹ **Ölçek ekonomisi avantajı** İşletmelerde öncelikle düşük miktarda üretim seviyesinde birim maliyetler yüksektir. Ancak üretim miktarı arttıkça birim başına düşen sabit maliyetler azalmakta veya operasyonel düzenlemeler ile değişken maliyetler düşürülmektedir. Belirli bir miktarın üzerine çıktığında her ikisi de artmaktadır. Her iki durumda optimum maliyetle en fazla çıktının alındığı nokta ölçek ekonomisinin firmaya sağladığı avantajdır.

1998-2003 yıllarını kapsayan çalışmada işletmelerin kârlılık oranları ile büyüklükleri arasında negatif korelasyon tespit edilmiştir (Achy 2009).



Grafik 19. Toplam aktif büyüklüğü gelişimi (logaritmik) (2007-2019)

BİST’te imalat sanayi sektöründe işlem gören işletmelerin 2007-2019 toplam aktif büyüklükleri artan bir eğilim göstermektedir (Grafik 19). İşletmelerin toplam aktif büyüklüğü toplam borçlarından ve özsermayesinden oluşmaktadır ve toplam aktiflerin ortaya çıkarttığı karın paylaşımında hissedarların toplam aktifler içerisindeki özsermayenin payı belirleyici olmaktadır. Hissedarların amacı en az riskle, minimum sermaye ile maksimum kâr elde etmektir. İşletmeye koydukları her sermaye işletme büyüklüğüne ve özsermaye kârlılığına doğrudan etki etmektedir. Özsermaye kârlılığının düşmesi hissedarlar açısından istenilen bir durum değildir ve işletmenin ihtiyacı olan özsermayeyi sağlama konusunda istekli davranmayabilirler. Bu bilgiler ışığında işletme büyüklüğünün finansman politikalarını diğer bir anlatımla hissedarların işletmeyi fonlama davranışını nasıl etkileyeceği hakkında tam bir öngöründe bulunmak zor görünmektedir. Ancak doğal olarak hissedarların getiriye odaklanacakları ve mümkün olduğunca düşük özsermaye ile yüksek getiri elde etmek amacıyla, finansal kaldıraç etkisinden azami faydalanmak isteyecekleri savı altında teorik olarak firma büyüklüğünün borçlanma finansman üzerinde pozitif etkisi olacağı beklenmektedir.

Ancak firma büyüklüğü olarak piyasa değeri 2008, 2009 ve 2019 yıllarında toplam aktif büyüklüğü karşısında negatif olarak ayrılmaktadır. Bu sonuç piyasanın 2008, 2009 ve 2019 yıllarında genel anlamda işletmeleri defter toplam değerinin altında değerlendirdiğini göstermektedir.

3.3.2.3. Kârlılık

Kârlılık işletmenin finansman politikaları başta olmak üzere, satış, pazarlama, üretim finans birimlerinin faaliyetleri ile doğrudan ilişkilidir. Satış, pazarlama ve üretim yönünden iyi organize olmuş firmaların kârlılıklarını artırması muhtemeldir. Kârlılıkları artan firmaların doğal olarak gerek borçlanma kapasiteleri gerekse özkaynak yaratma gücü artmaktadır. Literatürde yapılan çalışmalarda yöneticilerin kişisel özellikleri ve yönetsel yeteneklerinin yanısıra işletmelerin borcunun bulunmamasının da kârlılığı etkileyen önemli bir faktör olduğu belirtilmektedir (Aissa ve Goaid, 2016). Başka bir çalışmada ise işletmelerin kârlılıkları arttıkça borçlanmadan ziyade özsermaye ile finansmana yöneldikleri tespit edilmiştir (Okuyan 2013). Frank ve Goyal (2008) tarafından da kârlılık ve borçlanma arasında doğrusal pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur. Diğer bir ifadeyle işletmelerin kârlılıkları arttıkça aktiflerini daha çok borç ile finanse ettiği tespit edilmiştir. Okuyan ve Taşçı (2010)'da Türkiye'de 1000 büyük firmayı incelediği çalışmasında işletmelerin öncelikle özkaynakları ile finansman yöntemini kullandığı yeterli gelmediği takdirde dış kaynakla finansmana yöneldiklerini tespit etmişlerdir.

Başka bir açıdan kârlılığın işletme finansman politikalarını etkilemesi sermaye kazancı ile kâr payı kazancı arasındaki vergilendirme farkından kaynaklanmaktadır. Hissedarlar piyasadaki hisse fiyatının artışından sermaye kazancı işletmenin faaliyetleri sonucu ortaya çıkan kârdan kâr payı kazancı elde etmektedirler. Her iki kazancın vergilendirilmesi de birbirinden farklıdır. Birçok ülkede işletmelerin sermayelerini güçlendirmek amaçlı kâr payı kazancı sermaye kazancına göre daha fazla oranda vergilendirilmektedir. Bu durumda hissedarlar daha az vergi ödemek ve aynı zamanda hisse değeri artışından sermaye kazancı elde etmek için kâr payı almak yerine karları karşılığında hisse almayı talep edebilmektedirler. Bir başka açıdan ise kâr payı kazancı ile sermaye kazancının zamansal boyutu farklıdır. Kâr payı kazancında vergi hemen ödenmektedir. Ancak sermaye kazancı hisse satışı ile oluştuğundan hisselerini satmadıkları müddetçe ödemek zorunluluğu yoktur. Bu bağlamda teorik açıdan hissedarların karları almak yerine işletmede alıkoymayı tercih etmeleri beklenmelidir. Karların işletmede bırakılması işletmeyi özkaynaklar yönünden güçlü kılacak, faaliyet riskini azaltarak borç verenler açısından ise kredibilitelerini artıracak ve daha rahat borçlanmasını sağlayacaktır. (Canbaş, 2016, s.316).

Hissedarlar işletme bünyesine koydukları veya bıraktıkları sermayenin getirisini alternatif yatırımların getirileri ile karşılaştırarak ölçmektedirler. İşletme yöneticileri de bu doğrultuda yatırıma başlamadan önce, yatırım yapılacak varlığın muhtemel kârlılık oranlarını hesaplayarak alternatif getirileri ile kıyaslama yapmaktadır. Bu bağlamda işletmeler finansman politikası olarak varlıklarının finansmanını hangi tür kaynaklarla, hangi vadelerle sağlayacağını belirlerken yapılacak yatırımın kârlılığı ile sermayenin alternatif getirilerini göz önünde bulundurmaya zorundadır. Aksi halde hissedarlar işletmeye özkaynak sağlama yönünde isteksiz davranabilirler. Hissedarlar kullanım hakkından vaz geçtikleri sermayenin getirisini hesaplamak için genellikle özsermaye kârlılığını (ROE) ölçü olarak kullanmaktadırlar. Borç verenler ise verdikleri borcun geri ödenmeme riskini asgari düzeye indirmek için aktif kârlılığı (ROA) odaklanmaktadırlar. Diğer türlü hiç borcu olmayan işletmenin varlıkları özsermayesine eşit olacak ROA kârlılığı da hesaplanmayacaktır. Her iki ölçü birimi aynı zamanda işletmenin aktif kaynaklarını ve ilişkili birimlerini (likidite, stoklar, üretim sistemleri, borçları, pazarlama, satış, finansman) ne derece etkili, verimli kullandığını, getirisi yüksek yatırımlara yönlendirildiğinin göstergesidir.

3.3.2.3.1. Özsermaye Kârlılığı (ROE)

Öz sermaye kârlılığı (ROE) net kâr / öz sermaye formülü ile hesaplanmaktadır. Ancak sadece net karın öz sermayeye bölünmesinden ibaret değildir diğer başka faktörlerde özsermaye kârlılığına etki etmektedir. Birincisi işletmenin kâr marjı oranı (1 no.lu formül) ikincisi aktiflerini ne kadar etkin kullandığını gösteren aktif devir hızı (2 no.lu formül) üçüncüsü toplam varlıkları içerisinde ne oranda özsermaye kullandığını ölçen özsermaye çarpanı (3 no.lu formül) oranıdır.

$$\frac{\text{Net kâr}}{\text{Öz sermaye}} = \frac{\text{(1) Net Kâr}}{\text{Satışlar}} \times \frac{\text{(2) Satışlar}}{\text{Varlık Toplamı}} \times \frac{\text{(3) Varlık Toplamı}}{\text{Özsermaye}}$$

Formülden anlaşılacağı üzere işletmelerin net karlarını yükseltmenin yolu satışlarını artırmak, aktiflerini daha hızlı çevirmek ve aktifler içerisindeki özsermaye oranlarını optimum düzeyde tutmaktan geçmektedir. Diğer bir anlatımla atıl sermaye bulundurmamak mevcut sermayenin borçlanma avantajından en uygun şekilde yararlanmaktır. Literatürde bu denklem “Dupont Analizi” olarak adlandırılmaktadır. Kâr marjı ve aktif devir hızı yüksek işletmelerin kârlılıkları yüksek olmaktadır. Bu

nedenle hissedarlarına yüksek miktarda kâr payı dağıtma imkânına sahip olmaktadırlar. Yüksek finansal kaldıraç kullanan işletmelerinde özsermaye kârlılığı artışı ile birlikte faaliyet riski oluşmaktadır. Yüksek kârlılık yatırımcıları kazançlarını maksimize etmek amaçlı işletmenin sermaye piyasalarına arz ettiği hisselerle olan talebi uyarmaktadır. Çünkü yatırımcılar tasarruflarının iyi değerlendirilmesini ve yüksek getiri elde edilmesini beklemektedirler. Bu sayede hisselerle artan talep ile işletme hem piyasa değerini maksimize etmekte, özsermaye sahipleri sermaye kazancı elde etmekte, hem de hisse senedi arz yöntemiyle çok rahat özkaynak yaratabilmektedir. Hissedarların karlarını işletmede tutmak istemesi işletmeye borçlanmaya göre daha uygun maliyetle ve vade baskısı olmadan kaynak yaratma avantajı sağlamaktadır.

Allen (1991) tarafından Avusturalya’da yapılan bir çalışmada borsaya koteli kırk sekiz işletmenin finansman politika tercihlerini incelediği çalışmada işletme kârlılığı arttıkça işletmenin varlıklarını borçlanma ile finanse etmesinin azaldığını ve özkaynakları ile finansmana yöneldiklerini tespit etmiştir. Başka bir çalışmada finansman politikası olarak özsermaye yerine yüksek oranlı borçlanma yöntemini seçen işletmelerde kârlılığın düşük seviyede, tersi durumda özsermaye ile finansman politikası benimseyen işletmelerde kârlılığın yüksek olduğu tespit edilmiştir (Eriotis, Frangouli, Neokosmides, 2002). Ürdün’de Amman borsasında faaliyet gösteren imalat sanayi işletmeleri üzerine yapılan bir çalışmada ise borç ile finansman yöntemindeki artışın özsermaye kârlılıklarını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir (Shubita ve Alsawalhah, 2012). Çimento sektörü üzerine yapılan bir çalışmada ise kullanılan yabancı kaynağın vadesinin özsermaye kârlılığı üzerinde etkili olduğu vurgulanmaktadır. Kullanılan yabancı kaynak kısa vadeli ise özsermaye kârlılığını pozitif, uzun vadeli yabancı kaynak kullanımında ise negatif etkilediği tespit edilmiştir (Ahmad, 2014). Alsu (2017)’de 2006-2015 dönemini kapsayan BİST’e işlem gören 100 işletme üzerinde yaptığı çalışmada özkaynak tercihindeki artış ile kârlılık arasında pozitif ilişki tespit etmiştir. Pakistan’da tekstil sektöründen halka açık seçilmiş 40 şirket üzerinde 2006-2016 yılları arasındaki yıllık verileri kullanarak yapılan çalışmada ise likidite ve finansal kaldıraçın kârlılık üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Sonuçlar, likidite ile aktif ve özsermaye kârlılığı arasında pozitif, ilişki olduğunu ortaya koymuştur (Samo ve Murad, 2019, s.302). Bu sonuç, günlük nakit işlemlerini doğru bir şekilde yöneten bir firmanın, likit varlıklardan

yüksek getiri elde edeceğini aynı zamanda yüksek getirinin özkaynak kârlılığına yansıtacağını göstermektedir. Bunun aksine, yüksek borcu ve kaldıracı olan firmaların risk oranı yüksektir ve finansman giderleri arttığından kârlılığı azalmaktadır. Bu nedenle bir yönetici borç finansmanına çok fazla güvenmeyerek özsermayeye ile finansman odaklanması, sürdürülebilir büyümeyi sağlamak istiyorlarsa likidite yönetimi politikalarına ve bileşenlerine odaklanması dengeli finansman politikası açısından doğru bir yaklaşım olduğu ileri sürülebilir.

Öz sermaye kârlılığı düşük işletmelerin kaynaklarını ve aktiflerini etkili, verimli kullanmadığı anlamına gelmektedir ki bu durumun hissedarlar açısından kısa dönemde kabul edilebilir bir durum olsa da uzun dönemli sürdürülebilir olması çok mümkün olmamaktadır. Hissedarlar minimum sermaye miktarı ile maksimum kâr hedeflemektedirler. İşletmeler bunu toplam aktifler içerisindeki özkaynak miktarını azaltarak birim özsermaye başına düşen karı artırma yoluna giderek yapabilmektedir. Özsermaye kârlılığının yüksek olması yatırımcı ile firma amaçlarını örtüşürmektedir. Bu kapsamda özsermaye kârlılık oranı işletmelerin finansman politikalarını belirleyen, yatırım kararlarına doğrudan etki eden ve sermaye yapısını şekillendiren temel bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede ekonometrik analiz sonucunda özsermaye kârlılığındaki artışın borçlanma ile finansman politikasını negatif etkilemesi beklenmektedir

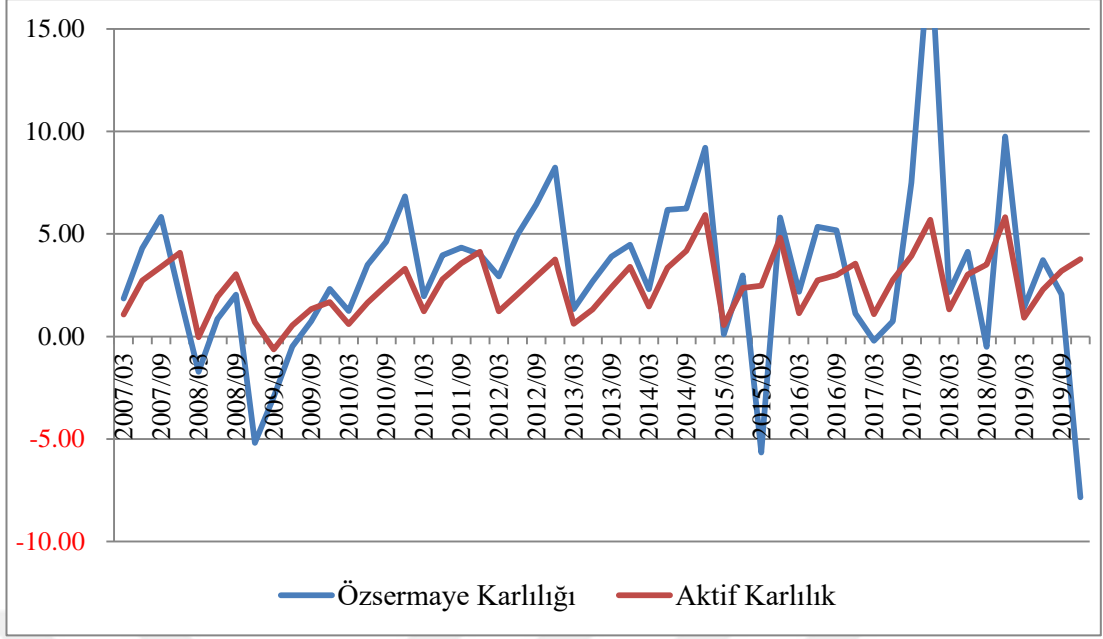
3.3.2.3.2. Aktif Kârlılık (ROA)

Kârlılık ancak aktiflerin iyi yönetilmesi ve en baştan itibaren doğru finansal kaynaklarla finanse edilmesi ile mümkün olmaktadır. Aktif Kârlılık (ROA) Net Kâr / Toplam Varlıklar oranı ile ölçülen aktif kârlılık, bilançosunun aktif kısmındaki varlıkların verimli etkili kullanılmasının ve geçmişteki aktif yönetimlerine bakarak gelecekteki yatırımlarının getiri oranlarını ölçmek için kullanılan bir göstergedir. Aktif kârlılığı düşük işletmeler işletme sermayesi, stokları likit varlıklar, kısa vadeli alacakları, işletme sermayesi, gibi dönen varlıklarını etkin verimli kullanmadığı ve yönetemediği anlamına gelmektedir. Bu oranın yüksekliği borç verenler açısından bir güvence olarak algılanmakta ve daha düşük risk primi talep edebilmektedirler. Düşük risk primi finansman maliyetlerini azalttığından kârlılığı artırmaktadır. Hissedarlar ve işletme açısından yüksek aktif kârlılık aynı zamanda yüksek oranda özkaynak yaratılması anlamına gelmektedir. Yüksek özkaynağa sahip işletmelerin daha az

borçlanması, diğer bir ifadeyle aktif kârlılığın artması özsermaye ile finansmanı pozitif borçlanmayı negatif etkilemesi beklenmelidir.

Karadeniz, Kaplan ve Günay, (2016) BİST'te işlem gören turizm işletmeleri üzerine yaptıkları çalışmada kısa vadeli borç kullanımındaki artışın işletme aktif kârlılığını olumsuz etkilediği, uzun vadeli borç kullanımının ise hiçbir etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır. Başka bir çalışmada BİST'te perakende sektörü üzerine yapılan bir çalışmada da borçlanma oranındaki artış kârlılığı olumsuz etkilediği saptanmıştır (Külter ve Demirgüneş, 2007). Çimento sektörü üzerine 1998-2016 dönemini kapsayan bir çalışmada ise finansman politikası olarak kısa süreli yabancı kaynak kullanımı tercih edilmesinin işletmelerin aktif kârlılığı üzerinde negatif etki yaptığı tespit edilmiştir (Ahmad, 2014). Borsa İstanbul'da (BİST) yapılan bir çalışmada da aktif büyüklüğün işletmenin aktif kârlılığında pozitif etkilendiğini, Borç/ Özsermaye oranının ise negatif etkilendiğini ortaya konulmuştur (Doğan ve Topal 2016). Bu sonuç işletmelerin aktif kârlılıkları arttıkça özsermaye ile finansmana yöneldikleri anlamını taşımakta ve teorik çerçeveyi desteklemektedir. Türkiye'de BİST'te işlem gören yirmi üç metal eşya sektörü işletmesi üzerine dinamik panel veri analiz yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada Borç/ Özsermaye oranı ve aktif kârlılığın hisse senedi fiyatlarının oluşumunu pozitif olarak etkilediği tespit edilmiştir (Şenol Zeki, Koç ve Şenol, Selma, 2018, s.132). Vietnam borsasında listelenen emlak şirketleri üzerinde yapılan çalışma sonuçları da Toplam Borç/ Özsermaye oranının satış getirileri ve kullanılan sermayenin getirisi üzerinde hiçbir etkisi olmadığını, ancak aktif kârlılık üzerinde olumsuz, öz sermaye kârlılığı üzerinde ise olumlu etkisinin olduğunu göstermektedir (Nguyen, vd., 2019, s.2323).

Literatürden görüldüğü üzere işletmenin aktif kârlılığı ile aktiflerini hangi kaynaklar ile ve hangi vadede finanse ettiği arasında bir ilişki bulunmaktadır. İşletme yönetimi ve hissedarlar açısından aktif kârlılığın artırılması ve ölçülmesi üretim, pazarlama, finans gibi işletmenin tüm fonksiyonlarını ilgilendirmekte ve finansal yönetimin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Kârlılık ancak aktiflerin iyi yönetilmesi ve en baştan itibaren doğru finansal kaynaklarla finanse edilmesi ile mümkün olmaktadır. Bu bağlamda aktif kârlılığın artmasının işletmenin tüm fonksiyonlarının uyum içerisinde çalıştığının da bir göstergesidir.



Grafik 20. Aktif kârlılık ve özsermaye kârlılığı oranı (2007-2019)

İmalat sektöründe 2007-2019 dönemi özsermaye kârlılığı ve aktif kârlılığı birlikte değerlendirildiğinde 2009 üçüncü çeyrek, 2015 dördüncü çeyrek, 2019 dördüncü çeyrekte aktif kârlılıktan negatif ayrıştığı, 2017 iki ve üçüncü çeyrekte pozitif ayrıştığı görülmektedir. Diğer yıllarda ise özsermaye kârlılığının aktif kârlılığın biraz üzerinde paralel bir seyir izlemektedir (Grafik 20).

3.3.2.4. Varlık Dolarizasyonu

Para birimi uluslararası ticarete ve ödemelerde kabul görmeyen ülkelerin çeşitli türden dolarizasyon olgusu ile karşılaşacakları ve dolarizasyon endekslerinin artacağı teorik kısımda tartışılmıştır. İşletmeler seviyesinde karşılaşılan dolarizasyon türlerinden bir tanesi varlık dolarizasyonudur. İşletmelerin yabancı para birimi cinsinden tuttıkları varlıklar makro seviyede ülkenin varlık dolarizasyon endeksinin artmasına neden olmaktadır. Yabancı para birimi cinsinden varlık tutulmasının en önemli sebebi, yüksek ve oynak enflasyondur. Özcan ve Us (2006) Türkiye’de enflasyon oranındaki ve kurlardaki aşırı oynaklığın dolarizasyon eğilimini artırdığı hatta kalıcı hale getirdiğini vurgulamaktadır.

Literatürde varlık dolarizasyonunun boyutunun ölçümü yapılan çalışmanın amacına ve kapsamına göre değişmektedir. Diğer bir anlatımla makro anlamda ülke çapında dolarizasyon ölçümü ile mikro anlamda sektörler ve işletmeler, finansal kuruluşlar seviyesinde dolarizasyon ölçüm metotları değişmektedir. Bu kapsamda

ölçüm metodunu araştırmanın amacı ve boyutu belirlemektedir. Örneğin Özen (2018) makro seviyede Türkiye genelindeki varlık dolarizasyon boyutunu ölçmek için aşağıdaki bir numaralı formülü, sektör bazında bankacılık kesiminin varlık dolarizasyonun boyutunu ölçmek için 2 numaralı denklemi kullanmıştır. Bunun nedeni; tasarruf sahipleri ve ülke bazında dolarizasyon ölçümünde Döviz Tevdiat Hesabı (DTH) varlık birikimi anlamına gelmekte, bankacılık sektörü açısından değerlendirildiğinde yükümlülük anlamı ifade etmesidir.

$$(1) \text{ Varlık dolarizasyonu = } \frac{\text{Toplam Döviz Tevdiat Hesabı(DTH)}}{\text{M2Y Para Tabanı}} \\ (\text{Türkiye geneli})$$

$$(2) \text{ Yükümlülük Dolarizasyonu = } \frac{\text{Toplam Döviz Tevdiat Hesabı(DTH)}}{\text{Toplam Mevduatlar}} \\ (\text{Bankacılık kesimi})$$

İki numaralı gösterge aynı zamanda Honohan ve Shi (2001) tarafından gelişen ekonomilerde finansal sektördeki mevduat dolarizasyonu eğilimini incelemek içinde kullanılmıştır. Söz konusu çalışmada 24 ülke arasında Türkiye 1990-2000 arasında mevduat dolarizasyonu açısından gelişen ekonomiler arasında %50 ile en alt sıralarda görünmektedir.

Ülke çapında dolarizasyon ölçümü için Yalçiner ve Mutlu (2018) tarafından Küresel Kriz sonrası GOÜ'lerde dolarizasyon sürecini inceledikleri çalışmalarında, aşağıdaki hem varlık hem yükümlülük dolarizasyonunu içeren birleşik dolarizasyon endeksi kullanılmışlardır. Çalışmada 2009 sonrası süreçte GOÜ'lerin yüksek dolarizasyon endeksinden olumsuz etkilendiklerini tespit etmişlerdir. Çalışmada varlık dolarizasyonu için: net dış varlıkların (Döviz Tevdiat Hesaplarının/ M2 para arzına oranı alınmıştır. (M2 para arzı: ekonomide dönen nakit para (Banknot+ Madeni para) + vadesiz mevduat (TL+YP) + çekler+ vadeli mevduat TL+YP).

Özen (2018) Türkiye üzerine yaptığı çalışmada dolarizasyonun boyutunu ölçmek için aşağıdaki (1) numaralı göstergeyi kullanmış varlık dolarizasyonunu ölçmek için (2) numaralı formülün kullanıldığını belirtmiştir.

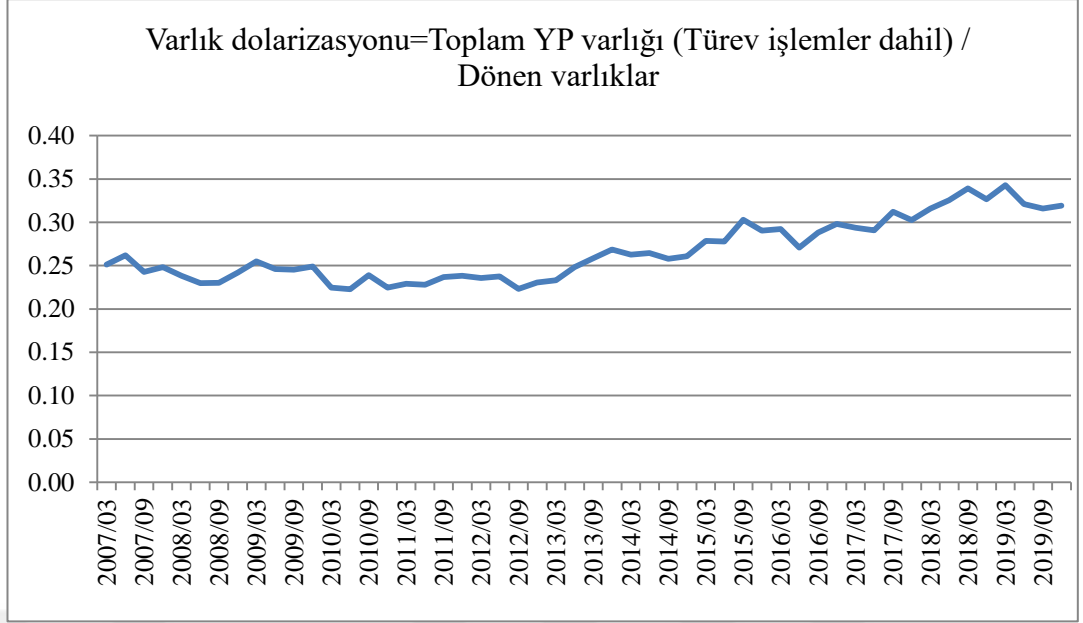
$$(1) \text{ Dolarizasyon Boyutu = } \frac{\text{Döviz Tevdiat Hesapları (DTH)}}{\text{M2 Y}} \\ (\text{Türkiye geneli})$$

$$(2) \text{ Mevduat dolarizasyonu: } \frac{\text{Döviz Tevdiat Hesapları (DTH)}}{\text{Toplam Mevduatlar}} \\ (\text{Varlık Dolarizasyonu})$$

Yazarlar ayrıca sektörel ölçekte yapılacak dolarizasyon ölçümlerinin daha sağlıklı olacağına ve sektörlerle ilişkin zayıflıkların daha açık şekilde ortaya çıkartabileceğine ilk günah probleminin dolarizasyonun başlangıcı olduğuna vurgu yapmaktadırlar. Bu çerçevede tezin amacına ve literatüre uygun olarak işletme seviyesinde mevcut bilanço bilgilerine göre varlık dolarizasyon oranını belirlemek, işletmenin en geniş tanımlı likit varlıkları içerisindeki yabancı para miktarını ortaya çıkartmak gerekmektedir. Bu amaçla aşağıdaki formül işletmeler seviyesinde varlık dolarizasyonunu ölçmek için kullanılmıştır.

$$\text{Varlık dolarizasyonu} = \frac{\text{Yabancı Para Varlıkları (Türev İşlemler Dâhil)}}{\text{En Geniş Tanımlı Likit Varlıklar (Dönen Varlıklar)}}$$

İşletmeler seviyesinde varlık dolarizasyonunu etkileyen birinci husus ihracat oranı ve ithal girdi kullanım oranıdır. Üretimde ithal girdi kullanan ihracat yapmayan firmalar bilançolarının varlık kısmında kur riskine karşı kendilerini korumak ve üretimi sürdürebilmek için sürekli belirli oranda döviz tutmak zorunda kalmaktadır. Bu nedenle işletmelerin bilançolarında dönen varlıklar içerisinde yabancı para birimi cinsinden varlıklar artmaktadır. İkincisi yabancı para yükümlülüğünden kaynaklı kur riskini azaltmak amaçlı yabancı para cinsinden varlık tutulmasıdır. Artan yabancı para oranı özellikle kur riskinin arttığı durumlarda çok yüksek seviyelere çıkmakta bazen dönen varlıkların önemli bir kısmının yabancı para birimi cinsinden tutulmasına yol açmaktadır. Doğal olarak bu durum işletmelerin finansman politikaları üzerinde baskı oluşturarak, finansal esnekliğin zayıflamasına neden olmaktadır. İthal girdi kullanmayan ancak ihracat yapan firmalar ise kur riskine karşı daha esnek davranabilmektedirler. Tezin temel problemi elde yabancı para birimi cinsinden varlık tutan işletmeler güçlü likiditeye sahip olduklarından kısa vadeli borçlanma gerekliliği daha az olacaktır. Diğer bir ifadeyle varlık dolarizasyonun borçlanma üzerinde negatif etkiye sahip olması muhtemeldir. Ayrıca yabancı para biriminin kur farkı getirisi karlara yansıdığından özsermaye sahiplerinin yüksek kâr payı alma iştahı işletmeyi özsermaye ile finanse etme eğilimini artırabilir. Diğer bir ifadeyle varlık dolarizasyonu özsermaye üzerinde pozitif etkiye sahip olması beklenmektedir.



Grafik 21. Varlık dolarizasyonu oranı (türev işlemler dâhil) (2007-2019)

Türkiye imalat sektöründe işlem gören işletmelerin yukarıda belirtilen formülle hesaplanan varlık dolarizasyon eğilimi Grafik 21’de gösterilmiştir. Grafik incelendiğinde 2015 yılı öncesi %25 bandını altında seyreden varlık dolarizasyon eğiliminin 2015 sonrası artış eğilimine girdiği ve %30 bandını aşarak %35 bandına doğru arttığı görülmektedir.

3.3.2.5. Yükümlülük Dolarizasyonu

İşletmeler varlık kısmındaki önemli yatırımları için gerekli uzun vadeli ve düşük faizli fon ihtiyaçlarını ulusal, uluslararası sermaye ve para piyasalarından karşılamaktadırlar. Ancak genellikle yüksek enflasyonlu, kurların aşırı oynak olduğu ve ilk günah problemi yaşayan ülkelerin firmalarının, kamu kurum ve kuruluşlarının kendi paraları cinsinden borçlanma yetenekleri zayıflamaktadır. Diğer bir ifadeyle borç verenler ulusal para birimi cinsinden borç verme taraftarı olmamaktadır. İşletmeler bu nedenle uluslararası rezerv para cinsinden borçlanmak zorunda kalmaktadırlar. Bu durum işletme bilançolarında belirli oran üzerine çıktığında kırılganlığa ve finansman politikaları üzerinde strese neden olmaktadır. Yükümlülük dolarizasyonunun finansman politikaları üzerine etkisi ihracat yapan ve yapmayan firmalar ile ithal aramalı kullanan ve kullanmayan firmalar açısından da farklılaşmaktadır. İhraç oranı yüksek işletmeler gelirleri döviz cinsinden olmaktadır. Bu nedenle döviz net pozisyonundaki negatif etkiyi tolere edebilme yeteneğine sahiptirler. Ayrıca kurlardaki yukarı yönlü hareket ihraç mallarını uluslararası

piyasalarda ucuzlatması sonucu işletmenin rekabet gücünün artmasına katkı sağlamaktadır. Ancak ihracat yapan firmanın ithal aramalı kullanması durumunda ithal girdi maliyetini artırması kur artışından kaynaklı rekabet gücü avantajını zayıflatmaktadır. Diğer taraftan ithal aramalı kullanan ve ihracat yapmayan işletmeler açısından aşırı yükümlülük dolarizasyonu kur riskinin bilançolar üzerindeki etkisini iki taraflı ve daha şiddetli hissetmesine neden olmaktadır. Birincisi kurların artması ile birlikte üretimini devam ettirebilmesi için ihtiyaç duyduğu aramalı stoklarının girdi maliyetleri yükselmekte, ikincisi borçlarını döviz cinsinden ödeyeceğinden ulusal para birimi cinsinden yükümlülüklerini artırmaktadır. İşletme hem girdi maliyeti baskısı hem yabancı para tutma baskısı ile karşı karşıya kalmaktadır.

Literatürde Zeybek (2014)'in dolarizasyonun finansman maliyetini incelediği çalışmada, güven endeksi arttıkça dolarizasyon eğiliminin azaldığını, enflasyon düştükçe dolarizasyon eğiliminin azaldığını, dolarizasyon eğiliminin azaldıkça firmaların finansman giderlerinin azaldığını ortaya koymuştur. Bu kapsamda dolarizasyon eğiliminin işletme finansman politikalarını yakından etkilediği görülmektedir. Bu tespit aynı zamanda yükümlülük dolarizasyonun işletmelerin finansman politikaları üzerindeki etkisinin boyutunu ve yönünü ortaya koyması bakımından tezin temel amacı ile de örtüşmektedir. Teorik açıdan yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı uluslararası rezerv para cinsinden yükümlülükleri artan işletmelerin, kur riski de artmaktadır. Kur riski artan işletmelerin uzun vadeli borçlanamaması, daha çok kısa vadeli borçlanması beklenmelidir.

İşletmeler seviyesinde varlık dolarizasyonunun etkisi ortaya konulduktan sonra diğer önemli konu yükümlülük dolarizasyonunun işletmeler seviyesinde nasıl ölçüleceği ile ilgilidir. Örneğin İncekara, Mutlugün ve Yılmaz (2017), Türkiye’de yaptığı çalışmada borç dolarizasyonu ölçmede aşağıdaki dolarizasyon göstergesini kullanmış, yapılan analiz sonucunda imalat sanayi sektöründe yüksek borç dolarizasyonunun kırılganlığa ve kur uyumsuzluğuna neden olduğu aynı zamanda firma büyümesi üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabileceğini ortaya koymuştur. Özellikle yüksek ithal aramalı kullanan ve ihracat yapmayan firmaların bilançolarının daha çok etkilendiği yüksek ihracat geliri elde eden firmaların ise etkilenmediği vurgulanmaktadır.

$$\text{Borç Dolarizasyonu (Yükümlülük Dolarizasyonu)} = \frac{\text{Kısa ve Uzun Vadeli Yabancı Para Cinsinden Nakdi Krediler}}{\text{Kısa ve Uzun Vadeli Toplam Nakdi Krediler}}$$

Çalışmada sadece krediler üzerinden yükümlülük dolarizasyonunun etki analizi yapılmıştır. Ancak işletmelerin yabancı para cinsinden bilanço içi ve bilanço dipnotlarında gösterilen toplam yükümlülüklerinin çalışmaya dâhil edilmemesi, toplam yabancı para yükümlülüğünün etkisini ölçmede eksik kalmıştır. Bu şekilde dar anlamda yapılan yükümlülük dolarizasyon hesaplaması çalışma sonuçları tartışmalı hale getirebilir.

Yalçiner ve Mutlu (2018) tarafından ise ülke çapında yükümlülük dolarizasyonu hesaplamak için; Reinhart, Rogoff ve Savastano, (2014) çalışmasında da kullanılan Toplam dış borç stokunun / Gayri safi milli gelire oranı ve genel yönetim borç stokunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı kullanılmıştır. Her iki dolarizasyon için birleşik dolarizasyon endeksini ise aşağıdaki formül ile hesaplanmışlardır.

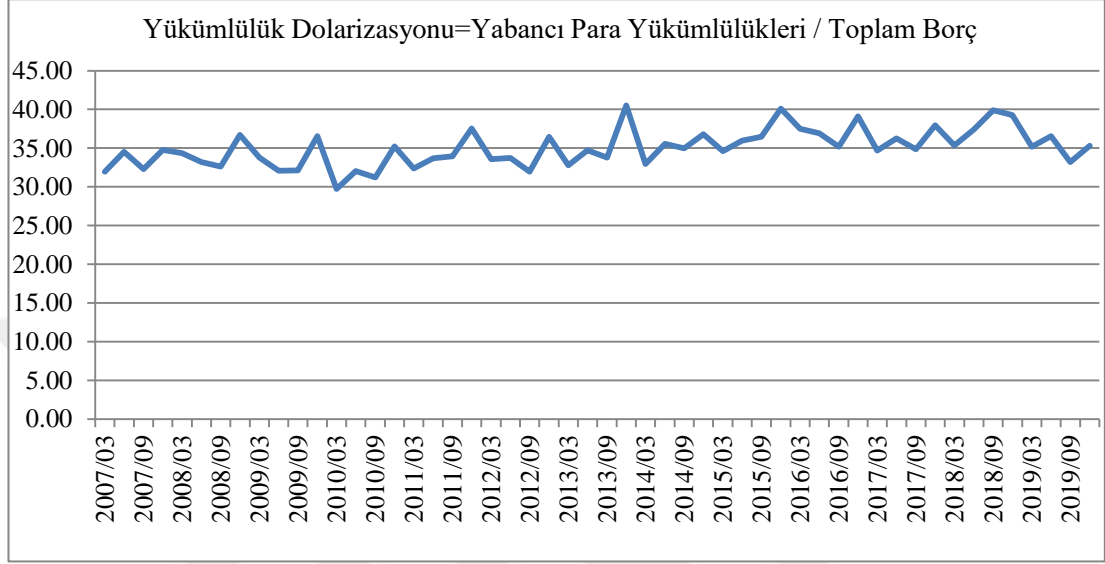
$$\text{Birleşik dolarizasyon endeksi} = \frac{\text{DTH}}{\text{M2}} + \frac{\text{Dış borç stoku}}{\text{GSMH}} + \frac{\text{YP cinsinden borç}}{\text{Toplam borç stoku}}$$

Literatürde görüldüğü üzere tek bir yükümlülük dolarizasyonu hesaplama yöntemi bulunmamaktadır. Hesaplamalarda temel hedefin en geniş tanımlı varlıklar içerisindeki veya yükümlülükler içerisindeki yabancı para oranını açıklayan bir formül tercih edildiği görülmektedir. Bu bağlamda çalışmada işletmelerin en geniş tanımlı yükümlülük dolarizasyon eğilimini ve endeksini hesaplamanın yöntemi olarak aşağıdaki formül seçilmiştir.

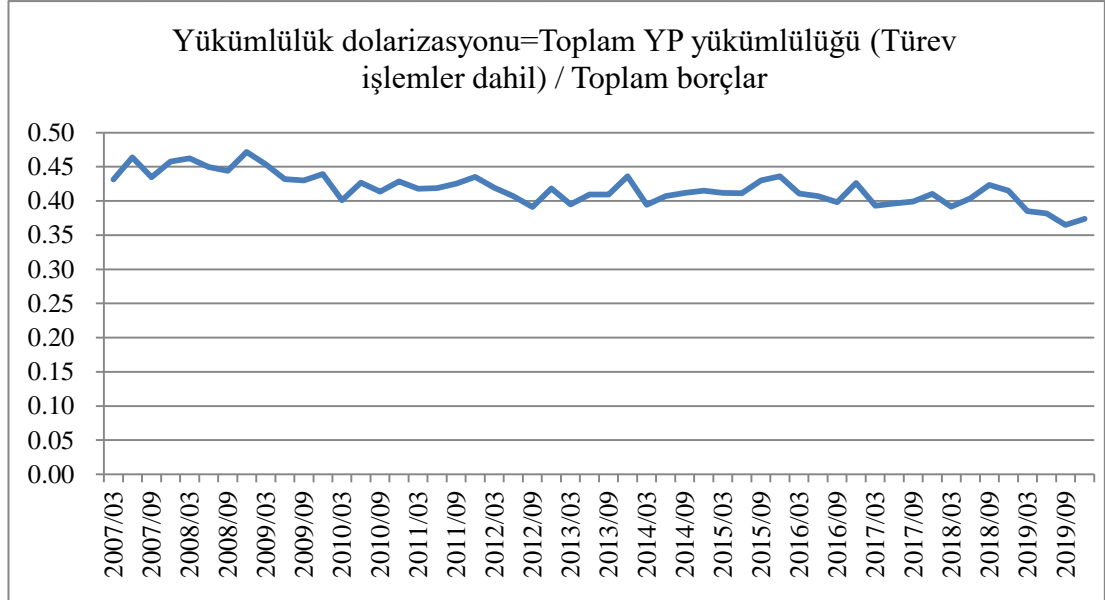
$$\text{Yükümlülük Dolarizasyonu} = \frac{\text{Toplam Yabancı Para Yükümlülüğü (Türev İşlemler Dâhil)}}{\text{Toplam Yükümlülükler}}$$

Bu şekilde formülün işletmelerin toplam borçları içerisinde ne oranda yabancı para yükümlülüğü altına girdiğini en geniş anlamda tanımlayan formül olduğu değerlendirilmektedir. Formül gerek ülke genelinde gerekse sektör bazında yapılan çalışmalarda kullanılan yükümlülük dolarizasyonunu ölçen oranlar ile amaç bakımından yakın benzerlik göstermektedir. İşletmelerdeki varlık ve yükümlülük

dolarizasyonunun boyutunu tam ölçebilmek için türev işlemlerin dâhil edilmesi gerekmektedir. Varlık ve yükümlülük dolarizasyonun daha ayrıntılı analiz edilebilmesi için varlık dolarizasyonunun / yükümlülük dolarizasyonuna oranı ile bilanço altı türev işlemlerin dâhil olduğu döviz net pozisyonunun da incelenmesi gerekmektedir.



Grafik 22. Yükümlülük dolarizasyon oranı (türev işlemler hariç) (2007-2019)



Grafik 23. Yükümlülük dolarizasyon oranı (türev işlemler dâhil) (2007-2019)

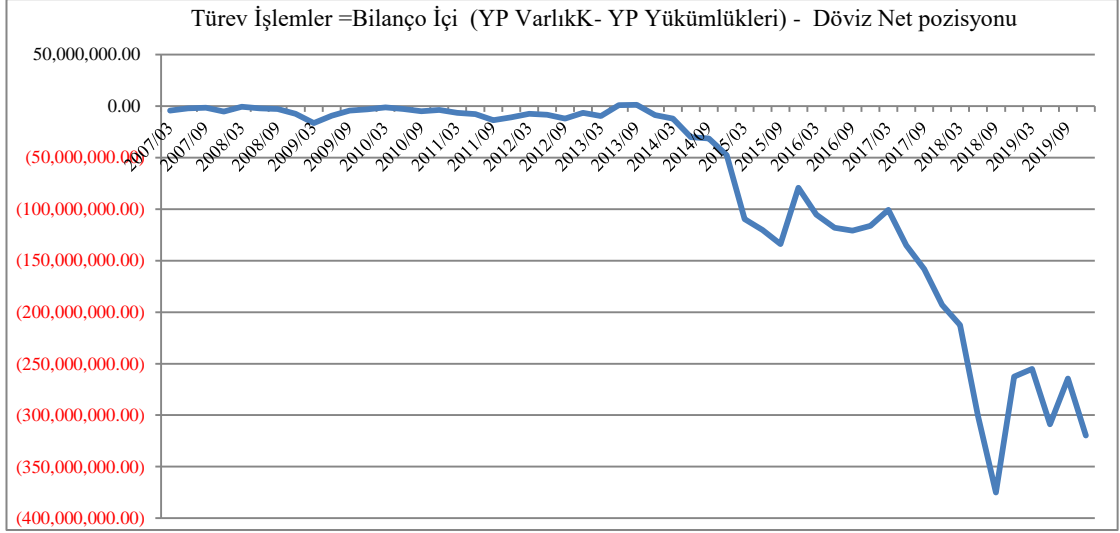
Türkiye genelinde 2007-2019 yılları arası işletmelerin türev işlemler hariç toplam borçları içerisinde yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin oranı incelendiğinde uzun dönemli seyrinin 2013 yılına kadar %35 bandı altında seyretmektedir. 2013 yılından sonra 2015 yılında %40 civarına çıktığı sonrasında ise

tekrardan %35 bandına gerilediği görülmektedir (Grafik 22). Türev işlemler dâhil edildiğinde ise bu oranın %40-45 bant aralığına ve azalış eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 23). Bu sonuç işletmelerin türev işlemler ile yükümlülük dolarizasyon seviyelerini düşürme eğiliminde olduklarını göstermektedir.

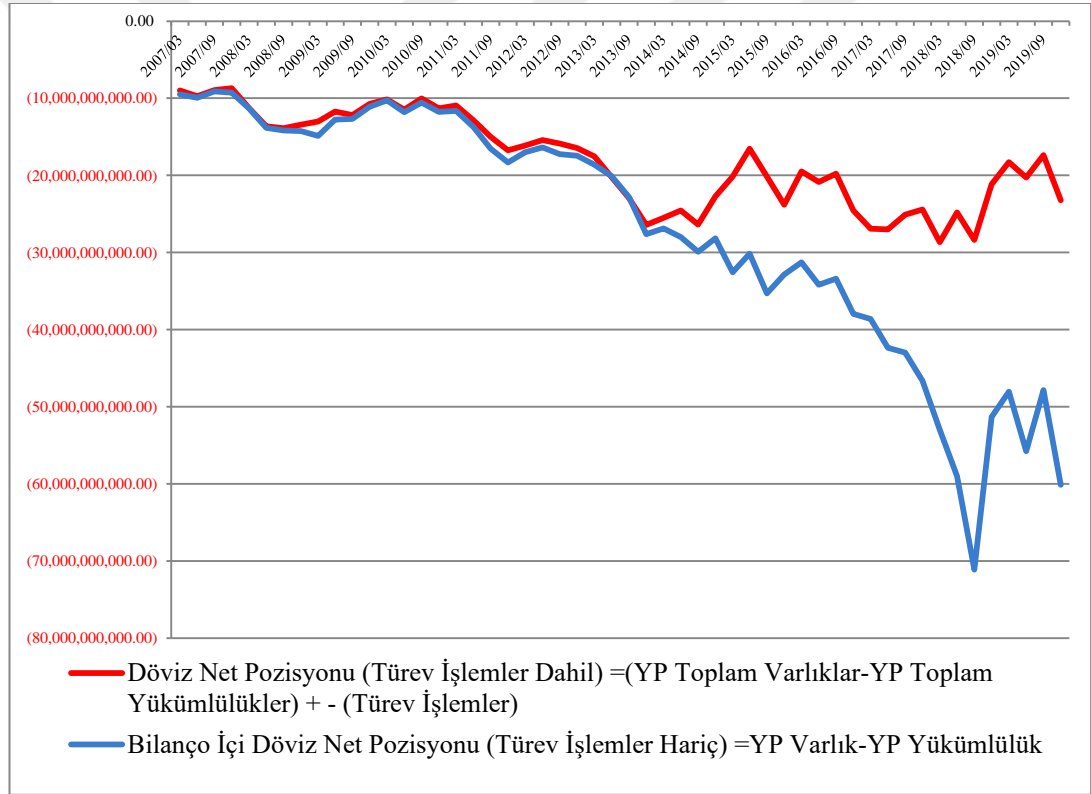
3.3.2.5.1. Döviz Net Pozisyonu ve Türev İşlemler

Döviz net pozisyonu (Döviz Varlıklar-Döviz Yükümlülükleri) arasındaki farka eşittir ve iki çeşittir. Birincisi bilanço içi toplam döviz varlıkları ile toplam döviz yükümlülükleri arasındaki farkı ifade etmektedir. İkincisi ise bilanço altı olarak tabir edilen ve bilançoların dipnotlarında görülen daha çok türev işlemleri de içeren döviz net pozisyonudur. İkisi arasında farkın pozitif olması veya sıfır olması işletmenin döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerini rahat karşıladığını diğer bir ifadeyle finansman politikası açısından kur riski taşımadığını ifade etmektedir. Negatif olması işletmenin döviz yükümlülüğünün döviz varlıkları tarafından karşılanmadığını döviz açığı bulunduğunu göstermektedir. Özellikle parası uluslararası rezerv para olmayan ve ilk günah sorunu yaşayan yüksek enflasyonlu ve aşırı oynak kur hareketlerinin olduğu ülkelerdeki işletmeler açısından döviz açığı bulunan işletmeler ciddi kur riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Daha önce dolarizasyon başlığı altında tartışıldığı üzere açığın büyüklüğü kur riskinin bilançolar ve finansman politikaları üzerinde yaratacağı etkiyi artırmaktadır. Döviz net pozisyonunun pozitif olması işletmenin rahatlıkla döviz cinsinden yükümlülüklerini kur riskine maruz kalmadan ödeyebileceğini ifade etmektedir. Ancak elde atıl yabancı para bulundurmanın maliyetini hesap etmeleri gerekmektedir.

Bu çerçevede finansman politikaları açısından döviz açık pozisyonu bulunan işletmeler kur riskini minimize etmek için öz sermayelerini, karlarını veya ulusal paraları cinsinden borçlanarak döviz pozisyonunu pozitive çevirme eğilimde olmaları beklenmelidir. Döviz net pozisyonu pozitif olan işletmelerde ise pozitifin büyüklüğü oranında uygun maliyetle buldukları takdirde yabancı para birimi cinsinden borçlanma eğiliminde olacaklardır. Başka bir alternatif ise türev işlemler ile açık pozisyonlarını dengeleme yöntemini tercih etmektedirler (Grafik 24).



Grafik 24. Türev işlemler (2007-2019)



Grafik 25. Döviz net pozisyonu (türev işlemler dâhil + hariç) (2007-2019)

BİST imalat sanayi sektörü işletmelerinin 2007-2019 dönemi gerçekleştirdikleri türev işlemler incelendiğinde 2013 öncesi türev işlem kullanımı çok sınırlı iken 2013 sonrası türev işlemlerin tutar olarak kullanımında büyük bir artış dikkat çekmektedir (Grafik 24). Döviz net pozisyonlarının büyük bir kısmını 2013 yılından itibaren türev işlemler ile dengelemektedirler (Grafik 25). Bunun nedeni Türkiye’de finansal piyasalarda yapılan işlemlerin gelişmesi, derinleşmesi ve

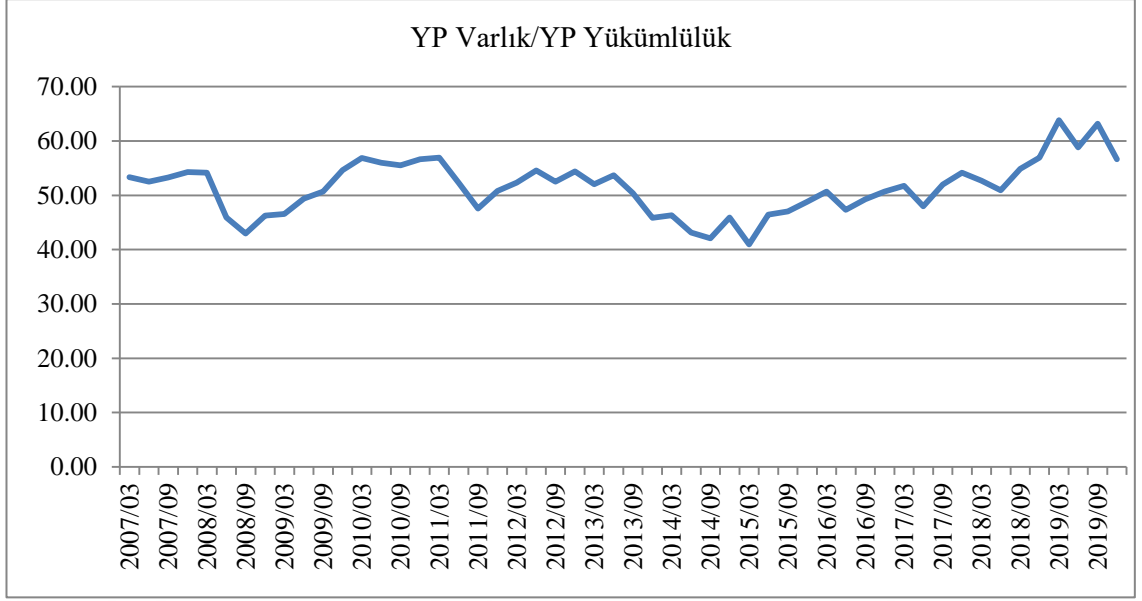
işletmelerin bu konudaki bilgi, tecrübe ve yeteneklerinin artışına bağlanabilir. Çünkü işletmelerin 2013 yılından itibaren türev işlemler ile ilgili süreçleri finansal politikalarına uyarlama konusunda gerekli insan kaynağı, bilgi ve donanıma sahip olmadan gerçekleştirilmeleri zor görünmektedir.

3.3.2.5.2. *Yabancı Para Varlıkları / Yabancı Para Yükümlülüklerine Oranı*

Finansman politikası olarak ilk günah problemi yaşayan ülkeler ve işletmeler yabancı para cinsinden borçlanmak zorunda kalmaktadır. Bu durumun doğal sonucu olarak işletmelerin yükümlülük dolarizasyon seviyesini artırmaktadır. Bu tür ülkelerde işletmeler aşırı enflasyon ve kurlardaki oynaklık, devalüasyon riski sonucu ortaya çıkan kur riski ile bilanço yapıları kırılgan hale gelmektedir.

Kırılganlığa önlem olarak iki yöntem uygulanmaktadır. Birincisi bilanço aktif kısmında yabancı para cinsinden varlık miktarını yükümlülükler seviyesine çekmek, ikincisi türev işlemler (ikili swap anlaşmaları) ile kur riskini minimize etmektir. Birinci yöntemde işletmenin bununla bağlantılı olarak da dünya ekonomisi içerisinde ülkenin varlık dolarizasyon endeksi artmaktadır.

Literatürde tartışıldığı üzere varlık dolarizasyonu belirli bir aşamadan sonra piyasada para ikamesine dönüşmekte ülkede tüm iktisadi değişimler yabancı para cinsinden değerlendirilip fiyatlanmaktadır. Yabancı para cinsinden varlıklarını artırmak isteyen işletmeler, karlarını duran varlıklarını finanse etmek, hissedarlarına dağıtmak veya mevcut duran varlıklarını yenilemek yerine yabancı para cinsinden likit varlıklara yatırmak zorunda kalabilmektedir. Karları yeterli gelmediği takdirde ulusal para cinsinden borçlanarak yabancı para cinsinden varlığa çevirmeyi tercih etmektedirler. Her iki durumda yabancı para varlıklarının/ yabancı para yükümlülüklerine oranı 1:1 altında olması firmanın açık pozisyonu bulunduğunu "0" a yaklaşması firmanın ihracat yapmaması durumunda aşırı döviz kuru riski ile karşı karşıya kaldığını, ihracat yapması durumunda ise bu riskin biraz azalacağına işaret eder.



Grafik 26. Yabancı para varlıklar/yabancı para yükümlülükler (türev işlemler dâhil)
(2007-2019)

Türkiye’de BİST imalat sektörü işletmelerine ait 2002-2019 yılları arası yabancı para varlık/ yabancı para yükümlülük oranı genel seyri incelendiğinde yabancı para varlıklarının yabancı para yükümlülüklerinin ortalama olarak yaklaşık %50’sini karşılamaktadır. Ancak 2015 yılından sonra yabancı para birimi cinsinden varlık biriktirmenin artarak devam ettiği 2019 yılında yabancı para yükümlülüklerinin %60’ından daha fazla yabancı para birimi cinsinden varlık biriktirilme eğilimine yöneldiği görülmektedir (Grafik 26). Bu sonuç ülkedeki dolarizasyonun sebeplerinden dalgalanma korkusu, güvensizlik, kur riski gibi faktörlerin artış eğiliminde olduğunu işaret edebilir. Diğer bir sebebi ise 2013 sonrası giderek yaygınlaşan türev araçları kullanma imkân ve yeteneğinin gelişmesi ile işletmelerin yükümlülüklerini türev işlemler ile dengelenmeye çalışılması olarak görülebilir (Grafik 25).

3.3.2.6. Piyasa Değeri

Özellikle halka açık ve borsada işlem gören işletmelerin iki değeri bulunmaktadır. Birincisi bilançosunda toplam aktiflerden toplam borçların çıkartılması ile elde edilen ve işletmenin özsermayesine eşit olan “defter değeri” diğer ismiyle bilanço (muhasabe) değeridir. İkincisi ise borsada işlem gören hisselerinin, etkin piyasa koşullarında oluşan borsa değerinin hisse adedi ile çarpımı ile elde edilen piyasa değeridir.

Defter Değeri = Toplam Aktifler- Toplam Borçlar = Özsermaye (muhasabe kaydına göre oluşur)

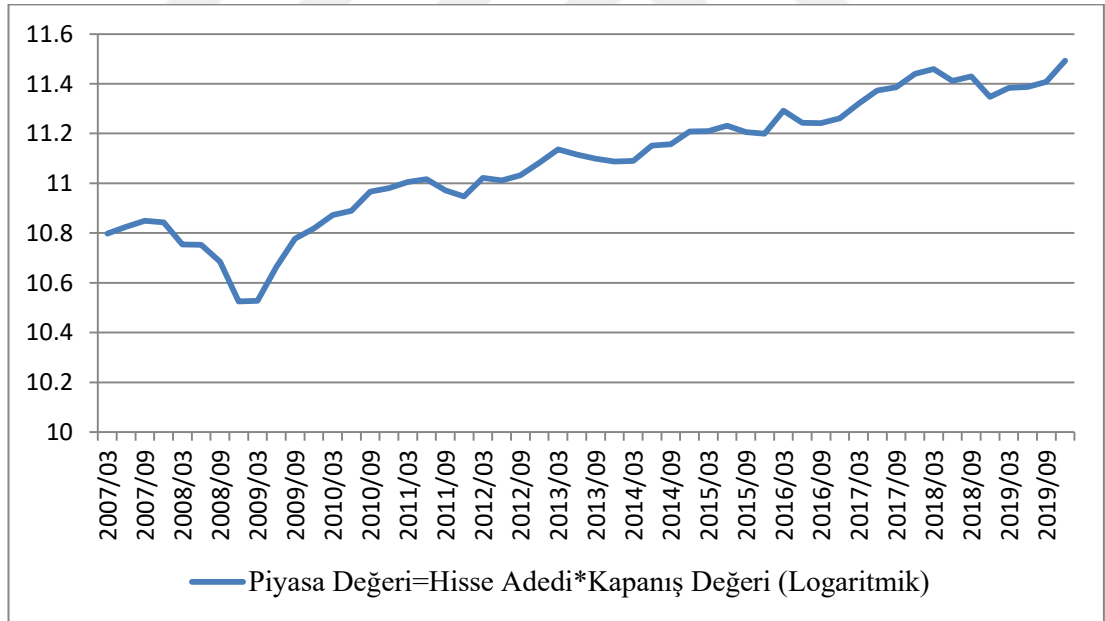
Piyasa Değeri = Hisse değeri x Toplam Hisse Adedi (Piyasa arz talebine göre oluşur)

Son yıllarda işletmelerin büyük çoğunluğu finansman politika tercihlerinde ve işletmenin sağladığı kaynakların varlıklar kısmında ne şekilde ve hangi oranda dağıtılacağına belirlenmesinde işletme kârlılığına odaklanmaktan ziyade işletme değeri maksimizasyonuna odaklanılmaya başlanmıştır (Karadeniz, Kaplan ve Günay, 2016, s.42). İşletmenin piyasa değerini belirleyen unsur hisse fiyatıdır. İşletmenin değerini maksimize edebilmesi için hisse değerini artırması, bunun içinde piyasada işletmenin hisselerine olan talebin uyarılması gerekmektedir. Hissedarlar vergi yönünden sermaye kazancı ile kâr payı kazancı arasındaki hem tutar hem de zamansal olarak ortaya çıkan fark nedeniyle karlarını işletmede alıkonarak karşılığında hisse almayı talep etmeleri hisselerine olan talebi uyarılmaktadır. Bu bağlamda işletmede alıkonulan karlar, işletmeyi özkaynaklar yönünden güçlü kılmakta, faaliyet riskini azaltmakta, borç verenler açısından ise kredibilitelerini artırarak daha rahat borçlanmasını sağlamaktadır (Canbaş ve Vural, 2016, s.316). Uyarılan talep ile bir taraftan işletmenin piyasa değeri maksimize edilmiş, hissedarlar vergi avantajından yararlanmış olmaktadır.

Defter değeri ile piyasa değeri arasındaki fark işletmenin yatırımcılar tarafından nasıl değerlendirildiğini de göstermektedir. Bu oranın 1:1 olması yatırımcı tarafından piyasa değerinin işletme özsermaye değerine eşit görüldüğü anlamına gelmektedir. 1:1 altına düşmesi yatırımcının piyasa değerini işletmenin özsermayesinin altında gördüğü anlamına gelmektedir. Bunun sebebi işletme yönetiminden kaynaklanan yönetsel sorunlar olabileceği gibi işletmenin finansal yapısı, yaptığı yatırımlardaki kârlılık oranlarındaki düşüklük gibi birçok sebebi olabilir. Bir başka nedeni yatırımcı bilgi asimetrisi nedeniyle işletmenin gerçek değerini tam olarak değerlendirememiş olabilir veya maddi olmayan duran varlıklarının (şerefiye, marka, patent) değeri bilançoda düşük gösterilmiş olabilir. Bu nedenlerle işletme piyasada düşük değerlendirilebilmektedir. Literatürde de düşük PD/DD oranı 1'in altındaki işletmelerin piyasa tarafından düşük değerlendirildiği gerekçesiyle düşük değerden alınan hisselerin yatırımcısına gelecekte işletme gerçek değerini bulduğunda yüksek getiri sağlayacağı kabul görmektedir. Konu ile ilişkili

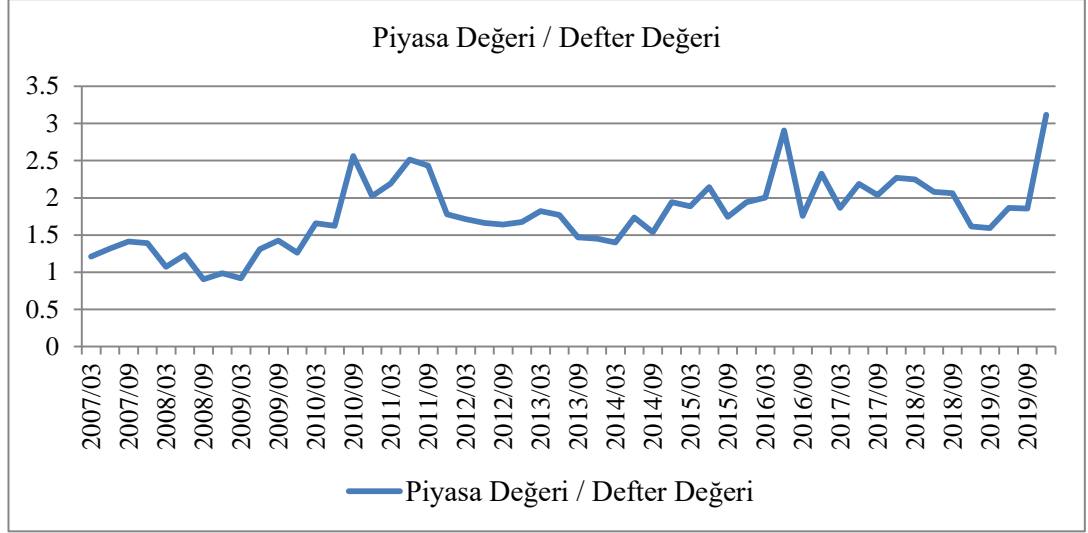
olarak ilk kez ABD Borsaları üzerinde Banz (1981) ve Reinganum (1982) tarafından yapılan çalışmada piyasa tarafından düşük değerlendirilen işletmelerin hisse senetlerinin getirisinin yüksek değerlendirilenlere göre daha fazla getiri sağladığını tespit etmişlerdir. Bu durumu “firma büyüklüğü anomalisi”¹² kavramı ile açıklamışlardır.

Piyasa değerini belirleyen en önemli unsur, son yıllarda bazı işletmelerin geliştirdikleri yenilikçi ürünler, inovasyon, AR-GE faaliyetleri, yoğun teknoloji kullanımı, entelektüel sermayelerini, sosyal sermayelerini geliştirmeleridir. Bunu sonucu işletmelerin piyasa değerine yansımış ve marka ve şerefiye değerleri artmış, piyasa değeri ile defter değeri (muhasabe değeri) arasındaki makas açılmıştır. 1990 öncesi ortalama bu oran 1:1,5 iken yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı aradaki farkın açıldığına işaret edilmektedir (Sullivan, 2000). Teorik açıdan yukarıda belirtilen sebeplerden dolayı piyasa değeri artan işletmelerin finansman politikası olarak özsermaye ile finansman yöntemini tercih etmeleri beklenmektedir.



Grafik 27. Piyasa değeri oranı (2007-2019)

¹² **Firma büyüklüğü anomalisi:** Anomalinin öngördüğü yatırım stratejisine göre piyasa değeri küçük olan firmalara yatırım yaparak, piyasa değeri yüksek olan firmalara yatırım yapmaktan daha çok anormal getiri sağlanabilecektir.



Grafik 28. Piyasa değeri / defter değeri oranı (2007-2019)

İmalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin piyasa değeri ile birlikte Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranı genel ortalaması incelendiğinde piyasa değeri değişiminde ise; 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren aşağı yönlü bir kırılma yaşanmış, 2009 ikinci çeyreğinde dip yaparak toparlanmaya geçmiş ve eski seviyesine dönmüştür. Bu veri 2008 krizinin öncü göstergelerinin borsaya yaklaşık bir yıl önceden yansımaya başladığını göstermektedir (Grafik 27). 2008-2009 yıllarında yatırımcılar imalat sanayi işletmelerinin hisse fiyatlarını (piyasa fiyatı) defter değerinin altında değerlendirilmiştir. 2010, 2011, 2016, 2019 yılı son çeyreği döneminde ise defter değerine göre piyasa değerini 2,5 kat daha fazla değerlendirmiştir. 2016/03 ve 2019/09 dönemi hariç diğer yıllarda 1,5-2,5 bant aralığında seyrettiği görülmektedir (Grafik 28).

3.3.2.7. Faaliyette Bulunulan Sektör

Her sektörün kullanacağı kaynağın cinsi ve vadesi elde ettiği kaynakları kullanacakları diğer bir ifadeyle yatırım yapacakları alanlar sektöre göre farklılaşmaktadır. Çünkü her sektörün elde ettiği kaynağın maliyeti teşvik uygulamaları vergi avantajları, amortisman gibi nedenlerle değişmektedir. Bankacılık sektöründe finansman yönünden duran varlıklar yatırım için kaynak ihtiyacı çok düşük seviyede ve son başvuru mercii olan MB kaynaklarını kullanabilme hakkına bulunmaktadır. İmalat sanayinde ise duran varlıklarının finansmanı için gerekli kaynak ihtiyacı yüksek ve MB kaynaklarını kullanma imkânına sahip değildir. İmalat sanayi sektöründe bankacılık sektörüne göre duran varlıklara yatırım çok daha fazla

ve uzun vadeli borçlanma söz konusu iken ticari işletmelerde ise dönen varlıkların yoğunluğu nedeniyle daha çok kısa vadeli borçlanma ihtiyacı yüksektir. Görüldüğü üzere her sektörde finansman politikaları işletmenin içerisinde bulunduğu sektörün özelliğine, hissedarların kâr beklentilerine ve işletme yönetiminin risk ve maliyet algısına göre değişebilmektedir (Kaya, Tunç ve Topçuoğlu, 2018). Ancak finansman politikası dâhil tüm politikaların temel amacı işletme değerini maksimize etmektir. İşletme değerini maksimize eden optimum sermaye yapısı ise literatürde tartışmalı bir konudur ve her sektörün ve işletmenin kendi iç dinamiklerine göre farklılık göstermektedir (Yılğör, 2012, s.322).

İşletme bilançoları mali tablolar veya finansal raporlar değerlendirilirken mümkünse öncelikle sektörel ölçekte sınıflandırma ve değerlendirme yapılması mali analizin temel bir kuralıdır. Çünkü her sektörün finansman politikası, aktif yapısı, pasif yapısı, öz kaynak yapısı, kârlılık oranları, satış hacimleri, işletme sermayesi ihtiyacı, sektörün özelliklerine göre değişmekte dünya ekonomisi, bölgesel ve ülke ekonomisinden kaynaklı etkenlerden dolayı farklılaşmaktadır. Bu nedenle tezin sınırlılıkları belirlenirken öncelikle çalışmanın hangi sektörde yapılacağı kararlaştırılmıştır. Daha sonrasında sektöre ait veriler toplanmıştır. Üzerinde çalışılacak sektör olarak BİST'e işlem gören imalat sanayi sektörü seçilmiştir. İmalat sanayi kendi içerisinde 9 alt sektörden oluşmaktadır. Tezin temel argümanı varlık ve yükümlülük dolarizasyon eğiliminin 9 alt sektörü farklı şekilde etkilediği yönündedir. Bu etkinin yönü ve derecesi ancak yapılacak ayrıntılı bir analiz ile belirlenebilecektir. Tez bu kapsamda bu farklılığı ortaya koymayı amaçlamaktadır.

3.4. Araştırmanın Yönteminin Açıklanması

3.4.1. Araştırmanın Evren ve Örneklemi

Araştırmanın evrenini BİST imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmeler oluşturmaktadır. İmalat sanayi sektörü BİST ve KAP resmi internet sitesinde yapılan ayrıma göre 9 alt sektörden oluşmakta ve toplam 175 işletme kayıtlı bulunmaktadır (Kamuyu Aydınlatma Platformu, 2019). 175 işletmeden 62 adedi yukarıda çalışmanın kapsamı ve sınırlılıkları başlığı altında tespit edilen (2007-2019) yılları arası çeyrek dönemleri kapsayan düzenli verilere ulaşılamaması, bazılarının 2007 yılı sonrasında kurulmuş olması ve borsada işlem görmeye başlaması nedeniyle çalışma kapsamından çıkartılmıştır. Çalışmaya geriye kalan 113 işletme ile devam

edilmiştir. Bu bağlamda çalışmanın örneklemini düzenli verilerine ulaşılan ve belirtilen döneme ait şartları sağlayan 113 işletme oluşturmaktadır. Seçilen n=113 işletme bilimsel araştırma yöntemlerine göre evrende N=160 işletmeyi temsil etmektedir (Arıkan, 2017, s.134). Bu şartlar altında seçilen örneklem bilimsel ölçülerde evreni temsil etme gücü yeterli seviyededir.

3.4.2. Değişkenlere Ait Verilerin Toplanması ve Yöntemi

Dolarizasyon eğilimi işletmeler seviyesinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonu şeklinde ortaya çıkmakta ve bilançolarına yansımaktadır. Bu iki dolarizasyon türünün tek başlarına bağımlı değişken finansman politikalarında gerçekleşen değişimleri açıklama gücü oldukça zayıftır. Çünkü daha önce finansman politikaları başlığı altında tartışıldığı üzere işletmelerin bilançolarını işletme içi ve işletme dışına bağlı birçok faktör etkilemektedir.

Bu çerçevede finansman politikaları bağımlı değişkenleri üzerine kurulan ekonometrik modelin açıklama gücünü artırmak için literatürden yararlanarak yukarıda açıklanan 7 adet bağımsız değişken tespit edilerek modele dâhil edilmiştir. Söz konusu 113 işletmeye ait bağımlı ve bağımsız değişkenlerin hesaplanmasına yönelik ham veriler belirlenen dönemleri kapsayacak şekilde aşağıda Tablo 2’de belirtilen kurum kuruluşlardan toplanmış ve karşısında gösterilen formüllere göre hesaplanmıştır.

Tablo 2. Değişkenler ve veri kaynakları

Sıra No.	Bağımsız Değişkenler	Veri kaynağı	Hesaplama Yöntemi	SİMGE
1	Varlık dolarizasyonun	FİNNET	Yabancı Para Varlıkları (Türev İşlemler Dâhil) / Dönen Varlıklar	VARDOL
2	Yükümlülük dolarizasyonun	FİNNET	Yabancı Para Yükümlülükleri (Türev İşlemler Dâhil)/Toplam Borç	YÜKDOL
3	Aktif Kârlılık	FİNNET	Net Kâr/ Aktif Toplam	ROA
4	Özsermaye Kârlılığı	FİNNET	Net Kâr / Özsermaye	ROE
5	Firma Yaşı	KAP	KAP 'ta yazan tescil tarihleri esas alınmıştır. Bulunmayanların firma resmi internet sitesindeki bilgiler dikkate alınmıştır	FY
6	Firma Büyüklüğü	FİNNET	Toplam Aktifler	FTAB
7	Firma Piyasa Değeri		Hisse adedi x Ortalama hisse değeri	FPD
8	Faaliyet Bulunduğu Sektör	BİST	BİST verileri esas alınmıştır	SEK

	Bağımlı Değişken Finansman Politikaları			
1	Finansman politikası 1	FİNNET	Toplam Borç / Özsermaye Oranı (Borçlanama Katsayısı)	TB/ÖS
2	Finansman politikası 2	FİNNET	Borç / Aktifler Oranı (Finansal Kaldıraç)	TB/TA
3	Finansman politikası 3	FİNNET	Özsermaye / Toplam Aktif Oranı (Özsermaye Çarpanı)	ÖS/TA
4	Finansman politikası 4	FİNNET	Devamlı Sermaye / Duran varlıklar Oranı (Yatırım Oranı)	DS/DV
5	Finansman politikası 5	FİNNET	Uzun vadeli Borç / Toplam Pasif Oranı	UVB/TP
6	Finansman politikası 6	FİNNET	Kısa Vadeli Borç / Toplam Pasif Oranı	KVB/TP
7	Finansman politikası 7	FİNNET	Finansal Borç /Toplam Pasif Oranı	FB/TP

3.4.3. Araştırmanın Hipotezleri

Tezin temel hedefi çerçevesinde işletme seviyesinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonun, işletmelerin finansman politikaları üzerine olan etkisini açıklayabilmek üzere oluşturulan hipotezler ve dolarizasyonun finansman politikası üzerinde beklenen etkileri Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 3. Araştırmanın hipotezleri (Beklenen etki)

Hipotezler		Temel Hipotez: Varlık ve yükümlülük dolarizasyonu işletme finansman politikalarını etkilemektedir.						
Bağımsız Değişkenler		Bağımlı Değişkenler						
		TB/ÖS	DS/DV	TB/TA	KVB/TP	UVB/TP	ÖS/TA	FB/TP
H ₁	FTAB	+	-	+	+	+	-	+
H ₂	FPD	-	+	-	-	-	+	-
H ₃	YÜKDOL	-	+	-	+	-	+	-
H ₄	VARDOL	-	+	-	-	-	+	-
H ₅	FY	+	+	+	-	+	-	+
H ₆	ROE	-	+	-	-	+	+	+
H ₇	ROA	-	+	-	-	-	+	-
H ₈	SEK	Varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun finansman politikaları üzerindeki etkisi imalat sanayi alt sektörlerinde farklılaşmaktadır.						

3.4.4. Verilerin Analiz Yöntemi

Tezin kapsamının 2007-2019 arası seçilmesi nedeniyle verilerinin zaman boyutunun olması, her zaman dilimi ile ilgili 113 firmaya ait ayrı ayrı bağımlı ve bağımsız değişkenleri içeren yatay kesit verilerine sahip olması nedeniyle, analiz yöntemi olarak panel veri analiz yöntemlerinin kullanılması gerekmektedir. Ekonometrik panel veri analizi sağladığı avantajlar nedeniyle başta iktisadi ve ekonomik verilerin analizi olmak üzere birçok bilim dalında yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak çalışmada hangi çeşit panel veri modelinin kullanılacağı ve seçimi teorik çerçeve, yapılacak testler, verilerin çeşidi, uzunluğu kısıtlılığı ve dağılımına göre aşağıda tartışılarak şekillendirilecektir.

3.4.4.1. Panel Veri Analiz Yöntemi

İçerisinde yatay kesit ve zaman serisi barındıran araştırmaların analizi panel veri modelleri ile analiz edilebilmektedir. Panel veri modellerinde, yatay kesit değişkenleri arası verilerdeki değişimlerin yanı sıra, bu değişkenlerin zamansal değişiminin analizini ve yapısal değişiklerin analizini mümkün kılmaktadır. Panel veri bu yüzden literatürde de “karma veriler” “havuzlanmış veriler” şeklinde de isimlendirilmektedir (Tarı, Koç ve Abasız, 2019, s.491). Ekonometrik araştırmalarda veriler genellikle belirli bir noktadan başlayıp ve belirli bir noktada son bulan zaman serilerinden veya belirli bir zaman noktasındaki değişik ülke veya başka birimlere ait verileri dikkate alan yatay kesit verilerinden oluşmaktadır. Sadece zaman serisinden oluşan verilerin ekonometrik analizinde zaman serisi modelleri ve analiz teknikleri kullanılmaktadır.

Tezin inceleme konusu içerisinde birden fazla bağımsız değişkenin zaman boyutu içerisindeki değişimlerinin, bağımlı değişken finansman politikası üzerine etkisinin analiz edilmesinin amaçlanmış olması en uygun ekonometrik yöntem olarak panel veri yönteminin seçilmesini gerekli kılmıştır. Panel verilerde seçilen yatay kesit değişkenlerinin sayısı (N), seçilen zaman aralığı sayısından (T), büyükse ($N>T$) kısa panel veri olarak, tersi ise ($N<T$) uzun panel veri şeklinde isimlendirilir. Tezin zaman boyutu $T=52$ yatay kesit adedi $N=113$ dür. Bu çerçevede $113>52$ olduğundan mevcut zaman serisi ve yatay kesit verileri kısa panel veri serisini oluşturmaktadır. Yatay kesit verileri sayısı söz konusu zaman içerisinde aynı sayıda gözlem değeri elde edilmiş ise dengeli panel veri eğer yatay kesit içerisinde aynı gözlem sayısı elde

edilememiş ise dengesiz panel veri olarak sınıflandırılır. Veri seti yukarıda belirtilen tanımla karşılaştırıldığında işletmelerin söz konusu dönemlere ait verilerinde eksikler bulunmaması nedeniyle “dengeli panel veri” olarak değerlendirilmiştir.

Genel bir panel veri modeline ilişkin matematiksel eşitlik aşağıdaki (1) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \alpha_i + \alpha_t + U_{it} \quad i=1, \dots, N, t=1, \dots, T \quad (1)$$

Bu eşitlikte,

Y = bağımlı değişken

X = bağımsız değişken,

β = regresyon katsayısı, (parametresi)

α_i = gözlenemeyen birime özgü etki,

β_0 = sabit terim, kesişme noktası katsayısı

α_t = gözlenemeyen zamana özgü etkileri,

U_{it} = açıklanamayan değişim, hata terimi,

t = zaman boyutunu (gün, ay, yıl) ifade etmektedir.

Bu aşamadan sonra oluşturulacak panel veri modellerinin çeşidine karar verilmesi gerekmektedir. Literatürde panel veri modelleri temelde statik veya dinamik panel veri modelleri olarak iki kısma ayrılmaktadır. Hangi modelin tercih edileceği ve uygun olduğu kararının, her iki modelin teorik arka planının incelenmesinden sonra verilmesi doğru bir yaklaşımdır.

3.4.4.1.1. Dinamik Panel Veri Modeli

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerden herhangi birisinin gecikmeli değerlerinin modelde yer alması dinamik panel veri modelleri ile açıklanmaktadır ve matematiksel formülasyonu (2) numaralı modelde görüldüğü şekildedir. Modele ait tüm değişkenlerin ve simgelerin anlamı (1) numaralı model açıklamaları ile aynıdır. Sadece dinamik panel veri modeline Y_{it} bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ($Y_{i,t-1}$) eklenmiştir. $Y_{i,t-1}$ = i biriminin t zamanındaki Y bağımsız değişkenin gecikmeli değerini ifade etmektedir (Hsiao, 2003, s.69).

$$Y_{it} = Y_{i,t-1} + \beta_1 X_{i,t} + \alpha_i + \alpha_t + U_{it} \quad i=1, \dots, N, t=1, \dots, T \quad (2)$$

Dinamik panel veri modelleri kendi içerisinde üç kısma ayrılmaktadır. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin yer aldığı ekonometrik modeller (3) numaralı denklem, bağımsız değişkenin gecikmeli değerinin yer aldığı ekonometrik modeller (4) ve her ikisinin birlikte yer aldığı ekonometrik modellerdir (5) numaralı denklem. Genellikle zaman serisi verileri analizlerinde gecikmeli değerlerin içerisinde olduğu modellerin kullanımı daha yaygındır. Sadece yatay kesit verilerinden oluşan ekonometrik modellerde zaman boyutu olmadığından kullanılmamaktadır.

Otoregresif modeller:

$$Y_{i,t} = Y_{i,t-1} + \beta_1 X_{i,t} + a_i + at + U_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t= 1, \dots, T \quad (3)$$

Dağıtılmış gecikmeli modeller

$$Y_{i,t} = X_{i,t-1} + \beta_1 X_{i,t} + a_i + at + U_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t= 1, \dots, T \quad (4)$$

Otoregresif dağıtılmış gecikmeli modeller

$$Y_{i,t} = Y_{i,t-1} + X_{i,t-1} + \beta_1 X_{i,t} + a_i + at + U_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t= 1, \dots, T \quad (5)$$

3.4.4.1.2. Statik Panel Veri Modeli

Ekonomik ve iktisadi faaliyetler zaman içerisinde cereyan etmekte ve ürettiği veriler de zamana göre değişimleri yansıtmaktadır. Tüm ekonomik olaylar tek başına bir sonuç olarak ortaya çıkmamaktadır. Mutlaka diğer başka ekonomik, siyasi, sosyal olayların etkilerine göre değişim göstermektedir. Bu durum bazı bağımsız değişkenlerin diğer bir bağımlı değişkeni aynı zaman dilimi içerisinde etkilemediği anlamını taşımaktadır. Diğer bir ifadeyle bazı bağımlı değişkenlerin bağımsız değişken üzerindeki etkisi gecikmeli olarak yansıtmakta veya bağımsız değişken bağımlı değişkendeki değişimlere gecikmeli olarak tepki vermektedir.

Ekonomi iklimi içerisinde cereyan eden olaylarda bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin dikkate alınmadığı modeller statik panel veri modeli olarak adlandırılmaktadır (Er, 2009, s.53). Statik panel veri modellerinde sabit etkiler modeli ve rastsal etkiler modeli olmak üzere kullanılan iki tür model bulunmaktadır. Aşağıdaki modelde görüldüğü üzere statik panel veri modelleri gecikmeli değerleri içermemekte ve matematiksel olarak tanımlanması (6) no.lu denklemde gösterilmektedir (Tatoğlu, 2016, s.37). Statik panel veri modeline ait değişkenlerin matematiksel anlamları model (1) ile aynıdır.

$$Y_{it} = \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + a_i + at + U_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t= 1, \dots, T \quad (6)$$

Bu model çerçevesinde tezin verileri ve değişkenleri yukarıda belirtilen tanımlar ve ekonometrik model kurma mantığı açısından incelendiğinde bağımlı ve bağımsız tüm değişkenlerin kendi gecikmeli değerlerinden etkilendiği düşünülebilir. Ancak teorik kısma bakıldığında farklı bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Birincisi işletmelerin ve işletme yönetimlerinin kuruluştan itibaren temel amacı finansal anlam içeren birtakım oranları tutturmak değildir. İkinci husus kullanılan oranlar ana hedefe ulaşmak için verilecek kararlarda sadece finansal yöneticilere yol gösteren araçlardır. Finansal oranlar kesin olarak gerçekleştirilmesi veya dikkate alınması gereken araçlar olması mümkün değildir. Ayrıca finansal kararların alınması yöneticilerin yeteneklerine ve öngörülerine de bağlıdır. Örneğin bir yönetici sadece Toplam Borç/Özsermaye oranını literatürde geçen değerlere yaklaştırmak için karar almaz ve bu amaç gerçekleştirecek bir finansman politikası için çalışmaz. Ancak diğer birçok değişkenin yanında karar verirken göz önünde bulundurulur.

Teorik açıdan işletmelerin asıl hedefinin işletmenin devamlılığını sağlamak, değerini maksimize etmek ve tüm faaliyetlerinde sürdürülebilirliği mümkün kılmak olduğuna göre, hiçbir işletme yönetiminden sadece oranları tutturmaya odaklanarak asıl hedeflerini göz ardı etmesi beklenmemelidir. Bu teorik bakış açısına göre modelde seçilen bağımlı ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinden etkilenmelerinin çok da mümkün olmayacağı anlaşılmaktadır. Bu bağlamda tezin değişkenlerinin ekonometrik model kurma mantığı ve yukarıda belirtilen tanım çerçevesinde kendi gecikmeli değerlerinden etkilendiği düşünülse de teorik açıdan etkilenme ihtimali çok zayıf görünmektedir. Bu nedenle kurulacak ekonometrik modelin statik panel veri modeli olarak seçilmesi daha uygundur.

3.4.5. Modellerin Oluşturulması ve Amacı

Araştırmanın temel varsayımı işletmelerin varlık ve yükümlülük dolarizasyon eğiliminin işletmenin finansman politikaları üzerine etkisini ortaya koymaktır. Bu kapsamda bağımlı değişken finansman politikalarını yukarıda tanımlanan bağımsız değişkenlerin ne şekilde etkilediği, etkinin yönünü (pozitif veya negatif) ve istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını tespit etmek amacıyla oluşturulan statik panel veri modelleri aşağıda gösterilmiştir. Modelde bağımlı değişken olarak seçilen ve finansman politikalarını açıklayan toplam 7 adet oran tespit edilmiştir. Modelde belirtilen bağımsız değişkenlerin 7 temel finansman politikasını ne şekilde etkilediği alt sektörler ile birlikte ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Teorik olarak yukarıda tartışıldığı üzere bağımlı ve bağımsız değişkenlerin aynı zamanda kendisinin bir önceki gecikmeli değerinden etkilenmesi ihtimalinin çok zayıf olması sebebiyle gecikmeli değerler modele dâhil edilmemiştir. Bu kapsamda oluşturulan 7 adet model, amaçları ve bağımsız değişkenlere ait açıklamalar aşağıda sunulmuştur.

Model 1 Finansman politikası 1 (Toplam Borç / Özsermaye oranı)

$$TB/ÖS_{it} = \beta_0 + \beta_1 FTAB_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 VARDOL_{it} + \beta_5 YÜKDOL_{it} + \beta_6 FY_{it} + \beta_7 FPD_{it} + U_{it}$$

Model 2 Finansman politikası 2 (Toplam borç/Toplam Aktif oranı)

$$DS/DV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FTAB_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 VARDOL_{it} + \beta_5 YÜKDOL_{it} + \beta_6 FY_{it} + \beta_7 FPD_{it} + U_{it}$$

Model 3 Finansman politikası 3 (Özsermaye /Toplam Aktifler oranı)

$$TB/TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FTAB_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 VARDOL_{it} + \beta_5 YÜKDOL_{it} + \beta_6 FY_{it} + \beta_7 FPD_{it} + U_{it}$$

Model 4 Finansman politikası 4 (Devamlı sermaye / Duran varlıklar oranı)

$$KVB/TP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FTAB_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 VARDOL_{it} + \beta_5 YÜKDOL_{it} + \beta_6 FY_{it} + \beta_7 FPD_{it} + U_{it}$$

Model 5 Finansman politikası 5 (Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Pasifler)

$$UVB/TP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FTAB_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 VARDOL_{it} + \beta_5 YÜKDOL_{it} + \beta_6 FY_{it} + \beta_7 FPD_{it} + U_{it}$$

Model 6 Finansman politikası 6 (Kısa Süreli Borçlar / Toplam Pasifler)

$$ÖS/TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FTAB_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 VARDOL_{it} + \beta_5 YÜKDOL_{it} + \beta_6 FY_{it} + \beta_7 FPD_{it} + U_{it}$$

Model 7 Finansman politikası 7 (Finansal Borçlar / Toplam Pasifler oranı)

$$FB/TP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FTAB_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 VARDOL_{it} + \beta_5 YÜKDOL_{it} + \beta_6 FY_{it} + \beta_7 FPD_{it} + U_{it}$$

$$i=1, \dots, \dots \quad t=1, \dots, \dots$$

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} X_{it} + \mu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$

$$X_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} X_{it} + \mu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$

$FTAB_{it}$: i işletmesinin t zaman dilimindeki aktif büyüklüğü
FPD	: i işletmesinin t zaman dilimindeki piyasa değeri büyüklüğü
ROE_{it}	: i işletmesinin t zaman dilimindeki öz kaynak kârlılığı
ROA_{it}	: i işletmesinin t zaman dilimindeki aktif kârlılığı
$YÜKDOL_{it}$: i işletmesinin t zaman dilimindeki yükümlülük dolarizasyonu
$VARDOL_{it}$: i işletmesinin t zaman dilimindeki varlık dolarizasyonu
FY_{it}	: i firmasının t zaman dilimindeki yaşı
SEK_i	: i işletmesinin faaliyette bulunduğu alt sektör kodu
B	: Beta sabit katsayı
u_{it}	: i işletmesinin t zamanındaki açıklanamayan değeri
i	: analizde yer alan firmalar.

3.5. Verilerin Analiz Edilmesi ve Yorumlanması

3.5.1. Mevsimsellikten Arındırma

Ekonomi iklimi içerisinde cereyan eden olayları ve işletmelerin faaliyetlerini birçok faktör etkilemektedir. Bunlardan bir tanesi mevsimsellikdir. Birçok işletme üretilen ürünün satışı, pazarlaması, depolanması, tüketici alışkanlıklarının ve tercihlerinin mevsim şartlarına göre değişmesinden dolayı mevsimsellik etkisine maruz kalmaktadır. Mevsimsellik işletmelerin dönemsel olarak üretim miktarını, satış hacmini etkilemektedir. Etkinin sonuçları zincirleme olarak nakit akışında, kârlılıklarda, sabit ve değişken giderlerde dönemsel değişimlere neden olmakta ve işletmelerin finansman ihtiyacına mevsimsel farklılaşmalar olarak yansımaktadır (Yolsal, 2010, s.246).

Farklı işletmeler üzerinde özellikle zaman boyutu bir yıldan uzun ve aylık/çeyrek dönemi kapsayan ekonometrik analizlerde mevsim etkisinin zaman serileri üzerindeki etkisinin giderilmesi gerekmektedir. Bu maksatla araştırmada, 2007-2019 dönemleri arasındaki çeyreklik veriler, Tramo-Seats yöntemi¹³ ile mevsimsel etkiden arındırılmıştır. Söz konusu yöntem veri setinde yer alan negatif değerli gözlemlerin varlığında da kullanılabilir.

¹³ Kullanıcıya otomatik mevsimsel düzeltme yapabileceği olanakları sunan bilgisayar programı

3.5.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 4. Değişkenlerin tanımlayıcı istatistik sonuçları

Tanımlayıcı İstatistikler						
Değişkenler	Gözlem (NxT)	Ortalama	Katı	St. Sapma	En Küçük Değer	En Büyük Değer
TB/OS	5.876	163.069	1.63	876.2435	-17382.8	55486.77
TB/TA	5.876	49.62594	0.49	22.96881	0	342.7
ÖS/TA	5.876	49.12925	0.49	22.69357	-242.71	97.97
DS/DV	5.876	167.5015	1.67	157.5411	-263.98	6115.39
UVB/TP	5.876	13.88454	0.13	12.5193	0	167.89
KVB/TP	5.876	35.59003	0.35	18.95858	0	215.09
FB/TA	5.876	23.56649	0.24	18.06148	0	103.18
FTAB	5.876	8.60623		0.684831	6.87	10.75
FPD	5.876	8.418914		0.728078	6.66	10.59
ROE	5.876	5.142021		29.96443	-877.949	1574
ROA	5.876	2.20376		15.83503	-626.12	56.18464
YÜKDOL	5.876	0.418011		0.276285	0	1.6
VARDOL	5.876	0.266671		0.241138	0	2.53
FY	5.876	40.887		12.78391	0	84

Not: Bazı değişkenlerin negatif değerler de aldığı göze çarpmaktadır. Bu nedenle veri kaybına neden olmaması için değişkenlerin logaritması alınmamıştır.

Tablo 4’de araştırma kapsamında incelenen değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Panel veri setinin dengeli (eksik gözlem bulunmayan) ve kısa panel ($N>T$; $113>52$) özelliği sergilediği görülmektedir. Bu durum panel veri analizinde oldukça önemlidir, çünkü N ve T ’nin birbirine göre olan durumu panel veri analizinde birimler arası korelasyon, parametre/eğim homojenliği, birim kök ve durağanlık testlerini ve aynı zamanda regresyon tahminçilerinin gücünü etkilemektedir.

Tanımlayıcı istatistikler içerisinde firma toplam piyasa değeri (FPD) ile firma toplam aktif (FTAB) büyüklüğünün birbirine yakın olması yatırımcıların borsada işlem gören hisseleri bilanço değerine yakın bir değerde değerlendirdiğini göstermektedir. Özsermaye kârlılığın (ROE) ortalamasının aktif kârlılığın (ROA) ortalamasından yüksek olması ise özsermaye sahiplerinin işletmeye koydukları sermayenin getirisini işletmeye borç verenlerin getirilerinin üzerinde bir getiri politikası izlediklerine işaret etmektedir.

Ayrıca aktif kârlılığın düşük olması imalat sanayi sektöründe kârlılığın üzerinde doğrudan etkisi olan stok yönetimi, işletme sermayesi yönetimi, varlık yönetimi ile aktiflerin kullanımı, üretim pazarlama yönünden sıkıntıları olduğunu diğer bir ifadeyle aktiflerini etkin verimli şekilde kullanamadıklarına işaret etmektedir. Finansman politikası olarakta özsermayenin yaklaşık 1.64 katı borçlanma

tercih edilerek sermaye yapısı teorileri çerçevesinde borçlanmanın vergi avantajı, maliyet avantajı, yönetime katılmama avantajı gibi nedenlerle finansal kaldıraç etkisini kullandıkları görülmektedir. Ayrıca yatırımcılar tarafından imalat sanayi işletmelerinin piyasa değerinin defter değerine yakın değerlendirildiğini görülmektedir. Bu sonuç sermaye piyasaları ile reel sektör arasındaki finansal ilişkinin güçlü olduğunu diğer bir ifadeyle sermaye piyasalarında aşırı balon oluşmadığının işaret etmektedir.

3.5.3. Değişkenler İçin Birimler Arası Korelasyon Testi

Panel verilerin yatay kesit (bireyler, işletmeler, ülkeler) ve zaman serileri boyutu bulunmaktadır. Yatay kesit verileri arasında aynı sektörde faaliyet gösterme, aynı kriz koşullarına maruz kalma veya bireylerin ekonomik olaylar karşısında aynı davranışsal özellikleri sergilemesi sonucu birimler arasında meydana gelen etkileşim otokorelasyon diğer bir isimle yatay kesit bağımlılığı olarak tanımlanmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı bazı durumlarda gözlenemeyen, diğer bir ifadeyle açıklanamayan faktörlerin etkisi sonucunda da ortaya çıkabilmektedir. Birimler arası korelasyon sorunu seriler üzerinde verimlilik kaybına, standart varyans-kovaryans tahmincilerini kullanan geleneksel t testleri ve F testlerinin geçersiz hale gelmesine, hatta tutarsız tahmincilere bile neden olabilmektedir. Bu çerçevede analizin doğru yapılabilmesi için ilk başta birimler arası korelasyon olup olmadığının yapılacak testlerle ortaya konulması önem arz etmektedir (Baltagi, Feng ve Kao, 2012, s.137).

Birimler arası korelasyonun tespit edilememesi durumunda analizin bir sonraki aşamasında birinci nesil, varlığının tespitinde ise ikinci nesil birim kök ve durağanlık testlerinin seçilmesi gerekmektedir (Baltagi, 2008, s.284). Diğer bir anlatımla birimler arası korelasyon testi, seçilecek birim kök ve durağanlık testlerinin seçimini etkilemektedir. Paneldeki birimler arası korelasyonun araştırılmasında Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CD (Cross section Dependence-CD) testi kullanılmıştır.

Bu testin temel argümanı N ve $T \rightarrow \infty$ ise birimler arası korelasyon sorununun olmadığı varsaymaktadır. Eğer panel veride $N > T$ ise CDLM testi etkisiz kalmakta birim sayısı arttıkça sapmalar görülmektedir. Bu sorunu aşmak için Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CD (Cross section Dependence-CD) testi. $N > T$ özellikli panellerde oldukça güçlü bir testtir. H_0 Temel hipotezi birimler arası korelasyonun olmadığı yönündedir. Ayrıca bu test birim kök mevcudiyetinde ve heterojen yapıli panellerde kullanılabilir. Temel ve alternatif hipotezlerinin sırasıyla;

$H_0: \rho_{ij} = 0$ (birimler arası korelasyon yoktur)

$H_1: \rho_{ij} = 0$ (birimler arası korelasyon vardır)

Tablo 5. Değişkenler için birimler arası korelasyon testi sonuçları

Pesaran (2004) CD Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları			
Değişkenler	CD Test İstatistiği	Olasılık	Korelasyon Katsayısı
TB/OS	114.67	0.000	0.200
TB/TA	114.35	0.000	0.199
OS/TA	114.4	0.000	0.199
DS/DV	23.78	0.000	0.041
UV/TP	33.16	0.000	0.058
KV/TP	21.29	0.000	0.041
FB/TA	72.05	0.000	0.126
FTAB	416.83	0.000	0.727
FPD	266.92	0.000	0.465
ROE	24.33	0.000	0.042
ROA	32.71	0.000	0.057
YUKDOL	10.69	0.000	0.019
VARDOL	29.94	0.000	0.052
FY	291.41	0.000	0.508

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 5’de araştırma kapsamında incelenen değişkenlere ilişkin kısa panellerde oldukça güçlü olduğu belirtilen Pesaran (2004) CD testi sonuçları görülmektedir. Test istatistiği değerleri incelendiğinde, on dört değişken için de $H_0: \rho_{ij} = 0$ birimler arası korelasyonun olmadığı yönündeki temel hipotez reddedilmektedir. Bu durumda tüm değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı sorununun var olduğu anlaşılmıştır. Birimler arası korelasyonun tespitinde kullanılan diğer bir test türü ise Pesaran, Ullah ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen sapması düzeltilmiş LM birimler arası korelasyon testidir.

Tablo 6. Sapması düzeltilmiş CD birimler arası korelasyon testi sonuçları

Değişkenler	Sapması Düzeltilmiş CD Test İst.	Olasılık
TB/OS	2111.743	0.000
TB/TA	2019.147	0.000
OS/TA	1998.605	0.000
DS/DV	2070.355	0.000
UV/TP	2302.445	0.000
KV/TP	2020.498	0.000
FB/TA	1972.765	0.000
FTAB	2036.438	0.000
FPD	1979.126	0.000
ROE	2019.608	0.000
ROA	2192.994	0.000
YUKDOL	2185.463	0.000
VARDOL	1960.809	0.000
FY	2177.836	0.000

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Birim Sayısı (N) ve zaman boyutu (T) değerinin ikisinin de büyük olduğu durumlarda oldukça etkili olan bu testin temel hipotezi H_0 birimler arası korelasyonun olmadığı yönündedir. Tablo 6’da birimler arası korelasyonu test etmek amacıyla kullanılan sapması düzeltilmiş CD testinin sonuçları görülmektedir. Birimler arası korelasyonun olmadığını ifade eden temel hipotez, tüm değişkenler için reddedilmektedir. Bu sonuç değişkenler arasında korelasyon sorununun varlığını ortaya koymakta ve Pesaran (2004) CD testinin sonuçlarıyla da tutarlılık göstermektedir. Tablo 5 ve Tablo 6’dan elde edilen sonuçlar, söz konusu değişkenlerin birim kök ve durağanlık analizlerinin tespitinde kullanılacak testlerin, birimler arası korelasyon varsayımı altında çalışan ikinci nesil panel birim kök ve durağanlık testlerinin tercih edilmesini gerekli kılmaktadır.

3.5.4. Birim Kök ve Durağanlık Analizi

Bir paneldeki birçok birim ekonomik olayların doğası gereği birbiri ile yakın etkileşim içerisindedir. Sıklıkla bu nedenden dolayı birimler aralarında korelasyon varlığı ortaya çıkmaktadır. Bu eksikliğin giderilmesine yönelik yapılan çalışmalar ikinci nesil birim kök testlerinin gelişimine katkı sağlamıştır. Bu testlerin temel argümanı ise birimler (kesitler) arasında bir korelasyonun var olduğu yönündedir ve bu varsayım altında çalışmaktadırlar. Genellikle literatürde ikinci nesil birim kök testleri olarak, Bai ve Ng (2004), Taylor ve Sarno (1998) MADF, Breuer vd. (2002) SURADF, Pesaran (2007) CIPS, Hadri ve Kurozumi (2012) KPSS ve Carrion-i-Silvestre vd. (2005) PANKPSS testleri kullanılmaktadır (Pesaran, 2007, s.266).

Yukarıda Pesaran (2004) CD testi sonuçları birimler arası korelasyonun varlığını ortaya koymakta ve ikinci nesil birim kök testlerin kullanılmasını işaret etmektedir. Bu kapsamda serilerin durağanlığının tespitinde, birimler arası korelasyonu faktörler yardımıyla modelleyen Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CIPS panel birim kök testi; Hadri ve Kurozumi (2012) tarafından literatüre sunulan KPSS panel durağanlık testi ve Carrion-i-Silvestre (2005) tarafından geliştirilen ve yapısal kırılmaları dikkate alan LM tabanlı PANKPSS durağanlık testlerinin kullanımı tercih edilmiştir. Bu testlerin temel argümanı birimler (kesitler) arasında bir korelasyonun var olduğu yönündedir ve bu varsayım altında çalışmaktadırlar (Pesaran, 2007, s.266).

Tablo 7. CIPS panel birim kök testi sonuçları

Pesaran CIPS (2007) Panel Birim Kök Testi			
Değişkenler	Sabit Terimli CIPS İst.	Sabit Terimli ve Trendli CIPS İst.	
TB/OS	-2.733*	-3.161*	
TB/TA	-2.662*	-3.024*	
OS/TA	-2.658*	-3.009*	
DS/DV	-2.242*	-2.649*	
UV/TP	-2.774*	-2.968*	
KV/TP	-2.907*	-3.447*	
FB/TA	-2.461*	-2.668*	
FTAB	-2.446*	-2.725*	
FPD	-2.205*	-2.542***	
ROE	-3.062*	-3.480*	
ROA	-3.175*	-3.767*	
YUKDOL	-3.880*	-4.215*	
VARDOL	-3.236*	-3.771*	

Not: i. *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

ii. $N,T=(113,52)$ için sabit terimli kritik değerler 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerinde sırasıyla -2.01, -2.06 ve -2.14'tür.

iii. $N,T=(113,52)$ için sabit terimli ve trendli kritik değerler 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerinde sırasıyla -2.5, -2.54 ve -2.62'dir.

Tablo 7'de, araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin CIPS panel birim kök testi sonuçları görülmektedir. Bu teste ait temel hipotez serilerin birim kök içerdiğini ifade etmektedir. Sabit terimli ve sabit terimli ve trendli istatistikler incelendiğinde söz konusu hipotezin farklı önem seviyelerinde reddedildiği görülmektedir. Bu durumda serilerin birim kök içermediği diğer bir deyişle durağan süreç izlediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 8. Hadri-Kurozumi panel birim kök testi sonuçları

Hadri-Kurozumi (2012) Panel Birim Kök Testi Sonuçları				
Değişkenler	Sabit Terimli (SPC)	Sabit Terimli ve Trendli (SPC)	Sabit Terimli (LA)	Sabit Terimli ve Trendli (LA)
TB/ÖS	1.465	-0.076	15.848*	11.152*
TB/TA	-5.309*	-3.506*	-4.382*	-2.172*
OS/TA	-5.431*	-3.498*	-4.624*	-0.457
DS/DV	0.775	1.355	5.717*	3.607*
UV/TP	-6.469*	-1.517	-5.811*	-1.017
KV/TP	-3.169*	-2.315*	-0.939	-1.209
FB/TA	-	-	-	-
FTAB	-5.400*	-5.298*	-3.705*	0.899
FPD	-5.818*	1.072	-5.375*	4.079*
ROE	0.768	-2.281*	1.199	-2.867*
ROA	3.287*	-0.405	6.210*	-1.145
YUKDOL	-3.715*	-2.831*	-1.003	0.181
VARDOL	-0.946	2.911*	9.746*	13.542*
FY	0.524	2.021*	0.514	-0.247

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 8'de Hadri-Kurozumi panel KPSS testi sonuçları yer almaktadır. Bu test, temel ve alternatif hipotezi açısından farklılaşmaktadır. Temel hipotez serilerin

durağan olduğunu belirtmekte olup alternatif hipotez ise serilerin durağan dışı bir seyir izlediğini ifade etmektedir. Panel KPSS testi genel olarak CIPS testini desteklemek amacıyla kullanılmaktadır. Sonuçlar incelendiğinde; TB/TA, ÖS/TA, FTAB, FPD toplam 4 değişken için temel hipotez reddedilememektedir. Diğer değişkenler için ise hesaplanan istatistiklere göre bir karar verilememektedir. Bu aşamada durağanlığı hakkında tam bilgi edinilemeyen değişkenler için Carrion-i-Silvestre (2005) tarafından geliştirilen PANKPSS yapısal kırılmalı panel durağanlık testine başvurulmuştur.

Geleneksel birim kök testlerinde, seride yapısal bir kırılma olması halinde ilgili serinin durağan dışı olduğuna dair bir sonuca ulaşılabilmektedir. Bu durumla ilgili Lee ve Strazicich (2003), serinin durağanlığını bozan yapının aslında birim kök değil yapısal kırılma/kırılmalar olabileceğini ve zaman serisinin aslında durağan olma ihtimalinin olduğunu belirtmişlerdir. Carrion-i-Silvestre (2005) tarafından geliştirilen Panel Kwiatkowski, Phillips, Shin ve Smith (PANKPSS) panel durağanlık testi serilerin durağanlığını belirten temel hipotez altında, birimler arası korelasyona ve birden fazla yapısal kırılmanın varlığına izin vererek bir test istatistiği geliştirmişlerdir.

Tablo 9. PANKPSS yapısal kırılmalı panel durağanlık testi sonuçları

Carrion-i- Silvestre (2005) Yapısal Kırılmalı Panel Durağanlık Testi		
Değişkenler	Sabit Terim	Sabit Terim ve Trend
ROE	3.337 (0.000)*	-0.055 (0.522)
ROA	3.903 (0.000)*	-0.731 (0.768)
DS/DV	-1.607 ((0.946)	-0.379 (0.648)
YUKDOL	-1.402 (0.920)	-1.231 (0.891)
UV/TP	-2.042 (0.979)	1.472 (0.071)
KV/TP	1.028 (0.152)	0.339 (0.367)
FB/TA	-2.363 (0.991)	-0.927 (0.83)
VARDOL	0.827 (0.204)	1.025 (0.153)
TB/ÖS	0.689 (0.754)	0.957 (0.169)

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 9’da araştırma kapsamında incelenen ve CIPS ve panel KPSS testleriyle durağanlıkları tam olarak belirlenemeyen değişkenlerin yapısal kırılmalarında dikkate alındığı PANKPSS durağanlık testi sonuçları görülmektedir. İncelenen tüm değişkenler için, temel hipotezi yapısal kırılmalar varlığında serinin durağan olduğunu ifade eden temel hipotezin reddedilemediği görülmektedir. ROE ve ROA

değişkenleri için sabit terimli opsiyonda temel hipotez reddedilmiş olsa da sabit terimli ve trendli modelde her iki değişken için temel hipotez reddedilememektedir. Ayrıca sabit terimli ve trendli model daha kapsayıcı ve güçlü olduğu belirtilmektedir. Panel birim kök ve durağanlık analizlerinden elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde (Tablo 7, Tablo 8 ve Tablo 9) araştırmaya konu olan finansal değişkenlerin durağan bir süreç izlediği kaydedilmiştir. Bu durumda değişkenler düzey değerleriyle kullanılmaya uygun bir yapıdadır ve sahte regresyon sorunuyla karşılaşılacaktır. Model tahminleme sürecine tıpkı değişkenlerin analizi sürecinde olduğu gibi, birtakım test ve kontroller ile başlanmaktadır. Bu sürecin ilk aşaması, panel regresyon modelinin, panele özgü yapısından kaynaklanan sorun ve özelliklerin birtakım testler ile sınanmasıdır.

3.5.5. Homojenlik ve Heterojenlik Testleri

Panel veri analiz yönteminde inceleme konusu olan hane halkı, işletmeler, ülkeler gibi birimler birbirinden farklı özelliklere sahip olduklarından kendi içerisinde çoğu zaman homojen bir yapı göstermemektedirler. Birimlerin sayısı arttıkça homojenliğin azalması ve heterojen bir yapının ortaya çıkma ihtimali de artmaktadır.

Ekonometrik analiz yönteminde heterojen yapıyı dikkate almayan tahminciler ile modellerin tahminlenmesi parametrelerin tutarsız olmasına literatürde “heterojenlik sapması” olarak tanımlanan soruna neden olmaktadır. Bu sorunun aşılması, diğer bir ifadeyle birimler arasındaki heterojenliği modellere dâhil edebilmek için “sabit ve/veya eğim parametrelerinde heterojenlik” varsayımı altında çalışan regresyon tahmincilerinin seçilmesi gerekmektedir. Homojen yapıda eğim katsayısı bir tek regresyon denklemi ile hesaplanırken, heterojen yapının dikkate alındığı modellerde eğim katsayısı panelin tüm birimleri için tek tek hesaplanmaktadır.

Maddala, Trost, Joutz, ve Li (1997) heterojen eğimlere sahip olduğu bilinen bir panel veri modelinin homojen eğim varsayımı tahminciler vasıtasıyla tahminlenmesi literatürde heterojenlik sapması olarak adlandırılan soruna yol açacağını belirtmektedir. Bu kapsamda modellerin eğim homojenliği testinin yapılması büyük önem arz etmektedir.

Tablo 10. Eğim homojenliği testi sonuçları

Pesaran&Yamagata (2008) Eğim Homojenliği Testi				
Model	Delta İst. (Δ)	Olasılık	Düz. Delta İst. ($\Delta_{adj.}$)	Olasılık
1.Model	33.171	0.000	36.477	0.000
2.Model	55.107	0.000	60.600	0.000
3.Model	81.337	0.000	89.444	0.000
4.Model	63.117	0.000	69.408	0.000
5.Model	66.840	0.000	73.503	0.000
6.Model	82.603	0.000	90.837	0.000
7.Model	78.206	0.000	86.002	0.000

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 10’da Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen panel veri modellerinde eğim homojenliğini test etmek amacıyla uygulanan delta testlerinin sonuçları yer almaktadır. Modelin parametre heterojenliğini sınavan bu testin temel hipotezi eğimlerin homojen olduğu yönündedir. Delta ve düzeltilmiş delta istatistikleri incelendiğinde yedi model için de temel hipotezin reddedildiği görülmektedir. Diğer bir ifadeyle sonuçlar, modellerin homojen olmadığını heterojen olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar her birimin aslında kendine has ve istatistiksel olarak diğerlerinden farklılaşan eğim parametrelerine sahip olduğunu ifade etmektedir.

3.5.6. Modellere Birimler Arası Korelasyon Testi

Birimler arası korelasyonun araştırılması gereken diğer bir aşaması, ilgili regresyon modelini tahminleme evresidir. Regresyon modeli aslında bu kademedeki simüle edilerek modelde birimler arası korelasyon sorununun olup olmadığı araştırılmaktadır. Birimler arası korelasyon ile karşılaşılması halinde ise söz konusu sorunu dikkate alan ikinci nesil tahminciler üzerinden analize devam edilmesi gerekmektedir.

Tablo 11. Modellere birimler arası korelasyon testi sonuçları

Pesaran (2004) CD Birimler Arası Korelasyon Testi			
Model	CD İst.	Olasılık	Korelasyon Katsayısı
1.Model	23.21	0.000*	0.040
2.Model	11.61	0.000*	0.020
3.Model	19.51	0.000*	0.034
4.Model	12.58	0.000*	0.022
5.Model	6.77	0.000*	0.012
6.Model	20.30	0.000*	0.035
7.Model	2.10	0.035**	0.004

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 11’de araştırma kapsamında incelenen yedi modele ilişkin birimler arası korelasyon testi sonuçları gösterilmektedir. Birimler arası korelasyonun olmadığını belirten temel hipotez tüm modeller için de reddedilmektedir. Diğer bir ifadeyle sonuçlardan aslında modellerde birimler arası korelasyon sorunu olduğu anlaşılmaktadır. Bu bağlamda regresyon tahmincisi seçilirken incelenen modellerde birimler arası korelasyon sorununun varlığını dikkate alan ikinci nesil panel regresyon tahmincilerinin tercih edilmesi gerekmektedir.

3.5.7. Tahmincinin Seçilmesi

Panel regresyon modelini tahminleme aşamasına geçmeden önce tıpkı panel birim kök testi seçimi aşamasında olduğu gibi, birtakım kavramları göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Eğer araştırılan model, birimler arası korelasyon sorununa sahipse ve parametreleri heterojen özellikli ise tercih edilmesi gereken regresyon tahmincileri, ikinci kuşak ve heterojenlik varsayımı altında çalışan tahminciler olmalıdır. Tablo 10 ve Tablo 11’den elde edilen sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde, seçilecek panel regresyon tahmincisinin birimler arası korelasyon sorununu dikkate alması ve eğim heterojenliği varsayımıyla çalışması şarttır. Bu kapsamda literatürde bahsi geçen özelliklere sahip olan ve ikinci nesil tahminciler arasında yer alan Eberhardt ve Teal (2010) ve Eberhardt ve Bond (2009) tarafından geliştirilen Ortalama Grup Tahmincisi (Augmented Mean Group (AMG) ile Chudik ve Pesaran (2015) tarafından geliştirilen Ortak Korelasyonlu Etkiler tahmincisi (Common Correlated Effects (CCE), tercih edilmiştir. Her iki test birimler arası korelasyonu dikkate almakla birlikte heterojen eğimlere de izin vermektedir.

3.6. Modellerin Tahmini Yorumlanması ve Tartışma

Modeller birimler arası korelasyonu dikkate alan ve heterojen eğimlere de izin veren iki tahminci ile tahminlenmiştir. Ancak modellere ait AMG ve CCE tahmincileri ile yapılan sonuçlar arasında farklılık ortaya çıkmıştır. Bu aşamada iki tahminci arasında bir tercih yapılması gerekmiştir. Ekonometrik açıdan daha doğru ve güçlü olan tahminci RMSE değeri düşük olan tahmincidir. Bu nedenle sonuçların yorumlanması ve değerlendirilmesinde tüm tablolarda RMSE değeri AMG tahmincisine göre daha düşük olan CCE tahmincisinin kullanılması tercih edilmiş ve sonuçlar bu tahminciye göre yorumlanmıştır.

3.6.1. Model 1 (TB/ÖS) Tahmini ve Yorumlanması

Tablo 12. TB/ÖS panel regresyon modelinin tahmini- CCE tahmincisi

Chudik ve Pesaran (2015) Common Correlated Effects (CCE) Tahmincisi (<i>panel bazında</i>)				
Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
FTAB	190.0778	27.89957	6.81	0.000*
FPD	-16.3289	6.854212	-2.38	0.017**
YÜKDOL	-15.0022	8.365815	-1.79	0.073***
VARDOL	0.633855	6.727531	0.09	0.925
FY	72.05172	23.75805	3.03	0.002*
ROE	-1.21556	0.608861	-2.00	0.046**
ROA	-0.69386	0.920188	-0.75	0.451
Sabit Terim	619.6156	514.8209	1.20	0.229
Model Bilgileri				
Wald χ^2 İst.	493.20			
Olasılık(χ^2)	0.0000*			
RMSE	359.6152			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Ortak Korelasyonlu Etkiler (CCE) tahmincisi vasıtasıyla tahminlenen ilk modelin sonuçları Tablo 12’dedir. Wald istatistiği modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir. TB/ÖS bağımlı değişkeni üzerinde FTAB, FY bağımsız değişkenlerinin anlamlı pozitif, FPD, YÜKDOL, ve ROE değişkenlerinin ise anlamlı negatif etkisi olduğu görülmektedir, FTAB ve FY’de meydana gelen bir birimlik bir artış TB/ÖS’yi yaklaşık olarak sırasıyla 190.08 ve 72.05 birim arttırmaktadır. Buna karşılık FPD, YÜKDOL ve ROE’de meydana gelen bir birimlik bir artış, TB/ÖS üzerinde yaklaşık olarak sırasıyla 16.33; 15,0 ve 1.22 birimlik bir azalışa neden olmaktadır.

Borç /Özsermaye oranı işletmenin finansman politika tercihi olarak ne oranda borçlanmaya ağırlık verdiklerini ölçmektedir. Değişkenlerin incelendiği Borç/Özsermaye oranı başlığı altında işletmelerin 2007-2019 döneminde her yıl artan şekilde borçlanma ile finansmana ağırlık verdikleri görülmektedir. Sermaye yapısı teorilerine göre borcun maliyetinin özsermaye maliyetinden her zaman düşük olduğu belirtilmektedir. Bu nedenle teorik olarak işletmelerin kaynak kullanımında finansman politikası olarak borçlanmayı tercih etmeleri, özsermaye sahiplerinin ise düşük özsermaye, yüksek oranda borç (finansal kaldıraç etkisini) kullanarak yüksek getiri elde etme hedefine yönelmeleri beklenmektedir.

Yükümlülük dolarizasyonu işletmelerin Borç /Özkaynak dengesini anlamlı negatif etkilemektedir (YÜKDOL:-15.00, olasılık: 0.07). Diğer bir ifadeyle yükümlülük dolarizasyonunda bir birimlik artış borç /özsermaye oranını -15.00 birim

azaltıcı etkiye sahiptir. Varlık dolarizasyonu ise borç/ özkaynak oranı üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ancak bu etki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bu sonuçlar BİST imalat sanayi sektöründeki işletmelerin toplam borçları içerisindeki yabancı para birimi cinsinden borçlarının miktarı (YÜKDOL) arttıkça finansman politikası olarak borçlanmayı azalttıkları ve özsermaye ile finansmana yöneldiklerini göstermektedir. Bunun nedeni, teorik açıdan yabancı para birimi cinsinden borçlanmanın bilançolarda kur riski sorununu ortaya çıkartmasından kaynaklanabilir. Muhasebe tekniği açısından kur farkından kaynaklı zararlar kârdan düşülebilmektedir. Ancak düşülecek miktarda kâr elde edilememiş ise özsermayeden karşılanmaktadır. Bu sonuç özsermaye sahiplerinin hiç istemeyeceği bir durum olduğundan teori ile uyumlu olarak borç ile finansman politikasından özsermaye ile finansmana yöneldikleri söylenebilir. Literatürde Lemmon ve Zender, (2010) işletmelerin finansman politikası olarak aşırı borçlanma yapmalarının iflas riskini artırdığını ve artan her birim ilave borçlanma karşılığında piyasa tarafından ilave risk primi veya teminatlar istenmesi sonucu işletmelerin kendiliğinden borçlanmalarını sınırlandırdığını belirtmekte ve bu durumlarda işletmelerin hisse senedi ihraç etmek suretiyle özkaynakla finansmana yönelmelerini önermektedir. Analiz sonuçları bu bağlamda Lemmon ve Zender, (2010) önerileri ile örtüşmektedir.

Diğer bağımsız değişkenlerden firma yaşı (FY) bağımlı değişken TB/ÖS oranını istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olarak etkilemektedir. İşletmenin yaşındaki bir birimlik artış TB/ÖS'yi yaklaşık olarak 72.05 birim arttırmaktadır. Bu sonuçlar literatürde firma yaşı üzerine (Matias ve Serrasqueiro 2017) tarafından yapılan çalışmanın sonuçları olan firma yaşı ile borç /özsermaye arasındaki anlamlı negatif ilişki ile ters düşmektedir. Ancak (Sayman, 2012, s.67) çalışmasının sonuçları ile paralellik göstermektedir.

Benzer şekilde firma toplam aktif büyüklüğü de (FTAB) borç /özsermaye oranını istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkilemektedir. Toplam aktif büyüklüğündeki bir birim artış borç/ özsermaye oranında 190.08 birim artışa neden olmaktadır. Bu sonuçlar literatürde Firma büyüklüğü ile ilgili olarak (Kim, Heshmati ve Aoun, 2006). Frank ve Goyal (2008) tarafından yapılan çalışmanın bulguları olan “firma büyüklüğü ile borç / özkaynak oranı arasında pozitif yönlü” ilişkiyi desteklemektedir. Bu sonuçlar diğer bir anlatımla teorik çerçevede belirtilen “işletme aktif büyüklüğü arttıkça yüksek finansal kaldıraç kullanma eğiliminin arttığını” teyit etmektedir. Ancak sonuçlar Pakistan’da (Sundas, 2019, s.30) tarafından finansal

olmayan firmalar üzerinde yaptığı çalışmanın sonuçları olan firma büyüklüğü ile toplam borç / özsermaye oranı arasındaki negatif ilişkinin varlığı ile çelişmektedir.

Analiz sonuçlarına göre ROE bağımsız değişkeni TB/ÖS bağımlı değişkeni üzerindeki etkisi anlamlı ve negatiftir. ROE’de ortaya çıkan bir birimlik artış TB/ÖS’yi yaklaşık olarak sırasıyla 1.21 birim azaltıcı yönde çalışmaktadır. Bu sonuçlar işletme özsermaye kârlılığı arttıkça borçlanma eğiliminin azaldığını göstermektedir. Çünkü teorik olarak özsermaye sahipleri kâr payı kazancı ve sermaye kazancı arasındaki vergilendirme farkından dolayı temettülerini işletmede bırakarak oto finansman yöntemiyle kaynak ihtiyacının karşılanmasını istemeleri beklenmelidir. Sonuçlar bu bağlamda teori ile uyumluluk göstermektedir. Ayrıca sonuçlar Allen (1991)’in yaptığı çalışmanın bulguları olan işletme kârlılığı arttıkça işletmenin varlıklarını borçlanma ile finanse etmesinin azaldığı ve özkaynakları ile finansmana yöneldiği yönündeki sonuçları desteklemektedir. Benzer şekilde (Eriotis vd. 2002) çalışma sonuçları olan borçlanma ile finansmandaki artış ile kârlılıktaki azalma arasındaki negatif ilişkiyi ve Alsu (2017)’nin yaptığı çalışmada özkaynak kullanımını tercihindeki artış ile kârlılık arasında pozitif ilişkiyi teyit etmektedir.

3.6.2. Model 2 (DS/DV) Tahmini ve Yorumlanması

Tablo 13. DS/DV panel regresyon modelinin tahmini- CCE tahmincisi

Chudik ve Pesaran (2015) Common Correlated Effects (CCE) Tahmincisi (<i>panel bazında</i>)				
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
FTAB	-106.901	39.7578	-2.69	0.007*
FPD	17.51472	17.62481	0.99	0.320
YÜKDOL	49.94877	22.86698	2.18	0.029**
VARDOL	-32.9688	36.56359	-0.9	0.367
FY	36.21021	92.45728	0.39	0.695
ROE	14.25479	22.95714	0.62	0.535
ROA	0.022398	2.327676	0.01	0.992
Sabit Terim	-1125.69	1355.947	-0.83	0.406
Model Bilgileri				
<i>Wald χ^2 İst.</i>	20.74			
<i>Olasılık(χ^2)</i>	.0042*			
<i>RMSE</i>	37.3625			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 13’te ortak korelasyonlu etkiler tahmincisi aracılığıyla tahminlenen ikinci modelin sonuçları yer almaktadır. Wald istatistiği modelin genel olarak anlamlı olduğunu belirtmektedir. FTAB ve YÜKDOL istatistiksel olarak %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde DS/DV’yi etkilemektedir. Bu bağlamda FTAB’de bir birimlik bir artış olduğunda DS/DV oranı 106.90 birim azalmaktayken

YÜKDOL'daki bir birimlik artış ise DS/DV oranında 49.95 birim artışa neden olmaktadır.

Finansman politikası temel kurallarından bir tanesi “*duran varlıkların uzun vadeli kaynaklar (özsermaye + uzun vadeli borç) dönen varlıkların ise kısa vadeli kaynaklar ile karşılanmasıdır.*” Devamlı sermayenin (DS)/ Duran varlıklara oranı (DV) bu finansman politikası kuralının ne oranda dikkate alındığını ölçmektedir. Değişkenlerin incelendiği bölümde bu değişken ile ilgili açıklamalarda BİST imalat sanayi işletmelerinin bu kuralı dikkate aldıkları açıklanmıştır. Ancak dolarizasyon eğiliminin bu temel finansman politikasını ne yönde etkilediği bilinmemektedir.

Tablo 13'teki analiz sonuçları, varlık dolarizasyonunun devamlı sermaye üzerinde etkisinin negatif olduğu ancak bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir (VARDOL:-32.96, olasılık: 0.367). Ancak YÜKDOL bağımsız değişkenin DV/DS değişkeni üzerindeki etkisi anlamlı ve pozitifdir. (YÜKDOL:+49.94, olasılık: 0.029). Bu sonuç söz konusu işletmelerin toplam borçları içerisinde yabancı para birimi cinsinden yükümlülükleri arttıkça duran uzun vadeli kaynak kullanma eğiliminin attığını ortaya koymaktadır. Sonuç devamlı sermaye içerisindeki (özsermaye + uzun vadeli borç) oranlarından hangisini pozitif etkilediğini açıklamamaktadır. Bu aşamada YÜKDOL değişkeninin diğer finansman politika tercihlerinden UVB/TP ve ÖS/TA değerleri üzerindeki etkisine bakılması gerekmektedir. Tablo 19'da CCE tahmincisi birleştirilmiş etki tablosu incelendiğinde YÜKDOL değişkeni UVP/TP değişkenini istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkilemekte, ancak ÖS/TA değişkenini üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamsız görülmektedir.

Bu bilgilerden YÜKDOL değişkeninin DS/DV değişkeni içerisindeki uzun vadeli borcu pozitif etkilediği ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni işletmelerin kullandıkları yabancı para birimi cinsinden borçları kısa vadeli ihtiyaçlarından ziyade uzun vadeli duran varlıkların finansmanında kullanmayı tercih etmelerinden kaynaklanıyor olabilir. Finansman teorisi açısından da işletmelerin finansman politikası tercihi olarak kullanılan yabancı para birimi cinsinden kaynaklarını kısa dönemli ihtiyaçlardan ziyade, uzun dönemli yabancı para birimi cinsinden gelir getirici ihracata yönelik duran varlıklara kullanması daha doğru bir tercihidir. Aksi takdirde işletmeler özellikle yabancı para birimi cinsinden borcunu ödeyecek gelir kaynağı yaratamama durumu ile karşı karşıya kalabilirler. Bundan başka

yükümlülüklerini yerine getirmede sıkıntıya düşebilir, kur riskine maruz kalabilir, kredibilitesi zayıflayarak iflas riski ile karşılaşabilirler. Bu bağlamda işletmelerin yabancı para yükümlülükleri ile duran varlıklarını finanse etmeyi tercih ettikleri ve tercih edilen yöntemin, finansman teorisi ile örtüştüğü söylenebilir.

Analiz sonuçlarına göre firma toplam aktif büyüklüğü (FTAB), duran varlıklar içerisindeki devamlı sermaye (DS/DV) oranını, istatistiksel olarak anlamlı negatif etkilemektedir. Bu sonuç işletme aktif büyüklüğü arttıkça DS/DV oranının azaldığını işaret etmekte, BİST’te imalat sanayi işletmelerinin firma büyüklüğü arttıkça duran varlıklar içerisinde devamlı sermaye (uzun vadeli borç + özsermaye) kullanım oranının azaldığı anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle firma büyüklüğü artan işletmeler öz sermayeden ziyade borçla finansmana yönelmektedirler.

Ancak FTAB değişkeninin özsermayeyi mi uzun vadeli borcumu pozitif etkilediği buradan anlaşılmamaktadır. Birleştirilmiş etki tablosu incelendiğinde (Tablo 19), FTAB değişkeninin ÖS/TA oranını negatif ve UVB/TA oranını istatistiki olarak pozitif anlamlı etkilediği görülmektedir. Bu sonuç özellikle devamlı sermaye gerektiren imalat sanayi sektöründe işletme büyüklüğü arttıkça duran varlıkların finansmanında daha çok uzun vadeli borç (UVB) kullanıldığına işaret etmektedir.

3.6.3. Model 3 (TB/TA) Tahmini ve Yorumlanması

Tablo 14. TB/TA panel regresyon modelinin tahmini- CCE tahmincisi

Chudik ve Pesaran (2015) Common Correlated Effects (CCE) Tahmincisi (<i>panel bazında</i>)				
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
FTAB	36.70406	5.282044	6.95	0.000*
FPD	-6.79457	1.314566	-5.17	0.000*
YUKDOL	1.349999	1.836858	0.73	0.462
VARDOL	-3.33688	1.840363	-1.81	0.070***
FY	3.804905	5.363007	0.71	0.478
ROE	-17.5872	17.2913	-1.02	0.309
ROA	-0.72156	0.181315	-3.98	0.000*
Sabit Terim	278.4929	272.9139	1.02	0.308
Model Bilgileri				
Wald χ^2 İst.	101.03			
Olasılık(χ^2)	0.0000*			
RMSE	3.8053			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Araştırmanın üçüncü modelinin CCE tahmin sonuçları Tablo 14’te sunulmuştur. Wald istatistiği modelin istatistiki anlamlılığını ortaya koymaktadır. FTAB, FPD, VARDOL ve ROA değişkenleri, TB/TA bağımlı değişkeni üzerinde istatistiksel anlamlı etkisi olduğu görülmektedir. FTAB değişkeninde bir birimlik bir

artış ortaya çıktığında TB/TA oranı yaklaşık olarak 36.70 birim artmakta; FPD, VARDOL ve ROA değişkenlerinde ise yine bir birimlik bir artış meydana geldiğinde TB/TA oranını yaklaşık olarak sırasıyla 6.79; 3.34 ve 0.72 birim azalmaktadır.

Toplam borç / toplam aktif (pasif) oranı finansman politika tercihi olarak işletmenin aktiflerini ne oranda borçlanma ile finanse ettiğini veya kaynak kullanımında ne oranda borç kullanımını tercih ettiğini ölçmektedir. BİST'te imalat sanayinde faaliyet gösteren 113 işletmenin toplam borç / toplam aktiflere oranı incelendiğinde 2007-2019 döneminde genel olarak borçlanma ile finansman politikası izlendiği görülmektedir (Grafik 9). Sermaye yapısı teorilerine göre borcun maliyeti özsermaye maliyetinden her zaman düşüktür. Teoride borç verenlerin yönetime katılmaması, vergi avantajı, özsermayenin hazırda bekletilerek ani çıkan fırsatların değerlendirilmesine imkân sağlaması, birim öz sermaye başına kârdan daha yüksek pay alma gibi nedenlerle özsermaye sahiplerinin borçlanma ile finansman politikasına ağırlık verme eğiliminde oldukları belirtilmektedir.

Varlık dolarizasyonu toplam aktifler içerisindeki toplam borçlanma oranını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkilemektedir. Diğer bir anlamda aktifler içerisinde likit yabancı para birimi cinsinden varlıklar arttıkça borçlanma eğilimi azalmaktadır. Finansman politikası açısından bunun nedeni kur farkından kaynaklı elde edilen kazancın karlara eklenmesi ile özsermaye sahiplerinin bundan dolayı temettü paylarının artması olduğu düşünülebilir. Bu bağlamda dolarizasyon bölümünde teorik çerçevede tartışıldığı üzere özellikle gelişmekte olan ülkelerde devalüasyon beklentisi, enflasyon, kurlardaki oynaklıklar nedeniyle çoğu işletmelerin kur farkından kaynaklı diğer olağandışı karları bazı durumlarda esas faaliyet karlarının üzerine çıkmaktadır. İşletmeler bu durumlarda öz sermaye sahiplerine daha yüksek temettü sağlayabilmek amacıyla finansman politikası olarak borçlanarak finansman yönteminden kaçınmakta özsermaye ile finansmana yönelme eğilimi gösterebilmektedirler. Analiz sonuçları varlık dolarizasyonunun borçlanma üzerinde negatif etki göstermesi ile yukarıda açıklanan teorik çerçeve arasında uyum olduğunu desteklemektedir.

Diğer değişkenlerden firma toplam aktif büyüklüğü (FTAB), toplam aktifler içerisindeki toplam borç oranını (TB/TA) istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç büyük işletmelerin finansal piyasalara erişim imkânlarının yüksek olması, kredibilitenin sağladığı avantajlar gibi nedenlerle daha uygun

maliyetli borçlanabilme yeteneklerinin arttığı yönündeki teorik beklenti ile örtüşmektedir.

İşletme piyasa değeri (FPD), toplam aktifler içerisindeki toplam borç oranı (TB/TA), değişkenini istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediği görülmektedir. Bunun sebebi işletme piyasa değerindeki artışın hissedarlara daha fazla sermaye kazancı sağlaması olabilir. Çünkü teorik açıdan piyasa değerindeki artış hissedarlara sermaye kazancı olarak yansımakta ve borçlanmaya göre özsermaye sahiplerine vergi avantajı sağlamaktadır. Bu nedenle FPD artan işletmelerin borçlanma yöntemini fazla tercih etmemeleri beklenmektedir. Bu çerçevede sonuçlar teorik çerçeve ile uyumludur.

Benzer şekilde aktif kârlılık (ROA) değişkeni, (TB/TA) değişkeni üzerinde anlamlı negatif etkiye sahiptir. ROA kârlılığının artması özsermaye sahiplerini kâr payı kazancından kaynaklı vergi yükümlülüğü altına sokmaktadır. Bu nedenle özsermaye sahipleri temettü almaktansa oto finansman yöntemi ile karlarını içeride bırakmayı tercih edebilmektedirler. Oto finansman yöntemi ise borçlanma gereğini azaltmaktadır. Bu kapsamda analiz sonuçları özsermaye sahiplerinin “yatırımcı davranışları” ile uyumludur. Ancak konunun “davranışsal finans” açısından başka çalışmalarla desteklenmesi bu alanda literatüre zenginlik katabilir.

3.6.4. Model 4 (KV/TP) Tahmini ve Yorumlanması

Tablo 15. KVB/TP panel regresyon modelinin tahmini- CCE tahmincisi

Chudik ve Pesaran (2015) Common Correlated Effects (CCE) Tahmincisi (<i>panel bazında</i>)				
Bağımlı Değişken: KV/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
FTAB	24.08923	5.507485	4.37	0.000*
FPD	-6.94313	1.577763	-4.4	0.000*
YÜKDOL	-7.09885	2.428637	-2.92	0.003*
VARDOL	-4.62549	2.570704	-1.8	0.072***
FY	18.04701	7.212283	2.5	0.012**
ROE	-18.8106	19.1346	-0.98	0.326
ROA	-0.39619	0.217173	-1.82	0.068***
Sabit Terim	-420.733	370.473	-1.14	0.256
Model Bilgileri				
Wald χ^2 İst.	58.04			
Olasılık(χ^2)	0.0000*			
RMSE	5.0750			

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Araştırmanın dördüncü modeline ait CCE tahminci sonuçları Tablo 15'tedir. Wald istatistiği modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğuna işaret etmektedir. Bu modelde yalnızca ROE'ye ait katsayı istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Diğer

değişkenlerin ise KVB/TP üzerinde etkisi olduğu görülmektedir. Bu bağlamda FTAB ve FY bağımlı değişken üzerinde pozitif yönde bir etkiye sahipken, FPD, YÜKDOL, VARDOL ve ROA ise KVB/TP oranı üzerinde negatif etkiye sahiptir. FTAB ve FY değişkenlerinde bir birimlik artış meydana geldiğinde, KV/TP sırasıyla 24.09 ve 18.05 birim artış gözlemlenmektedir. Ancak FPD, YÜKDOL, VARDOL ve ROA değişkenlerinde bir birimlik artış gözlemlendiğinde ise KVB/TP değişkeni yaklaşık olarak sırasıyla 6.94, 7.10, 4.63 ve 0.40 birim azalmaktadır.

İşletmelerin finansman politikalarını belirleyen kıstaslardan bir tanesi borcun vadesidir. Borcun vadesi kısaldıkça işletme borcun vade baskısından dolayı finansal sıkıntıya düşmektedir. Sermaye yapısı teorilerinden dengeleme teorisi de işletmelerin finansman politikaları tercihinde iflas riski, finansal sıkıntı, vergi avantajı, sermaye maliyeti gibi unsurları dikkate alarak karar verilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Teorik açıdan finansal kuruluşlar borç verme tercihlerinde faiz, kur, küresel, bölgesel ve ulusal ekonomilerin gidişatı hakkında uzun vadeli öngörülerini zayıfladığında vade uyumsuzluğu ile karşılaşmamak için kısa vadeli borç vermeyi tercih etmektedirler. Finansman teorisi bakımından da borç alanlar dönen varlıklarının finansmanında kısa vadeli kaynak kullanımını tercih etmektedirler. Diğer bir etken işletmeler büyüdükçe personel giderleri, üretim giderleri gibi kısa vadeli giderleri arttığından kısa vadeli borçlanma gerekliliği de artmaktadır.

Bu kapsamda FTAB toplam borçlar içerisindeki kısa vadeli borç oranı (KVB/TA), üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkiye sahiptir. FTAB de meydana gelen bir birimlik artış KVB/TP değişkeni üzerinde 24.08 birim artış kaydetmektedir. Teorik olarak aktifler yönünden büyük işletmelerin küçük işletmelere göre genel yönetim giderleri, işletme giderleri, kira giderleri, personel giderleri gibi aktiflerini yönetmek için ihtiyaç duyacağı kısa vadeli kaynak ihtiyacı fazla olmaktadır. Bu nedenlerden dolayı aktif büyüklüğü artan işletmelerin kısa vadeli borçlanma gereksinimlerinin artması teori ile örtüşmektedir.

Modelin tümü incelendiğinde KVB/TP değişkeni üzerinde sadece özsermaye kârlılığının (ROE), istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Ancak FPD ve ROA bağımsız değişkeninin KVB/TP bağımlı değişkeni üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif etkisi olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle işletmelerin aktif kârlılığı ve piyasa değeri arttıkça kısa vadeli borç kullanımı azalmaktadır. Teorik olarak işletmenin aktif kârlılığının yüksek olması stok yönetiminden, işletme sermayesine, maliyet yönetiminden pazarlamaya ve finansal varlık yönetimine kadar

işletmenin her türlü aktiflerinin iyi yönetildiği anlamına gelmektedir. Aktiflerin yönetim kalitesi öz kaynak yaratma kapasitesini artırmaktadır. Öz kaynak yaratma kapasitesi artışı işletmelerin kredibilitelerini yükselmekte, uzun vadeli borçlanmaların yapıldığı sermaye piyasalarından daha rahat ve uygun maliyetlerle kaynak bulma esnekliği kazandırmakta, işletmelerin finansal sıkıntı ve iflas riskini azaltmaktadır. Tüm bu sonuçlar işletmelerin piyasa değerine olumlu yansımaktadır. Buradan hareketle FPD ve öz kaynak yaratma kapasitesi artan işletmelerin net işletme sermaye yapılarını güçlendirmek amaçlı kısa vadeli borçlanma yöntemini fazla tercih etmediklerini söyleyebiliriz.

Tezin temel problemi olan yükümlülük dolarizasyonu (YÜKDOL), toplam pasifler içerisindeki kısa vadeli borç oranı (KVB/TP), üzerinde anlamlı ve negatif etkisinin olduğu görülmektedir (YÜKDOL:-7.09, olasılık: 0.03*). Bu sonuçlar literatürdeki bilgiler ve öngörüler ile çelişmektedir. Finansman teorisi açısından borç verenlerin yabancı para birimi cinsinden yükümlülüğü artan işletmelere kur riskinin bilançolarında meydana getirdiği zayıflık nedeniyle uzun vadeli borç vermemeyi tercih etmeleri beklenir. İlave olarak uzun vadeli borç verseler dahi karşılığında risk primi artışı ve daha güvenli taahhütler talep etmeleri doğal yatırımcı davranışıdır. Diğer bir ifadeyle YÜKDOL artması işletmelerin uzun vadeli borçları üzerinde negatif, kısa vadeli borçları üzerinde pozitif etki göstermesi beklenmektedir. Bu bulgular dolarizasyonun bilançolar üzerindeki olumsuz etkileri başlığı altında tartışılan bilgiler ile çelişmektedir.

Bu sonucun iki nedeni olabilir birincisi uzun vadeli yabancı para biriminden kaynak kullanımı ile kısa vadeli borçlar kapatılarak borcun vade değişimi yapılmış olabilir. İkincisi yabancı para birimi cinsinden kullanılan kaynak, uzun vadeli temin edilerek döviz cinsinden gelir getirici yatırımlara yönlendirilerek nakit akışı düzenlenmiş olabilir. Bu iki durumda artan yükümlülük dolarizasyonu kısa vadeli borçlanma üzerinde negatif etkiye sahip olabilir. Bu aşamada hangi yöntemin kullanıldığı konusunda tam bir kanıya varmak güçtür. Konunun gelecekte başka araştırmacılara tarafından yapılacak ampirik çalışmalar ile ortaya konulması ve desteklenmesi gerekmektedir.

Aynı şekilde varlık dolarizasyonunda (VARDOL), bir birimlik artış KVB/TP oranını, -4.62 birim azaltıcı etkiye sahiptir. Likidite yönetimi açısından yabancı para birimi cinsinden varlık bulundurmamak her zaman için borçlanmaya göre avantajlıdır. Birincisi kur riskine karşı bilanço dengesini korur, ikincisi ithal aramalı girdilerinin

tedarikinde ulusal para birimi cinsinden fiyat değişimlerine karşı koruma sağlar. Bu nedenle varlık dolarizasyonu yüksek işletmelerin kısa vadeli borçlanma gereği azalır. Bu bilgiler çerçevesinde analizin sonuçları likidite yönetimi tekniği amaçları ile uyumludur.

3.6.5. Model 5 (UVB/TP) Tahmini ve Yorumlanması

Tablo 16. UVB/TP panel regresyon modelinin tahmini- CCE tahmincisi

Chudik ve Pesaran (2015) Common Correlated Effects (CCE) Tahmincisi (<i>panel bazında</i>)				
Bağımlı Değişken: UVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
FTAB	9.758704	3.022588	3.23	0.001*
FPD	-0.04083	1.244065	-0.03	0.974
YÜKDOL	6.701731	1.768234	3.79	0.000*
VARDOL	-1.06526	4.126733	-0.26	0.796
FY	-9.05522	6.094247	-1.49	0.137
ROE	2.198534	3.137227	0.70	0.483
ROA	-0.12415	0.168578	-0.74	0.461
Sabit Terim	78.06378	204.7384	0.38	0.703
Model Bilgileri				
Wald χ^2 İst.	30.62			
Olasılık(χ^2)	0.0000*			
RMSE	3.8880			

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

UVB/TP oranının bağımlı değişken olduğu modelin, tahmin sonuçları Tablo 16'da sunulmuştur. Wald istatistiğine göre model istatistiksel olarak anlamlıdır. Yalnızca FTAB ve YÜKDOL değişkenlerinin UVB/TP üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkileri olduğu gözlenmektedir. Bu değişkenlerde meydana gelen bir birimlik bir artış UVB/TP oranında yaklaşık olarak sırasıyla 9.76 ve 6.70 birimlik bir artışa neden olmaktadır.

Finansman politikası tercihi olarak uzun vadeli kaynak kullanmak geri ödemede işletmeleri zaman baskısı yönünden rahatlatmaktadır. Özellikle tezin inceleme konusu içerisindeki imalat sanayi sektöründe gelir getirici yatırımların nakit akışına geçiş süreci çok uzun olmaktadır. Bu nedenle kullanılacak kaynağın kısa vadeli olması, yatırımın nakit akışı sağlamaya başlamadan ödeme vadesinin gelmesi, işletmeleri likidite sorunu ve vade sıkışması sorunu ile karşı karşıya bırakmaktadır. Teorik kısımda tartışıldığı üzere Türkiye gibi ilk günah problemi olan ülkelerde faaliyette bulunan işletmeler duran varlık yatırımları için gerekli olan uzun vadeli borçlanmalarını çoğu dönemlerde ulusal para birimleri cinsinden yapamamaktadırlar. Diğer bir açıdan finansal kuruluşlar borç verme tercihlerinde ekonomilerde meydana gelen güvensizlik ve dalgalanma korkusu nedeniyle ulusal para birimi cinsinden

uzun vadeli borç vermeyi tercih etmemektedirler. Bu bağlamda finansman politika tercihi olarak işletmeler uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını ancak yabancı para birimi cinsinden yapabilmektedirler. Bu durum işletmelerin yükümlülük dolarizasyonu ve uzun vadeli borç oranını birlikte artırmaktadır.

Teorik bilgiler çerçevesinde analiz sonuçlarına göre FTAB bağımsız değişkeni UVB/TA değişkenini pozitif ve anlamlı olarak etkilemektedir. Firma aktif büyüklüğünde meydana gelen bir birimlik artış toplam pasifler içerisinde kullanılan uzun vadeli borç oranını 9.75 birim artırıcı etki göstermektedir. Bu bağlamda işletme aktif büyüklüğünün zaman içerisinde elde edilmiş bir sonuç olması işletmenin kredibilitesini doğrudan etkilemektedir. Aynı zamanda firma toplam aktif büyüklüğü işletme yükümlülüklerini karşılamada bir güvence olarak görülmekte ve borcun vadesine pozitif yansımaktadır. Bu sonuçlar Aksoy ve Yalçiner, (2005, s.39)'un özellikle büyük firmaların uluslararası sermaye piyasalarına erişme kolaylığı yönünden daha genç firmalara göre avantajlı olduklarını belirten görüşlerini ve yukarıda belirtilen teorik çerçeveyi desteklemektedir.

Tablo 16'da yabancı para birimi cinsinden yükümlülüklerin (YÜKDOL), UVB/TP üzerindeki anlamlı pozitif etkisi teorik bilgiler ile çelişmektedir. Teorik olarak yükümlülük dolarizasyonundaki artışın ortaya çıkarttığı kur riskinden kaynaklı ilave risk primleri nedeniyle uzun vadeli borçlanma eğiliminin negatif etkilenmesi beklenmektedir. Sonuçlar teorik öngörünün tam tersi şeklindedir. Çelişki ancak işletmelerin uzun vadeli yatırımları için gerekli olan borçlanma gereksinimini uluslararası rezerv para birimi cinsinden karşılamaları ile kısmen açıklanabilir. Dolarizasyon kısmında tartışıldığı üzere 2008 küresel kriz sonrası dünya üzerinde ortaya çıkan likidite bolluğunun gelişmiş ülke MB'lerinin negatif faiz uygulaması sonucu GOÜ'lere yöneldiği belirtilmiştir. Türkiye'de bu anlamda yüksek faiz uygulayan ülkeler arasındadır. Yüksek faiz uygulaması kurları baskılamış, kâr iştahı ile hareket eden likit yabancı kaynakların Türkiye gibi faiz oranları yüksek ülkelere yönelmesini teşvik etmiştir. Analiz sonuçları bu kapsamda işletmelerin düşük kur, nedeniyle yabancı para birimi cinsinden uzun vadeli borçlanma iştahında artışa neden olmuş ve bu etki UVB/TP değişkeni üzerinde pozitif etki olarak yansımış olabilir.

3.6.6. Model 6 (ÖS/TA) Tahmini ve Yorumlanması

Tablo 17. ÖS/TA panel regresyon modelinin tahmini- CCE tahmincisi

Chudik ve Pesaran (2015) Common Correlated Effects (CCE) Tahmincisi (<i>panel bazında</i>)				
Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
FTAB	-38.373	5.312307	-7.22	0.000*
FPD	6.765735	1.357766	4.98	0.000*
YÜKDOL	-0.66066	1.88278	-0.35	0.726
VARDOL	3.314925	1.826423	1.81	0.070***
FY	-3.26584	5.410909	-0.6	0.546
ROE	17.63867	17.30359	1.02	0.308
ROA	0.722546	0.178011	4.06	0.000*
Sabit Terim	-220.85	272.1641	-0.81	0.417
Model Bilgileri				
Wald χ^2 İst. 101.94				
Olasılık(χ^2) 0.0000*				
RMSE 3.7186				

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

ÖS/TA oranına ait model sonuçları Tablo 17’de sunulmuştur. Wald istatistiğine göre model istatistiksel olarak anlamlıdır. FTAB, FPD, VARDOL ve ROA bağımsız değişkenleri ÖS/TA üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahiptir. FTAB değişkeninde meydana gelen bir birimlik bir artış ÖS/TA değişkeninde yaklaşık olarak 38.37 birimlik bir azalışı beraberinde getirmektedir. Buna karşılık FPD, VARDOL ve ROA değişkenlerinin bir birimlik artış kaydetmesi ÖS/TA oranını yaklaşık olarak sırasıyla 6.76, 3.31 ve 0.72 birim artırmaktadır.

Analiz sonuçlarına göre işletme toplam aktif büyüklüğü (FTAB) toplam kaynaklar içerisindeki özsermaye kullanımını (ÖS/TP) istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkilemektedir. Bu sonuç işletmelerin aktif büyüklüğü arttıkça borçlanma ile finansman politikasına yöneldikleri anlamına gelmektedir. Teoride de büyük işletmelerin borçlanma imkânları, sermaye ve para piyasalarına erişim açısından küçük işletmelere göre daha avantajlı olduğu bu nedenle borçlanma eğilimin büyük işletmelerde daha fazla olduğu belirtilmektedir. Aynı zamanda büyük işletmelerdeki özsermaye sahiplerinin daha az özsermaye ile yüksek getiri elde etmek amaçlı finansal kaldıraçtan yararlanma iştahının borçlanma eğilimi üzerinde pozitif etki yarattığı sermaye yapısı teorileri bölümünde tartışılmıştır. Bu bağlamda FTAB, bağımsız değişkeninin, ÖS/TP bağımlı değişkeni üzerindeki istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkisini ortaya koyan sonuçlar teorik beklenti ile örtüşmektedir.

Piyasa değeri (FPD) ise özsermaye kullanımını istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkilemektedir. Bu sonuç işletmenin piyasa değeri arttıkça özsermaye ile

finansman politikasını tercih etme eğilimi sergilediğini ifade etmektedir. Teorik kısımda piyasa değeri artan işletmelerin özsermaye sahiplerine sağladığı sermaye kazancı nedeniyle özsermaye sahiplerinin işletmelerinin değerini artırmak için daha fazla hisse alma, karlarını işletmede bırakma yöntemini tercih edecekleri ve işletmenin özsermaye ile finansman politikası eğiliminin artacağına beklenmesi gerektiği belirtilmiştir. Bu bağlamda FPD değişkenlerinin ÖS/TA değişkeni üzerindeki pozitif etkisi sonuçları teorik kısımda tartışılan sonuçlar ile uyumluluk göstermektedir.

Varlık dolarizasyonu (VARDOL) ise (ÖS/TP) değişkenini istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. İşletmelerin VARDOL değişkeninde bir birimlik artış kaydetmesi ÖS/TA'yı yaklaşık olarak 3.31 birim artırmaktadır. Sonuç işletmelerin yabancı para birimi cinsinden varlıkları arttıkça özsermaye ile borçlanma eğiliminin arttığını ifade etmektedir. Bu sonucun sebebi ancak özsermaye sahiplerinin yatırım davranışları ile açıklanabilir. Özsermaye sahipleri varlık dolarizasyonu yüksek işletmelerin kur riskinin düşük olduğunu, aynı zamanda kurlardaki artışın kârlara yansıtılarak kendilerine temettü olarak döneceğini bilmektedirler. Bu bilgi özsermaye sahiplerinin ve yatırımcıların varlık dolarizasyonu yüksek işletmeleri daha fazla temettü alma güdüsü ile özsermaye ile finanse etme iştahını uyuracağı şeklinde yorumlanabilir. Analiz sonuçları bu bağlamda özsermaye sahiplerinin yatırımcı davranışı ile uyumluluk göstermekte, yatırımcı davranışını destekler niteliktedir.

3.6.7. Model 7 (FB/TA) Tahmini ve Yorumlanması

Tablo 18. FB/TA panel regresyon modelinin tahmini- CCE tahmincisi

Chudik ve Pesaran (2015) Common Correlated Effects (CCE) Tahmincisi (<i>panel bazında</i>)				
Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	z İstatistiği	Olasılık
FTAB	30.48505	4.387545	6.95	0.000*
FPD	-5.39102	1.356351	-3.97	0.000*
YÜKDOL	7.07435	2.287703	3.09	0.002*
VARDOL	-2.21852	2.331827	-0.95	0.341
FY	1.919957	6.949261	0.28	0.782
ROE	-9.22474	9.999636	-0.92	0.356
ROA	-0.55013	0.212335	-2.59	0.010*
Sabit Terim	-418.743	285.3339	-1.47	0.142
Model Bilgileri				
Wald χ^2 İst.	74.34			
Olasılık(χ^2)	0.0000*			
RMSE	4.0801			

Not: *,** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 18’de ortak korelasyonlu etkiler tahmincisiyle tahminlenen son modelin sonuçları gösterilmektedir. Wald istatistiği modelin genel olarak anlamlılığına işaret etmektedir. Sonuçlar, FTAB, FPD, YÜKDOL ve ROA bağımsız değişkenlerinin FB/TA bağımlı değişkeni üzerinde istatistiksel ve anlamlı etkisinin olduğunu göstermektedir. FTAB ve YÜKDOL değişkenlerinde meydana gelen bir birimlik artış FB/TA oranını yaklaşık olarak sırasıyla 30.49 ve 7.07 birim arttırmaktayken FPD ve ROA’da meydana gelen bir birimlik artış ise FT/AB oranını yaklaşık olarak sırasıyla 5.39 ve 0.55 birim azaltmaktadır.

İşletmelerin pasifleri içerisinde yer alan yabancı kaynaklar finansal borç, ticari borç ve diğer borçlar olmak üzere üç ana başlıktan oluşmaktadır. Bunlardan son ikisi işletmenin kısa süreliğine ticari faaliyet içerisinde bulunduğu işletmelerden kullandığı ticari krediler ve zamanı geldiğinde ödemek zorunda olduğu borçlara karşılık ayırdığı kaynaklardan oluşmaktadır. Finansal borçları ise para piyasalarından ve sermaye piyasalarından edindiği kaynaklardır. Belirli bir faiz oranı ve vadesi bulunmakta ödemesi anlaşmalar ile şartlara bağlanmaktadır. Toplam aktifler içerisinde finansal borçların dağılımı aynı zamanda işletmenin finansman politikası tercihi olarak ne oranda özellikle bankacılık sistemini, sermaye piyasalarını ve para piyasalarını kullandığının da bir göstergesidir.

Bu bağlamda modelin analizinde işletme aktif büyüklüğü (FTAB), pasifler içerisindeki finansal borç kullanımını (FB/TP), istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç teorik kısımda tartışıldığı üzere büyük işletmelerin finansman sağlamada, para ve sermaye piyasalarına erişim imkânları, kredibilite bakımından küçük işletmelere göre avantajlı olduğu ve bu nedenle de finansal borç kullanımlarının daha yüksek olduğu yönündeki teorik bilgi ile örtüşmektedir.

Firma piyasa değeri FPD ve aktif kârlılık (ROA) değişkenlerinin pasifler içerisindeki finansal borç oranını (FB/TP), istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkilediği görülmektedir. Diğer bir ifadeyle işletme piyasa değeri arttıkça finansal borç oranı azalmaktadır. Çünkü finansal borç oranının artması aynı zamanda finansman giderlerinde artış meydana getirmekte ve FVÖK’den düşülmektedir. Finansman giderlerindeki artış vergi tasarrufu etkisinin üzerine çıktığında özsermaye sahipleri doğal olarak alacakları temettü oranının düşmesi nedeniyle borçlanmayı istemeyeceklerdir. Piyasa değerinin artması özsermaye sahiplerine sermaye kazancı sağladığından borçlanma tercih edilmesinde isteksiz davranacaklardır. Diğer bir

ifadeyle bu sonuç özsermaye sahiplerinin hem finansman giderlerini kârdan düşürülmemesini, hem de piyasa değeri artışı sayesinde sermaye kazancı elde etmeyi finansal borçlanmaya tercih ettikleri anlamına gelmektedir. Bu kapsamda FPD ve ROA değişkenlerinin finansal borç oranı üzerindeki negatif etkisi teorik çerçeveyi desteklemektedir.

YÜKDOL değişkeni FB/TA değişkeni üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etki göstermektedir. Diğer bir anlatımla yabancı para birimi cinsinden yükümlülüklerdeki artış, finansal borçlanmayı artırmaktadır. Teorik çerçeveye göre gerek borç verenler gerekse borç alanlar açısından aşırı yükümlülük dolarizasyonu beraberinde kur riskini barındırmaktadır. Kur farkı zararları kârdan düşüldüğünden özsermaye sahiplerinin alacağı temettüyü negatif etkilemektedir. Bir başka açıdan ise borç verenler yükümlülük dolarizasyonunda meydana gelen artışı işletme finansal yapısını zayıflattığı gerekçesi ile ilave risk primi veya teminatlar talep etmelerine ve finansman giderlerinde artış ile birlikte işletmelerin borçlanma iştahının düşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle yükümlülük dolarizasyonunun finansal borç üzerinde negatif etki göstermesi beklenmelidir. Ancak analiz sonuçlarına göre yükümlülük dolarizasyonunun finansal borçlanma üzerinde pozitif etkisi yukarıda belirtilen teorik çerçeve ile örtüşmemektedir. Sonuçlar 2008 küresel kriz sonrası dünya üzerinde ortaya çıkan likidite bolluğunun GOÜ'lere yönelmesi, yüksek faiz uygulaması ve likidite bolluğunun kurları baskılamasının, işletmelerin borçlanma iştahını uyarması ile açıklansada altında yatan, bilgi asimetrisi, ters seçim gibi başka nedenlerinde olabileceği bundan sonraki çalışmalarda araştırılması gerekmektedir.

3.6.8. CCE Model Tahmincisi Genel Sonucu ve Yorumlanması

Tablo 19. CCE tahmincisi birleştirilmiş etki tablosu tüm sonuçlar

CCE	TB/ÖS	DS/DV	TB/TA	KVB/TP	UVB/TP	ÖS/TA	FB/TA
FTAB	+ [*]	- [**]	+ [*]	+ [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]
FPD	- [**]	+	- [*]	- [*]	-	+ [*]	- [*]
YÜKDOL	- [***]	+ [**]	+	- [*]	+ [*]	-	+ [*]
VARDOL	+	-	- [***]	- [***]	-	+ [***]	-
FY	+ [*]	+	+	+ [**]	-	-	+
ROE	- [**]	+	-	-	+	+	-
ROA	-	+	- [*]	- [***]	-	+ [*]	- [*]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Ortak Korelasyonlu Etkiler (CCE) tahmincisi ile tahminlenen tüm modellere ait, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisinin yönünü, anlamlılık düzeyini gösteren birleştirilmiş etki sonuçları Tablo 19’da sunulmuştur. Tablonun geneli bütüncül bakış açısından yorumlandığında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

Tahminci sonuçlarına göre varlık dolarizasyonu (VARDOL) ve yükümlülük dolarizasyonu (YÜKDOL) bağımsız değişkenlerinin işletmelerin finansman politikalarını değişik anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilediği görülmektedir. Bu sonuca göre tezin temel hipotezi doğrulanmıştır. Ancak bu etkinin yönü finansman politikası olarak kullanılan kaynağın çeşidi, vadesi, yöntemine göre farklılık göstermekte bazı finansman politikalarında ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bunun nedeni olarak finansal olayların sonuçlarının tek bir nedene bağlı olmaması, makro anlamda küresel, bölgesel, ulusal ölçekte yaşanan ekonomik ve siyasi olaylar ile sektörel seviyede meydana gelen finansal, teknolojik ve yönetsel gelişmelerden etkileniyor olması görülebilir.

Tablo 19’daki sonuçlara göre VARDOL değişkeni, finansman politikasını açıklayan toplam 3 adet değişken (TB/TA KVB/TP ve ÖS/TA) üzerinde etkiye sahipken, YÜKDOL değişkeni daha geniş bir yelpazede beş adet bağımlı değişken (TB/ÖS, DS/DV, KVB/TP, UVB/TP, FB/TA) üzerinde etkiye sahiptir. Etki gücü bakımından ise VARDOL değişkeninin bağımlı değişken üzerindeki istatistiksel olarak anlamlılık düzeyinin %10 düzeyinde olduğu, YÜKDOL değişkeninin ise %1, %5 ve gibi daha güçlü anlamlılık düzeyinde olduğu görülmektedir. Bu bağlamda VARDOL değişkeninin bağımlı değişken üzerinde etkisinin YÜKDOL değişkenine göre daha zayıf olduğu söylenebilir. Bu sonuçlar teorik kısımda tartışılan yükümlülük dolarizasyonunun bilançolar üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu yönündeki teorik bilgileri desteklemektedir.

YÜKDOL bağımsız değişkeni borçlanma ile ilgili değişkenlerden TB/ÖS, KVB/TP, oranını istatistiksel olarak anlamlı negatif, uzun vadeli kaynaklar ile ilgili bağımsız değişkenlerden DS/DV, UVB/TP ve FB/TA oranlarını pozitif etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle YÜKDOL değişkeni uzun vadeli kaynaklar üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Bu sonuçların hepsi birlikte değerlendirildiğinde, yükümlülük dolarizasyonu arttan işletmelerin finansman politikası olarak uzun vadeli kaynak kullanımına yöneldiği sonucuna ulaşılabılır.

VARDOL bağımsız değişkeni ise borçlanma ile ilgili değişkenlerden TB/TA ve KVB/TP oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif, öz sermaye ile ilgili bağımsız değişken ÖS/TA oranı üzerinde anlamlı pozitif etkiye sahiptir. Tüm sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde, işletmelerin varlık dolarizasyonu arttıkça borçlanma ve kısa vadeli borçlanma eğiliminin azaldığı, özsermaye ile finansman eğiliminin arttığı sonucuna ulaşabiliriz.

FTAB bağımsız değişkeni tüm bağımlı değişkenler üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahiptir. Ayrıntısına baktığımızda ise FTAB değişkeni borçlanma ile ilgili bağımlı değişkenlerden TB/ÖS, TB/TA, KVB/TP, UVB/TP ve FB/TA oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif, uzun vadeli kaynaklar ve özsermaye ile ilgili ÖS/TA ve DS/DV oranları üzerinde negatif etkiye sahiptir. Bu sonuçlar firma büyüklüğü artan işletmelerin borçlanma ile finansmana yöneldiğini göstermektedir. Bu sonuç literatür kısmında tartışılan büyük işletmelerin finansal piyasalara erişim, piyasalara verdikleri güven nedeniyle daha fazla borçlanma eğiliminde oldukları literatür bilgisini desteklemektedir.

FPD bağımsız değişkenin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisinin yönünü ayrıntılı incelediğimizde borçlanma ile ilgili olan TB/ÖS, TB/TA, KVB/TP, FB/TA oranlarını istatistiksel olarak anlamlı negatif, öz sermaye ile ilgili ÖS/TA bağımlı değişkenini anlamlı pozitif etkilemektedir. Bu sonuç FPD değerindeki artışın işletmelerin öz kaynakla finansman eğilimini artırdığı anlamını taşımaktadır. Bunun sebebi piyasa değeri artışı, hisselerin değerinin artması anlamına gelmektedir. Öz sermaye sahipleri FPD artışından sermaye kazancı elde etmektedirler. Daha fazla sermaye kazancı elde etmek isteyen sermaye sahipleri; hisse satın almak, daha fazla sermaye koymak veya kâr paylarını işletmede bırakmak suretiyle işletmelere özsermaye ile finansman sağlama eğilimleri artmış olabilirler.

Diğer bir bağımsız değişken ise firma yaşıdır (FY). FY bağımsız değişkeni, borçlanma ile ilgili oranlardan TB/ÖS ve KVB/TP oranları üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Diğer değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Literatürde firma yaşı arttıkça işletmelerin pazar payı ve örgütsel yapısının genişlediği ve kısa vadeli kaynak gerektiren, personel giderleri, pazarlama giderleri, hammadde ihtiyacı, stok ihtiyacı ve enerji giderlerinin arttığı belirtilmektedir. Bu giderlerin artması işletmenin kısa vadeli borçlanma gereğinin de

artması anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle FY artan işletmelerin kısa vadeli borçları artmakta, buna bağlı olarak toplam borcu artmaktadır.

Tablo 19'dan çıkartılan bir diğer sonuç ise ROE ve bağımsız değişkeni hariç, KVB/TP bağımlı değişkeni üzerinde, diğer tüm değişkenlerin değişik anlamlılık düzeylerinde etkiye sahip olduğudur. Bu sonuç, kısa vadeli borçlanmanın kârlılık, piyasa değeri gibi işletme faaliyetlerinden kaynaklı birçok faktör ile yaş, büyüklük gibi işletmeye özgü özelliklerdeki değişimlere karşı duyarlılığının yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca CCE tahmincisine ait tüm tablolardaki etki katsayıları incelendiğinde ROA ve ROE değişkenlerinin, bağımlı değişkenler üzerindeki anlamlılık katsayılarının diğer değişkenlere göre oldukça düşük olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu sonuç her iki kârlılık çeşidinin finansman politikaları üzerindeki etkisinin zayıf olduğunu göstermektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Dolarizasyon sorununun dünya üzerinde makro çerçevede ülkeler, mikro seviyede işletmeler üzerindeki etkileri homojen değildir. Çünkü dolarizasyonun oluşumu ile ilgili koşullar ülkeden ülkeye sektörden sektöre farklılık göstermektedir. Bu bağlamda dolarizasyon olgusu ülkeler seviyesinde üç gruba ayrılmaktadır. Birinci grup ülkeler tarihten gelen miras veya sonradan edindikleri ekonomik siyasi ve askeri güce dayalı olarak para birimleri uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan ülkeler. Bu ülkeler ABD, İngiltere, Avrupa Birliği, Japonya gibi ülke veya ülke gruplarıdır. Bu ülkelerde genellikle tekli para birimi kullanıldığı için dolarizasyon sorununun etkileri ekonomik birimlere fazla yansımamaktadır. İkinci grup ülkeler Panama ve Ekvator gibi ulusal para biriminin tüm özelliklerini yasal olarak ortadan kaldırıp tamamen uluslararası rezerv para olma özelliği taşıyan başka bir ülkenin para birimini ulusal ekonomisinin içerisinde, paranın tüm özelliklerini taşıyacak şekilde dolaşıma sokan ülkelerdir. Bu ülkelerdeki ekonomik birimlerde dalgalanma korkusu, kur riski ve dolarizasyon gibi etkileri fazla hissetmemektedirler. Çünkü para birimleri güçlü bir ülkenin para birimi özelliklerine sahiptir. Üçüncü grup ülkeler Arjantin, Rusya ve Meksika ve içerisinde Türkiye'nin de bulunduğu ulusal para birimleri siyasi sınırları dışında borçlanma ve değişim aracı olarak kabul görmeyen ülkelerdir.

Finansal kriz, bankacılık krizi, dalgalanma korkusu, kur riski, devalüasyon, aşırı enflasyon oynaklığı, güven bunalımı, ödemeler dengesi sorunları gibi şoklara maruz kalan ülkeler üçüncü gruba giren ülkelerdir. Türkiye'de bu ülkelerden birisidir. Dolarizasyon sorunu ve işletmelerin finansman politikalarına yansması bu gruptaki ülkeler ve bu ülkelerdeki işletmeler nezdinde ortaya çıkmaktadır. Herhangi bir nedenle ulusal para birimine duyulan güvenin sarsılması ile ekonomik birimlerin güvenilir uluslararası rezerv paraları tasarruf, değişim, değer saklama gibi amaçlarla kullanmaya başlaması ekonomik döngü içerisinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonunu ortaya çıkartmaktadır. Bu tip ülkelerde kamu ve özel işletmelerin finansman politikalarını oluştururken yabancı para birimlerinin değerindeki değişimler ile birlikte, ellerindeki mevcut yabancı para varlıklarının ve yükümlülüklerinin durumunu her zaman dikkate almak ve politikalarını ekonomideki "çoklu para birimi sisteminin" varlığına, işleyiş şekline ve koşullarına göre şekillendirmeleri gerekmektedir.

Bu kapsamda tezde Türkiye’de BİST imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 113 işletmenin, varlık ve yükümlülük dolarizasyon sorunu altında finansman politikalarını nasıl şekillendirdikleri incelenmiştir. Diğer bir anlatımla üçüncü grup ülkeler açısından sorun olarak görülen dolarizasyonun, işletme finansman politikalarını etkileyip etkilemediği test edilmeye çalışılmıştır. Analizlerde ekonometrik modelin kısıtları çerçevesinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonu ile literatüre göre belirlenen bağımsız değişkenlerin, işletmelerde kullanılan kaynağın çeşidi (borç-özsermaye), vade yapısı (kısa –uzun) ve temel finansman politikalarına uyum konusu üzerindeki etkilerine odaklanılmıştır. Bu kapsamda söz konusu işletmelerin 2007-2019 dönemi çeyrek dönemlik verilerinin belirlenen amaçlar çerçevesinde, belirlenen oranlar üzerinden yapılan grafik incelemesinden aşağıdaki çıkarımlar elde edilmiştir.

a. İşletmelerin 2007-2019 döneminde özsermaye ile finansman yöntemini fazla tercih etmedikleri görülmektedir (Grafik 7, Grafik 9, Grafik 17). Diğer bir ifadeyle aktifler içerisindeki ve kaynaklar içerisindeki özsermaye kullanımının azaldığı tespit edilmiştir. Aynı dönemde işletmelerin borçlanma ile finansman politikasına ağırlık verdikleri görülmektedir. Ancak bu artış ticari borç kullanımından ziyade finansal borç kullanımı yöntemi ile gerçekleştirilmektedir ve uzun vadeli borç şeklindedir. Finansal borç kullanımındaki artış aynı zamanda ülkedeki kredi imkânlarının arttığı ve finansal piyasaların gelişip derinleştiğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

b. Devamlı sermaye / duran varlıklar oranının 1.15-1.20 arasındaki seyri temel finansman politikası olan “dönen varlıklar kısa vadeli kaynaklar, duran varlıklar uzun vadeli kaynaklar” ile finanse edilir ilkesine uyulduğunu göstermektedir (Grafik 12). Bu oranın her zaman 1 değerinin üzerinde olması işletme sermayesinin gücünü göstermektedir.

c. Devamlı sermaye/ duran varlıklar oranının 1:1’lik kısmı üzerinde kalan 0,15 -0,25 oranındaki devamlı sermaye fazlalığı, dönen varlıkların dalgalanmayan kısmının (net işletme sermayesi kısmı) finansmanında kullanılmaktadır. Bu bağlamda işletme sermayesinin dalgalanmayan bölümünün uzun vadeli kaynaklar ile finanse etmek suretiyle olumsuz gelişmelere karşı likidite sıkışması yaşamamak için riski azaltmak amaçlı işletme sermayesini güçlendirme eğiliminde oldukları düşünülebilir. Bu kapsamda imalat sanayi işletmelerinin finansman teorisinin diğer

temel ilkesi “işletme sermayesinin dalgalanan kısmı kısa vadeli, kalan kısmı ise (net işletme sermayesi) uzun vadeli kaynaklar ile finanse edilir.” ilkesi ile uyumlu hareket ettikleri sonucuna ulaşılabilir.

ç. Toplam kaynaklar içerisinde kısa vadeli borç kullanımı dengeli bir şekilde %30-40 bant aralığında seyrederken, uzun vadeli borç kullanımı 2012 yılına kadar %15-20 aralığında yatay seyir izlerken 2012 sonrası artış eğilimine göstererek %20-25 seviyelerine çıktığı görülmektedir (Grafik 14, Grafik 15). Buradan imalat sanayi işletmelerin uzun vadeli borçlanma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılabilir.

d. 2007 yılından itibaren SPK'nın uygulamaya koyduğu finansal araçlar ile ilgili kurallar çerçevesinde işletmelerin özellikle yükümlülük dolarizasyonunu azaltmaya yönelik olarak türev işlemleri 2014 yılından itibaren çok hızlı ivmeyle artan oranda kullanmaya başladığı görülmektedir (Grafik 24, Grafik 25). Bu sonuç Türkiye’de türev finansal araçlar ve işlemler ile ilgili piyasaların geliştiğinin başka bir kanıtıdır. Ayrıca finansal alanda bu yöntemleri kullanacak yeterli bilgi, deneyim ve insan kaynağı potansiyelinin oluştuğunun da göstergesidir.

e. Dolarizasyon boyutunun grafiksel incelemesinden elde edilen sonuçlara göre imalat sanayi işletmelerinin 2014 yılına kadar dengeli şekilde yürüttükleri varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, 2014 yılından itibaren bozulma eğilimi göstermiş ve varlık dolarizasyonu ile yükümlülük dolarizasyonu arasındaki makas açılmaya başlamıştır. Bu kapsamda yabancı para varlık ve yükümlülükleri arasında denge 2014 sonrası türev işlemler vasıtasıyla sağlanmaya çalışılmıştır (Grafik 21, Grafik 24, Grafik 25).

Daha ileri düzeyde ekonometrik analiz yöntemleri kullanılarak, işletmeler seviyesinde yapılan panel veri analiz yöntemi ile dolarizasyon eğiliminin işletmelerin finansman politikalarını etkilediği temel hipotezi başta olmak üzere literatüre göre oluşturulan modeller ve alt hipotezler test edilmiştir. Modeller birbirine yakın sonuçlar veren iki ayrı tahminci ile tahminlenmiştir. Her iki ekonometrik tahmincinin analiz sonuçlarına göre işletmeler seviyesinde ortaya çıkan varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, işletmelerin finansman politika tercihlerini değişik kanallardan ve değişik şekillerde istatistiksel olarak anlamlı etkilediği tespit edilmiştir. Bu sonuca göre tezin temel hipotezi doğrulanmıştır (Tablo 19). Ayrıca imalat sanayi alt sektörlerinde varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun finansman politikaları üzerindeki etkisinin farklılaştığı gözlemlenmektedir (EK-C). Bunun sebebi 113

imalat sanayi sektörü içerisindeki heterojen bir yapı mevcut iken, daha alt sektörlerde firma sayısı azaldıkça homojenliğin artmasıdır.

Çalışmanın tüm sonuçları (Tablo 19) bütüncül bakış açısından değişkenler seviyesinde teker teker veya birlikte ele alınıp değerlendirildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşabiliriz. Yükümlülük dolarizasyonu kullanılan kaynağın çeşidini TB/ÖS değişkenini %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak negatif etkilemektedir (Tablo 19). Teorik beklentide yükümlülük dolarizasyonun oluşturduğu kur riski nedeniyle borç verenlerin isteksiz davranacağı, ilave risk primi talep edeceği bu nedenle işletmelerin genel borçlanma kapasitelerinin zayıflayacağı ve negatif etkileneceği yönündedir. YÜKDOL borçlanma üzerindeki negatif etkisi bu bağlamda teori ile örtüşmektedir. Yükümlülük dolarizasyonunun KVB/TP oranı üzerindeki negatif etkisi teorik beklentiyi desteklemekte ancak yetersiz kalmaktadır. Ayrıca sonuçlar Zeybek (2014)'in, dolarizasyonun finansman maliyetini incelediği çalışmanın sonucu “dolarizasyon eğiliminin arttıkça firmaların finansman giderlerinin de arttığı ve işletmelerin uzun vadeli borçlanma yeteneğinin azaldığı yönündeki sonuçları desteklemektedir. Bu bağlamda yükümlülük dolarizasyonunun borçlanma üzerindeki negatif etkisi teorik beklenti ile örtüşmektedir.

“Duran varlıkların devamlı sermaye ile finanse edilmesi” temel finansman kuralıdır ve DS (Uzun vadeli borç + Özsermaye) /DV oranı ile ölçülmektedir. Bu bağlamda analiz sonuçlarında Yükümlülük dolarizasyonunun DS/DV oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkisi olduğu görülmektedir. Bu sonuç YÜKDOL arttıkça işletmelerin duran varlıklarını devamlı sermaye ile finanse etme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Ancak bu sonuç devamlı sermaye bileşenlerinden (Uzun vadeli borç + Özsermaye) hangisi üzerinde etkisi olduğunu açıklamamaktadır. YÜKDOL değişkeninin ÖS/TP değişkeni üzerindeki etkisine baktığımızda istatistiki olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Buna karşılık UVB/TP oranı ve FB/TP oranını üzerinde ise istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkiye sahiptir (Tablo 19). Buradan hareketle, YÜKDOL değişkeninin devamlı sermaye içerisindeki uzun vadeli borç üzerinde etkisinin olduğu ve bu borcun finansal borçlanma şeklinde gerçekleştiği sonucuna ulaşabiliriz. Diğer bir ifadeyle YÜKDOL değişkeni temel finansman kuralının ölçüldüğü (DS/DV) oranını özsermaye üzerinden ziyade uzun vadeli borçlanma üzerinden etkilemektedir. İşletmelerin yükümlülük dolarizasyonu arttıkça kur riskini minimize etmek amaçlı finansman politikası olarak uzun vadeli

kaynak kullanımına yöneldiği ve bu kaynağı daha çok finansal borç olarak uzun vadeye yaymayı tercih ettiği sonucuna ulaşılabilir.

Yükümlülük dolarizasyonunun finansman politikaları üzerindeki teorik beklenti; işletmelerin “YÜKDOL arttıkça genel borçlanma imkânları ve uzun vadeli borçlanma yeteneklerinin zayıflayarak kısa vadeli borçlanmalarının artacağı ve öz sermaye ile finansmanın tercih edileceği” yönündedir. Diğer bir ifadeyle, yükümlülük dolarizasyonu artan işletmelerin, kur riski baskısı, borç verenlerin isteksizliği ve ilave risk priminin finansman maliyetlerini artırması nedeniyle, uzun vadeli borçlanma yeteneklerinin negatif etkilenmesi, kısa vadeli borçlanmaya veya özsermaye ile finansmana yönelmeleri beklenmektedir. YÜKDOL değişkeninin DS/DV oranını anlamlı pozitif, TB/TA oranını negatif etkilemesi genel borçlanmanın azalacağı yönündeki teorik yaklaşımla örtüşmektedir. Ancak yükümlülük dolarizasyonunun UVB/TP oranını ve FB/TP oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkisi, KVB/TP üzerindeki istatistiksel olarak anlamlı negatif etkisi teorik beklenti ile uyuşmamaktadır. Uyuşmazlığın iki sebebi olabilir. Birincisi, uzun vadeli yabancı para birimi cinsinden borçlanarak kısa vadeli borçları kapatmak suretiyle borcun vade değişimi gerçekleştirilmiş olabilir. İkincisi, uzun vadeli yabancı para birimi cinsinden borçlanma ile dönen varlıkların finansmanı sağlanarak, kısa vadeli borçlanma gereği azaltılmış, belirli bir kısmıyla duran varlıkların bir bölümünün finansmanı sağlanmış ve nakit akışı hızlandırılmak suretiyle kısa vadeli borçlanma ihtiyacı azaltılmış olabilir. Yükümlülük dolarizasyonunun KVB / TP oranı üzerinde negatif, UVB/TP ve FB/TP oranı üzerinde ise pozitif etkisi söz konusu yöntemlerden birisinin veya her ikisinin birlikte kullanılması ile açıklanabilir. Hangisi olduğu araştırmaya muhtaçtır. YÜKDOL değişkeninin UVB/TA değişkenini pozitif etkilenmesi KVB / TP oranını negatif etkilemesi bu iki yöntemin kullanıldığını teyit etmektedir. Bu bilgiler çerçevesinde işletmelerin hangi yöntemi gerçekleştirdiğine karar vermek oldukça güçtür. Ancak bu çıkarımlar gelecekte değişik sektörler üzerinde yapılacak akademik çalışmalar ile desteklenmesi ve analiz edilmesi gerekmektedir. İşletmelerin kullandığı uzun vadeli kaynağın yatırım için mi kısa vadeli borçların döndürülmesi için mi kullanıldığının tespiti sektörün geleceğine yönelik planlamalarda ve istihdam politikalarının şekillendirilmesine önemli katkılar sunabilir.

Analizin diğer bir sonucu, varlık dolarizasyonunun finansman politikalarını açıklayan bağımlı değişkenler üzerinde sayıca ve anlamlılık düzeyinde etkisinin daha

zayıf, yükümlülük dolarizasyonun ise bağımlı değişkenler üzerinde sayıca ve anlamlılık düzeyinde etkisinin daha yüksek olduğudur. Bu sonuç, teorik kısımda tartışılan yükümlülük dolarizasyonun işletmelerin finansal yapılarını daha fazla etkilediği ve bilançoları üzerindeki olumsuz etkilerinin daha baskın olduğu yönündeki literatür bilgisini desteklemektedir. Buradan hareketle finans yöneticilerine, finansman politikalarının şekillendirilmesinde yükümlülük dolarizasyonu göstergesini daha fazla dikkate almaları gerektiği önerisi sunulabilir.

Varlık dolarizasyonu toplam aktifler içerisindeki toplam borç ve kısa vadeli borcun oranını gösteren TB/TA ve KVB/TP değişkenleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif etkiye sahiptir. Toplam aktifler içerisindeki özsermaye oranını gösteren ÖS/TA değişkenini ise istatistiksel olarak pozitif anlamlı etkilemektedir. Üç sonuç birlikte değerlendirildiğinde işletmelerin varlık dolarizasyonu arttıkça, özellikle kısa vadeli borçlanma eğiliminin azaldığını ve işletme üzerinde vade baskısı yaratmayan özsermaye ile finansman politikasına yöneldiği sonucuna ulaşılabılır. Kısa vadeli borçlanma ve borçlanma üzerindeki negatif etkinin sebebi varlık dolarizasyonu yüksek işletmelerde kur riskinin düşük olması nedeniyle kısa vadeli borçlanma gereğinin azalmasından kaynaklanabilir. Özsermaye üzerindeki pozitif etkisi varlık dolarizasyonu yüksekliği nedeniyle kurlardaki artışın kârlara yansıtılarak özsermaye sahiplerine temettü olarak ödeneceğinin bilinmesi olabilir. Bu bilgiye sahip özsermaye sahipleri daha fazla özsermaye geliri elde etmek amacıyla varlık dolarizasyonu yüksek işletmeleri özsermaye ile finanse etme eğilimine yönelebilirler. Bu bilgilerden hareketle, işletmelerin kur farkı kazançlarının yüksek olduğu ve esas faaliyet kârını baskıladığı sonucuna ulaşılabılır. Ancak bu sonucun finans alanında, başka işletmeler üzerinde ileride yapılacak başka çalışmalar ile desteklenmesi ve teyit edilesi gerekmektedir. Yapılan bu çıkarım son yıllarda literatürde sıkça yer almaya başlayan davranışsal finansın konusu ile de ilişkilidir. Bu bağlamda çalışma davranışsal finans ile ekonometrik analiz sonuçlarını belirli bir noktada buluşturma, çıkarım yapma noktasında literatüre katkı sağladığı düşünülmektedir.

Diğer değişkenler ile ilgili analiz sonuçları değerlendirildiğinde FPD değişkeni TB/ÖS, TB/TA, KVB/TP, FB/TP değişkenlerini istatistiksel olarak negatif anlamlı etkilemektedir. Ancak özsermaye ve devamlı sermaye ile ilgili, ÖS/TA ve DS/DV değişkenini istatistiksel olarak pozitif anlamlı etkilemektedir (Tablo 19). İki sonuç birlikte değerlendirildiğinde FPD değişkeni borçlanma üzerinde negatif, özsermaye

üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, FPD arttıkça özsermaye ile veya devamlı sermaye bileşeni olan uzun vadeli borçlanma ile finansman sağlama yöntemi tercih edilmektedir. Sonuçlar teorik kısımda tartışılan işletmelerin değerini maksimize edebilmesi için hisselerle olan talebi uyarmak zorunda olduğu ve özsermaye sahiplerinin karlarını işletmede tutarak karşılığında hisse almak suretiyle hisselerle olan talebi uyurarak hisse senedi artışından sermaye kazancı elde etme eğilimi sergileyebilecekleri yönündeki yaklaşımı desteklemektedir. Özsermaye sahiplerinin sermaye kazancı ile kâr payı kazancı arasındaki vergi oranı farkı ve verginin ödenmesinde zamansal olarak ortaya çıkan fark nedeniyle karlarını işletmede alıkoyarak karşılığında hisse almayı talep etmelerinin hisselerle olan talebi uyardığı yönündeki bilgiyi de desteklemektedir. Bu şekilde özsermaye sahipleri bir taraftan sermaye kazancı diğer taraftan vergi avantajından faydalanmaktadırlar. Yukarıda belirtilen sebeplerden dolayı piyasa değeri artan işletmelerin finansman politikası olarak özsermaye ile finansman yöntemini tercih etme eğilimlerinin artacağı yönündeki teorik bilgi ile çalışma sonuçları örtüşmektedir.

Diğer bir değişken ROA aktif kârlılığın TB/TA, KVB/TP, FB/ TP değişkenleri üzerinde istatistiksel olarak negatif anlamlı, ancak ÖS/TA istatistiksel olarak pozitif anlamlı etkilemektedir (Tablo 19). Bu sonuçlara göre, iç kaynak yaratma kapasitesi artan işletmelerin borçlanma yöntemi ile finansman sağlama eğilimi azalmakta, özsermaye ile finansman yöntemi daha fazla tercih edilmektedir. Teorik kısımda tartışıldığı üzere, aktif kârlılığı (ROA) yüksek işletmelerin işletme sermayesi, stokları likit varlıklar, kısa vadeli alacakları, işletme sermayesi, gibi dönen varlıklarını etkin verimli kullanmadığı anlamına gelmektedir. ROA oranının yüksekliği borç verenler açısından güvence olarak algılanmakta ve daha düşük risk primi talep etmektedirler. Düşük risk primi finansman maliyetlerini azalttığından kârlılığı artırmaktadır. Hissedarlar ve işletme açısından yüksek aktif kârlılık aynı zamanda yüksek oranda özkaynak yaratılması anlamına gelmekte ve özsermaye sahipleri yukarıda belirtilen sermaye kazancı vergi avantajı nedeniyle borçlanmaya göre özsermaye ile finansmanı tercih etmeleri beklenmektedir. Bu kapsamda ROA değişkeninin TB/TA, KVB/TP, FB/TP değişkenleri, diğer bir ifadeyle borçlanma üzerindeki anlamlı negatif etkisi, ÖS/TA üzerindeki anlamı pozitif etkisi teorik çerçeve ile örtüşmektedir. Ayrıca Doğan ve Topal (2016) yaptığı çalışmanın sonucu olan aktif

kârlılığın, TB/ÖS oranı üzerindeki negatif etkisi olduğu, diğer bir ifadeyle finansman tercihinde özsermaye kullanımının artması borçlanmanın azalması anlamına gelen tespiti desteklemektedir.

FY ise TB/ÖS KVB/TP değişkenini istatistiksel olarak pozitif anlamlı etkilemektedir (Tablo 19). Diğer bir ifadeyle, firma yaşı arttıkça işletmelerin borçlanma eğilimi ve kısa vadeli borçlanma ihtiyacı artmaktadır. Teorik kısımda ifade edildiği üzere, FY artan işletmelerin edindikleri tecrübe ve pazar payı sayesinde kredibilitelerinin arttığı finansal piyasalar erişim ve düşük maliyetli borçlanma yönünden yaşça genç işletmelere göre daha avantajlı oldukları belirtilmiştir. Ayrıca işletme yaşam döngüsü içerisinde genel olarak firma yaşı arttıkça ona paralel genişleyen pazar payı ve artan çalışan sayısı gibi nedenlerle kısa vadeli kaynak ihtiyacı da artmaktadır. Sonuçlar bu bağlamda teorik beklentilerle örtüşmektedir.

FTAB değişkeni TB/ÖS, TB/TA, FB/TP, UVB/TA, KVB/TP değişkenlerini diğer bir ifadeyle borçlanma ile ilgili tüm finansman politika tercihlerini istatistiksel olarak pozitif etkilemektedir. Buna karşın, özsermaye ile ilgili tüm değişkenleri (ÖS/TA, DS/DV) istatistiksel olarak negatif anlamlı etkilediği görülmektedir (Tablo 19). Tüm bu bilgilerden hareketle, firma büyüklüğü arttıkça borçlanma ile finansman eğiliminin arttığı özsermaye ile finansman tercihinin azaldığını söyleyebiliriz. Sonuçlar; firma büyüklüğü arttıkça personel gideri, üretim gideri vb kısa vadeli borçlanma gereğinin artacağı, aynı zamanda özsermaye sahiplerinin borcun finansal kaldıraç, vergi avantajı, yönetime katılamama gibi avantajlarından azami faydalanma amaçlı borçlanmayı tercih edeceği teorik bilgisi ile örtüşmektedir. Ayrıca CCE tahmincisi birleştirilmiş etki tablosunda (Tablo 19), FTAB değişkeni bağımlı değişkenlerin tümünü istatistiksel olarak değişik anlamlılık düzeylerinde etkilediği görülmektedir. Bu sonuç, firma büyüklüğünün finansman politika tercihlerinin oluşumunda önemli bir değişken olduğunun göstergesidir. Buradan hareketle finansal yöneticilere, finansman politikalarını şekillendirmesinde firma büyüklüğü avantajını kullanmaları önerilebilir.

Diğer sonuç ise KVB/TP üzerinde, ROE bağımsız değişkeni hariç diğer tüm bağımsız değişkenlerin, değişik anlamlılık düzeylerinde etkiye sahip olmasıdır (Tablo 19). Bu sonuçlar kısa vadeli borçlanmanın kârlılık, piyasa değeri gibi işletme faaliyetlerinden kaynaklı faktörler ile yaş, büyüklük gibi işletmeye özgü özelliklerdeki değişimlere karşı duyarlılığının yüksek olduğunu göstermektedir.

Çalışma ülke ve bankacılık sektörü dolarizasyon ölçümünde kullanılan yöntemlerin amaçlarına uygun olarak, benzer şekilde imalat sanayi sektörü işletmelerinin varlık ve yükümlülük dolarizasyonu ölçümüne ve karşılaştırılmasına yönelik, yöntem ve oranları ortaya koymuştur. Kullanılan yöntem ve bakış açısı, imalat sanayi sektöründe çalışan finansal yöneticilere, finansman politikalarının geliştirilmesi maksadıyla yapacakları analizlerde derinlik katabilir. Çalışma ayrıca sermaye yapısını etkileyen değişkenler içerisinde varlık ve yükümlülük dolarizasyon değişkenini de ekleyerek sermaye yapısı teorilerinin gelişmesine katkı sunabilir ve finansman politikası ile sermaye yapısı ilişkisinin açıklanmasına üçüncü bir boyut kazandırabilir.

Finansman politikaları açısından aşırı yabancı para yükümlülüğü altında, işletme varlıkları içerisinde yabancı para cinsinden atıl likidite bulundurmanın maliyeti bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bu rezervin yükümlülük dolarizasyonunun riskine karşı atıl tutulması, getirisi yüksek muhtemel yatırımın gelirinden mahrum olması anlamına gelmektedir (Eichengreen, Hausmann ve Panizza, 2003). Bu bağlamda çalışma finansal yöneticilere varlık ve yükümlülük dolarizasyonunun alternatif getirilerini ve yükümlülük dolarizasyonun etkilerini finansman politikalarına yansıtma doğru yaklaşımlar sergilemeleri yönünde alternatif bakış açısı kazandırabilir. Bu çalışmanın diğer sektörlerde yaygınlaştırılması Türkiye'nin dolarizasyon etki haritasının çıkartılmasına, dolarizasyonun etkilerini azaltmaya yönelik makro seviyede ayrıntılı para ve maliye politika kararlarının oluşturulmasına katkı sunabilir. Dolarizasyonun etkilerini azaltmaya yönelik sektörel seviyede ayrıntılı politikaların oluşturulmasına yeni bir boyut kazandırabilir. İşletmelere finansman maliyetlerinin düşürülmesinde ve kaynak çeşitlendirilmesinde FB ve FPD avantajını iyi kullanmaları önerilir. Yükümlülük dolarizasyonunun uzun vadeli kaynak kullanımı üzerindeki pozitif etkisinin ayrıntıları bundan sonra yapılacak çalışmalarda araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Achy, L. (2005). Financial liberalization, savings, investment, and growth in MENA Countries, *Research in Middle East Economics*, Sayı:6. Erişim adresi: <https://www.researchgate.net/publication/23743801>
- Achy, L. (2009). Corporate capital structure choices in MENA: Empirical evidence from non-listed firms in Morocco, *Middle East Development Journal*, 1(2), 255-273. <https://doi.org/10.1142/S1793812009000127>.
- Acosta, A. (March/April 2001). The False Dilemma of Dollarization, [Global Policy Forum], Erişim adresi: <https://www.globalpolicy.org/component/content/article/173/30438.html>
- Ahmad, T. (2014). Impact of capital structure on profitability: an empirical analysis of cement sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*. 5 (17), 49-54. Erişim adresi: <https://www.academia.edu/12306253/>
- Aissa, S. B. ve Goaid, M. (2016). Determinants of tunisian hotel -profitability: the role of managerial efficiency. *Tourism Management. Article in Press*. 52, 478-487. Erişim adresi: <https://www.researchgate.net/publication/331642670>
- Akay Kanalı, H. (2011). Para politikasında zaman tutarsızlığı, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 56(2), 141-162, Erişim adresi: <http://dergipark.org.tr/iuifm/issue/802/8731>
- Akgüç, Ö. (2013). *Mali Tablolar Analizi*, Arayış Basım ve Yayıncılık, 15. Baskı, İstanbul.
- Akgül, A. (2006). Yolsuzluğun ve İşsizliğin azaltılması için bir finansal kaynak alternatifi: Avrupa Para Sistemi İle Eş Zamanlı Olarak Türkiye’de Senyoraj Reformu Önerisi, Türkiye İsrافی Önleme Vakfı (TİSVA), Türkiye’nin sorunlarına çözüm serisi:17, Erişim adresi: http://israf.org/public/admin/filemanager/uploaded/kitapciklar/seri17_2020_2.pdf
- Akıncı, M., Kolçak, M. ve Yılmaz, Ö. (2013). Yurt içi orijinal günah’ın belirleyicileri: Türkiye ekonomisi için robust regresyon analizi, *Maliye Dergisi*, Sayı 165, 140-162, Erişim adresi: <https://kutuphane.dogus.edu.tr/mvt/pdf.php>
- Akkılıc, M. E. ve Yıldırım, H. H. (2017). The effect of optimum pricing for the initial public offerings on the return of stocks: evidence from İstanbul stock exchange for 2014-2016. *Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA)*, 4(1), 37-47. DOI: 10.17261/Pressacademia.2017.364
- Aksoy, A. ve Yalçın, K. (2005). *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi. Ankara.
- Albez, A. (2003). *Halka Açılmanın Anonim Şirketlerin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri*, (Doktora tezi), Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi. (Erişim No. 125589)

- Alfaro, L., Kalemli-Özcan, Ş. ve Volosovych, V. (2007). Capital flows in a globalized world: the role of policies and institutions, Ed. Sebastian Edwards: Capital controls and capital flows in emerging economies, policies, practices and consequences içinde, Chicago, IL: University of Chicago Press. Erişim adresi: https://www.researchgate.net/publication/256067592_
- Allen, D. E. (1991). The determinants of capital structure of listed Australian companies: the financial manager's perspective. *Australian Journal of Management*, 16(2), 103-128. <https://doi.org/10.1177/031289629101600201>
- Alp, A. ve Kılıç, S. (2014). *Kurumsal Yönetim*, Doğan Kitap, 1. Baskı, İstanbul.
- Alsu, E. (2017). Effect on profitability of capital structure panel data analysis on BIST 100. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 16(2), 303-312. <https://doi.org/10.21547/jss.300017>
- Altan, M. ve Arkan, F. (2011). Relationship between firm value and financial structure: a study on firms in ISE industrial index, *Journal of Business & Economics Research*, 9(9), 61-66, Erişim adresi:<https://clutejournals.com/index.php/JBER/article/view/5636>
- Alvaro, A. ve Goodhart, C. A. E. (1998). *Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?* (Ed. Jose Luis Malo de Molina, Jose Vinals ve Fernando Gutierrez), Monetary Policy and Inflation in Spain içinde, England Macmillan Press Ltd.
- Arat, M. E. ve Çetin, A. (2011). *Finansal Durum Tabloları Analizi*, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları No: 540/272, İstanbul.
- Ardor, H. N. ve Varlık, S. (2008). İlk günah hipotezi, dolarlaşma ve dalgalanma korkusu: Türkiye ekonomisi üzerine bir değerlendirme, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, [Özel Sayı 19], 283-323. Erişim adresi: <https://docplayer.biz.tr/5352975-Dlk-gunah-hdpotezd-dolarlasma-ve-dalgalanma-korkusu-turkiye-ekonomisi-uzerine-bir-degerlendirme.html>
- Arıkan, R. (2017). *Araştırma Yöntem ve Teknikleri*, Nobel yayıncılık, 3. Basım, Ankara.
- Asongu, S. Raheem, I. Tchamyu, V. (2018). Information asymmetry and financial dollarization in sub-Saharan Africa, *African Journal of Economic and Management Studies*, 9(2), 231-249. DOI:10.1108/ajems-11-2017-0291
- Ayadi, M. A., Omrane, W. B., Lazrak, S., Yang, J. (2018). The dynamics of currency, savings, and investment rates, *International Review of Finance*, 18(1), 3-33, <https://doi.org/10.1111/irfi.12138>
- Aydoğuş, O. ve Çatık, N. (2006). Türkiye'de para ikamesi altında para talebi: 1986-2005, *TISK Akademi Dergisi*, Cilt I. 58-73. Erişim adresi: <https://www.tisk.org.tr/yayin/Akademi-Mart-2006.pdf>
- Aytekin, S. ve İbiş, A. (2014). Mülkiyet yapısının işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi: BIST metal eşya, makina endeksi

(XMESY) üzerinde bir uygulama, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 40, 119-130. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/55953>

Baker, H. K. ve Powell, G. E. (2005). *Understanding Financial Management: A Practical Guide*. USA: Blackwell Publishing.

Bakırtaş, Tahsin (2015). “Original sin” olgusu ve bric-t ülkelerinin dış finansmana dayalı kalkınması, 5’inci istanbul ekonomi ve finans Konferansı,

Baltagi, B.H. (2008). *Econometric Analysis Of Panel Data* (4th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Baltagi, B. H. , Feng, Q. ve Kao, C. (2012). A lagrange multiplier test for cross-sectional dependence in a fixed effects panel data model,, *Journal of Econometrics*.(1), 164-177.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, Erişim adresi: <https://www.bddk.org.tr/Veriler/TBS-Temel-Gostergeler-Raporu/14>

Banz, R. F. (1981), The relation between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0).

Başkurt, Ö. (2005). *Financial Dollarization And Currency Substitution In Turkey*, (Yüksek lisans tezi), Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi. (Erişim No. 161364)

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ve Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: are small firms different?”, *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467-487. Erişim adresi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X08000986>

Berg, A., ve Borensztein, E. (2000). The dollarization debate. International Monetary Found, *Finance & Development*, 37(1), 38-42. Erişim adresi: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/pdf/berg.pdf>

Birleşmiş Milletler, (United Nations), (2019). BM üyesi bağımsız ülke sayısı (2019), Erişim adresi <https://www.un.org/en/member-states/index.html>

Blinder, A.S. (1999). Central bank credibility: why do we care? how do we build it?, *NBER Working Papers*. No: 7161, 1-23. Erişim adresi: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7161/w7161.pdf

Boğa, S. (2017). Finansal kırılganlıklar ve uluslararası sermaye hareketleri: Gelişmekte Olan Ülkeler üzerine bir analiz, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9(16), 1-17, DOI: 10.14784/marufacd.305538

Bordo, M. D., Meissner, C. M. ve Stuckler, D. (2010). Foreign currency debt, financial crises and economic growth: a long-run view, *Journal of*

International Money and Finance, 29(2), 642-665,
<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2010.01.002>

- Bostancı, F. ve Kılıç, S. (2017). Şirketlerde halka açıklık oranının piyasa performansına etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası üzerine ampirik bir çalışma, *İMKB Dergisi*, 12(45), 1-28. Erişim adresi: https://www.researchgate.net/publication/320761412_
- Brealey, R. A., Myers, S.C. ve Marcus, A.J. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*, (Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., 1991. *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York, NY
- Breusch, T. ve Pagan, A. (1980). The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics, *Review of Economic Studies*. 47, 239-253.
- Broner, F., Tatiana, D., Erce, A. ve Schmukler, S. L. (2013). Gross capital flows: dynamics and crises, *Journal of Monetary Economics*, 60(1). 113-133. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.12.004> Erişim adresi: <https://crei.cat/wp-content/uploads/2016/07/BDES-pub.pdf>,
- Bulut, E. ve Demirel, B. (2012). *Uluslararası Para Sisteminin Evrimi*, Gazi Kitabevi, Ankara,
- Caballero, R. J. ve Krishnamurthy A. (2003). Excessive dollar debt: financial development and underinsurance, *The Journal Of Finance*, 58(2), DOI: 10.2139/ssrn.306360
- Calvo, G.A. (2002). On dollarization, *Economics Of Transition*, 10(2), 393-403, <https://doi.org/10.1111/1468-0351.00117>
- Canbaş, S. ve Vural, G. (2016). *Finansal Yönetim*, Karahan Kitabevi, Adana.
- Carrion-i-Silvestre, J. L., Castro, T. ve López-Bazo, E. (2005). Breaking the panels: an application to the GDP per capita, *The Econometrics Journal*. 2, 159-175.
- Ceran, Y., Bezirci, M. ve Ay, M. (2018). *Ticaretin Finansmanında Factoring ve Stok Finansmanı*, s.218-223, Ed. Selahattin Sarı Alp H. Gencer Obidjon Khamidov, International Conference On Eurasian Economies 2018, içinde, Yayın no: 126, Tashkent - Uzbekistan 18-20 June 2018, Erişim adresi: <https://www.avekon.org/proceedings/avekon10.pdf>
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Basım. Yayın Dağıtım 10. Basım, Bursa.
- Chen, W. P., Chung, H., Hsu, T. L. ve Wu, S. (2010). External financing needs, corporate governance, and firm value, *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 234-249. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00801.x>

- Chudik, A. ve Pesaran, M. H. (2015). Common correlated effects estimation of heterogeneous dynamic panel data models with weakly exogenous regressors, *Journal of Econometrics* 188(2), 393-420, <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2015.03.007>
- Cindy, C., Chandra, K., Nuraini, N., Winda, W., Rajagukguk, R. H. ve Simbolon, A. (2018). Pengaruh return on equity ratio, debt to equity ratio, current ratio terhadap earning per share pada, profita: Komunikasi Ilmiah Akuntansi dan Perpajakan, 11(3), <https://doi.org/10.22441/profita.2018.v11.03.005>
- Coad, A. (2018). Firm Age: a survey, *Journal of Evolutionary Economics*, Springer, 28(1), 13-43, Erişim Adresi: <https://link.springer.com/article/10.1007/s00191-016-0486-0>
- Coleman, S., Cotei, C. ve Farhat, J. (2016), The debt-equity financing decisions of US startup firms, *Journal of Economics and Finance*, 40(1), 105-126, Erişim adresi: <https://link.springer.com/article/10.1007/s12197-014-9293-3>
- Corsetti, G. ve Bartosz, M. (2002). Nominal debt and currency crises, unpublished manuscript, *Yale University* (Aktaran; Ricardo Hausmann, ve Ugo Panizza, (2003). The Mystery of Original Sin, <https://www.researchgate.net/publication/228975173>
- Cukierman, A., Webb, B. S. ve Neyapti, B. (1992). Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcome, *The World Bank Economic Review*, 6(3), 353-398. Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/3989977>
- Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2016). *Mali Tablolar Analizi*, Ekin Basım Yayın, 15. Basım, Bursa.
- Çağlar, H. N. (2018). Yöneltil iklim: aile işletmeleri örnek olay çalışması, *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi KAÜİİBFD*, 9(18), 475-483.
- Çakır, H. M. (2013). Nakit döngüsünün firma kârlılığına etkisinin sektörel analizi, *Journal of Yaşar University*, 30(8) 4948-4965, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/179391>
- Çam, A. V. (2016). Halka açıklık oranının firmaların kârlılığına etkisi: tekstil sektöründe bir araştırma, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, ICAFR* 16, [Özel Sayısı]. 519-531, <https://doi.org/10.17130/ijmeb.2016icافر22459>
- Çikot, Ö. (2012). Borçlanma araçları, *Türkiye sermaye piyasası aracı kuruluşlar birliğı (TESPAK) Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, Sayı 115, 1-17. Erişim adresi: https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/gundem_201203.pdf
- Dabbağoğlu, K. (2010). Tahvil-bono ve hisse senedi yatırımlarının raporlanması, *ABMYO Dergisi*. 19, 53-68. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/746797>

- David, J. (1997). The credibility of monetary policy: international evidence based on surveys of expected inflation, 361-395, (3 ve 4 Mayıs 1997, Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada), Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy: Conference summary. Erişim adresi: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/cn97-20.pdf>
Konferans
- Değer, K. ve Öztürk, L. (2003). Parasal birliğin üye ülkeler açısından fayda ve maliyetleri, *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 2(4).103-121. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1342267>
- Demir, Y. (2001). İşletmelerin kâr payı dağıtım politikaları ve firma değerliliğinin vergi uygulamaları ile ilişkisine teorik bir bakış, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi*, 6(1), 55-71. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/195132>
- Demirgil, H. (2011). Merkez bankası bağımsızlığı ve makroekonomik performans: TCMB örneği, *Sosyoekonomi*, 16(2), 112-135. Erişim adresi: [http://www.sosyoekonomijournal.org/Sosyoekonomi16\(16\).pdf#page=114](http://www.sosyoekonomijournal.org/Sosyoekonomi16(16).pdf#page=114)
- Doğan, M. ve Topal, Y. (2016). Kârlılığı belirleyen finansal faktörler: BIST’te işlem gören imalat sanayi firmaları üzerine bir araştırma, *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 3(1), 53-64. Erişim adresi: <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/usakoebyb/>
- Doğan, M. (2013). Sigorta firmalarının sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki ilişki: Türk sermaye piyasası üzerine bir inceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 57, 121-136, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mufad/issue/35637/396161>
- Duffy, J., Nıkıtın, M. ve Smith, R. T. (2006). Dollarization traps, (June 1, 2004). *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(8), Erişim adresi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.623582>
- Dwenger, N. ve Steiner, V. (2014). Financial leverage and corporate taxation: evidence from German corporate tax return data, *Int Tax Public Finance*, 21(1), 1-28. Erişim adresi: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10797-012-9259-3>
- Eberhardt, M. ve Bond, S. (2009). Cross-section dependence in nonstationary panel models: a novel estimator. *MPRA Paper* No. 17692, Erişim adresi: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/17692/>
- Eberhardt, M. ve Teal, F. (2010). Productivity analysis in global manufacturing production, *Economics Series Working Papers 515, Department of Economics, University of Oxford*, Erişim adresi: http://degit.sam.sdu.dk/papers/degit_15/c015_019.pdf
- Edwards, S., (2001). Dolarization and ekonomik performance: an emprirical investigation, *NBER Working Paper*, No.8274, DOI 10.3386/w8274 Erişim adresi: www.nber.org/papers/w8274, 25.06.2002

- Eğilmez, M. (2014). *Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, Remzi Kitabevi 10. Baskı, İstanbul.
- Eğilmez, M. (2016, 25 Temmuz) Türkiye'nin Kredi Notu ve CDS Primi, [Blog yazısı], Erişim adresi:<http://www.mahfiegilmez.com/2016/07/turkiyenin-kredi-notu-ve-cds-primi.html>
- Eichengreen, B. ve Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility, *NBER Working Paper Series 7418*, National Bureau of Economic Research, Erişim adresi: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7418/w7418.pdf
- Eichengreen, B., Hausmann, R. ve Panizza U. (2007). *Currency mismatches, debt intolerance, and the original sin: why they are not the same and why it matters*, (121-170). (Ed. Sebastian Edwards) *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences* içinde, Publisher: University of Chicago Press,
- Eichengreen, B., R Hausmann. ve Panizza U. (2003). Currency mismatches, debt intolerance, and original sin: why they are not the same and why it matters, 121-169, *National Bureau of Economic Research* (NBER), Erişim adresi: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c0150/c0150.pdf>
- Encinas-Ferrer, C. (2015). The ABC of dollarization, Erişim adresi: https://www.researchgate.net/publication/282176539_The_ABC_of_Dollarization
- Endrész, M. Harasztosi, P. (2014), Corporate foreign currency borrowing and investment: The case of Hungary, *Emerging Markets Review*, 21, 265–287, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2014.09.003>
- Er, Ş. (2009). *Dinamik Panel Veri Analizi ve Bir Uygulama*, (Doktora tezi) Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi, (Erişim No. 261785)
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi. (4. Baskı). Ankara.
- Eriotis, N. P., Frangouli, Z. ve Neokosmides, Z.V. (2002). profit margin and capital structure: an empirical relationship, *The Journal of Applied Business Research*, 18(2), 85-88. <https://doi.org/10.19030/jabr.v18i2.2118>
- Ersoy, E. (2012). Reel sektörün finansmanında sermaye piyasalarının rolü, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 39, 69-91, Erişim adresi: <https://ssrn.com/abstract=2731122>
- Eva, L. T. ve Cladua, N. M. (2018). Effect of free float ratio on the behavior of shares valuation in companies listed in Latin American capital market, firm value - theory and empirical evidence, <http://dx.doi.org/10.5772/intechopen.76421>

- Fabozzi, F.J. ve Peterson, P. P. (2003). *Financial Management and Analysis*, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey.
- Fama, E.F. ve French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, 15(1),1-33, <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Feige, E. L. (2003). Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De facto Dollarisation and Euroisation in Transition Countries, *Comparative Economic Studies*, 45(3), (358–383), DOI: 10.2139/ssrn.3400232
- Fernández-Arias, E. ve Hausmann, R. (2000). Is FDI a safer form of financing? the new wave of capital inflows: sea change or just another tide?, *Inter-American Development Bank Research Department Working Paper* No. 416, Erişim adresi: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/88058/1/idb-wp_416.pdf
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248. DOI: 10.1016/S0304-405X(02)00252-0
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2008). Profits and capital structure, *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*, SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1104886>. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1104886
- Fuentes, M., (2009). Dollarization of debt contracts: evidence from chilean firms, *The Developing Economies* 47(4), 458–87, Erişim adresi:<https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.2009.00094.x>
- Gençtürk, M., Dalğar, H. ve Yılmaz, T. (2011). Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Kararlarına Etkileri: İMKB’de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 12(1), 187-207. <https://kutuphane.dogus.edu.tr/mvt/pdf.php?pdf=0018181&lng=0>
- Ghosh, A. ve Jain, P. C. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers, *Journal of Corporate Finance* 6(4), 377-402. DOI: 10.1016/S0929-1199(00)00007-9
- Gökçen, A. M. (1987). Teknolojik değişimin üretim fonksiyonları çerçevesinde analizi, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt. 43, 161-188. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/8526>
- Gönenç, H. ve Karan, M. B. (2001). Do value stocks earn higher returns than growth stocks in an emerging market? evidence from istanbul stock exchange, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(1), 1-25. DOI: 10.2139/ssrn.266048
- Griffin, D. (2010). *Business with a Purpose: Starting, Building, Managing and Protecting Your New Business*, Outskirts Press, Denver, Colorado.
- Grubel, H. G. (2000). The merit of a Canada-US monetary union, *North American Journal of Economics and Finance*, 11(1), 19-40,

[https://doi.org/10.1016/S1062-9408\(00\)00030-9](https://doi.org/10.1016/S1062-9408(00)00030-9) Erişim adresi:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062940800000309>

- Guo, W. C., Wang, F. Y. ve Wu, H. M., (2011). Financial leverage and market volatility with diverse beliefs, *Econ Theory*, 47(2), 337-364. DOI: 10.1007/s00199-010-0548-8
- Gülaç, H. (2014). *İşletmelerin Yatırım Kararları İle Finansman Kararları Arasındaki İlişkinin Değerlendirilmesi: Türkiye İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Dinamik Panel Veri Analizi*, (Doktora tezi) Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi, (Erişim No. 350958)
- Güleç, Ö. F. (2017). Nakit akışları ve kazançların değer ilişkisi: borsa İstanbul uygulaması, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 19(2), 524-546. Erişim adresi: https://www.researchgate.net/publication/319103928_
- Hadri, K. ve Kurozumi, E. (2012). A simple panel stationarity test in the presence of serial correlation and a common factor. *Economic Letters*, 115(1), 31-34.
- Hardie, L. ve Rethel, L. (2019). Financial structure and the development of domestic bond markets, *Business and Politics*; 21(1): 86–112. DOI: 10.1017/bap.2018.11
- Hausmann, R. ve Panizza, U. (2003). On the determinants of original sin: an empirical investigation, *Journal of International Money and Finance* 22(7), 957–990, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.006>
- Hausmann, R., Panizza, U. ve Stein, E. (2001). Why Do Countries Float the Way They Float?, *Journal of Development Economics*, 66(2), 387–414, [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(01\)00168-7](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(01)00168-7)
- Honohan, P. ve Shi, A. (2001). Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies, *The World Bank Policy Research Working Paper* 2748, Erişim adresi: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19409/multi0page.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Hou, Y., Moynihan, D. P. ve Ingraham, P. W. (2003). Capacity, Management, And Performance Exploring the Links, *American Review Of Public Administration*, 33(3), 295-315, Erişim adresi: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0275074003251651>.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G. ve Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: the case of dual debt and equity issues, *Journal of Financial Economics*, 71(3), 517-540. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302501>
- Hsiao, C. (2003), *Analysis of Panel Data*, 2nd edition, New York Cambridge University Press.
- Ingraham, P. W. ve Donahue, A. K. (2000). *Dissecting the Black Box Revisited: Characterizing Government Management Capacity*, 292-318. (Ed. Carolyn J.

Heinrich ve Laurence E. Lynn); Governance and Performance: New Perspectives içinde, Washington: Georgetown University Press.

Ize, A. ve Levy-Yeyati, E. (2003). Financial dollarization, *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347, [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00017-X](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00017-X)
Erişim adresi:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S002219960200017X>

İktisadi Kalkınma Vakfı (2019), Ekonomik ve Parasal Birlik, [Blog] Erişim adresi:
https://www.ikv.org.tr/ikv.asp?ust_id=31&id=230 (14.09.2019)

İncekara, A., Mutlugün, B. ve Yılmaz, A. H. (2017). Borç dolarizasyonunun türk imalat sanayii sektörü büyümesi üzerine etkisi, *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 16-38. Erişim adresi:
<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/271599>

İnvesting, Merkez bankaları faiz oranları: erişim adresi:
<https://tr.investing.com/central-banks/>

İskenderoğlu, Ö. (2008). *İşletmelerin Büyümesinde Büyüklüğün Etkisi: Türkiye İçin Bir İnceleme*. (Doktora tezi) Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi, (Erişim No. 217015) .

İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Ayyıldız, N. (2015). Enerji sektörünün finansal analizi: Türkiye ve Avrupa enerji sektörü karşılaştırması, *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi* 3(3), 86-97. Erişim adresi:
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/iicder/issue/31649/347036>

İstanbul Sanayi Odası (İSO), (2018 Haziran). Devlet Destekleri ve Teşvikler, [Broşür], İstanbul, Erişim adresi:
<http://www.iso.org.tr/sites/1/upload/files/ISO-Devlet-Destekleri-8819.pdf>

Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objection function, Tuck Business School Working Paper No. 01-09; Harvard NOM Research Paper No. 01-01; Harvard Business School Working Paper No. 00-058, *Bank Of America Journal Of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.220671>

Kabakçı, Y. (2008). Sermaye yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişki: gıda sektöründe bir uygulama, *Ege Academic Review*, 8(1), 167-182. Erişim adresi:
<https://arastirmax.com/tr/publication/ege-akademik-bakis-dergisi/8/1/sermaye-yapisi-ile-isletme-performansi-arasindaki-iliski-gida-sektorunde-bir-uygulama/arid/518f41a7-b46a-401d-925c-9245c4dd5281>

Kahn, B. (2005). *Original Sin and Bond Market Development in Sub-Saharan Africa*, 67-84, (Ed. Jan Joost Teunissen ve Age Akkerman: Africa in the World Economy, The National, Regional and International Challenges içinde, FONDAD, Erişim adresi:
http://www.fondad.org/product_books/pdf_download/5/Fondad-AfricaWorld-BookComplete.pdf

- Kakani, K. R., Biswatosh, S. ve Reddy, N. V. (2001). Determinants of financial performance of indian corporate sector in the post-liberalization era: an exploratory study, *NSE Research Initiative Paper*, No. 5, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.904983>
- Kanalıcı, Akay, H. (2011). Para politikasında zaman tutarsızlığı, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 56(2):141-162. Erişim adresi: <http://dergipark.org.tr/iuifm/issue/802/8731>
- Kapopoulos, P., ve Lazaretou, S. (2007). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms, *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 144-158. DOI: 10.1111/j.1467-8683.2007.00551.x
- Karadeniz, E., Kaplan, F. ve Günay, F. (2016). Sermaye yapısı kararlarının kârlılığa etkisi: Borsa İstanbul turizm şirketlerinde bir araştırma, *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 13 (3), ss.38-55. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/267873>.
- Kaya, M., Tunç, H. ve Topçuoğlu, F. (2018). Kısa vadeli borçlanmanın işletmelerin aktif kârlılıkları üzerine etkisi: BİST çimento sektörü üzerine bir uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:78, 171-182. <https://doi.org/10.25095/mufad.412572>
- Kesbiç, C. Y. ve Taşdemir, B. M. (2019). Halka açıklık oranının finansal performans üzerindeki etkisi, *Manisa Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F Yönetim ve Ekonomi*, 26(2), 689-703. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/794525>
- Kızıltan, A. Yergin, H. ve Mercan, M. (2011). Dolarizasyon Çerçevesinde Finansal Terim “Orginal Sin”in Gelişen Piyasalar Bakımından İncelenmesi, Uluslararası 9. Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildirileri Kitabı, s. 2006-2014, Bosna Hersek,
- Kim, H., Heshmati, A., ve Aoun, D. (2006). Dynamics of capital structure: The case of Korean listed manufacturing companies. *Asian Economic Journal*, 20(3), 275-302. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8381.2006.00236.x>.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., (2005). The right role for multiples in valuation, *McKinsey on Finance*, No. 15, 7-11. Erişim adresi: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=805166>
- Koyuncu, A., (2010). *Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Alternatif Finansman Kaynaklarının Oluşturulması ve Gaziantep İlinde Uygulama*, (Yüksek lisans tezi), Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi. (Erişim No. 264874).
- Krugman, P.R. ve Obstfeld, M. (2003). *International Economics: Theory and Policy*, 6th ed., (Ed. Denise Clinton), World Student Series Pearson, Printed in the United States of America.

- Kusnadi, Y. ve Wei, K.C. J. (2017). The equity-financing channel, the catering channel, and corporate investment: International evidence, *Journal of Corporate Finance*, 47, 236–252. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.021>
- Külter, B. ve Demirgüneş, K. (2007). Perakendeci firmalarda kârlılığın etkileyen değişkenler: hisse senetleri İMKB’de işlem gören perakendeci firmalar üzerinde ampirik bir çalışma. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16 (1). 445-460. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/cusosbil/issue/4376/59958>
- Lee, J. ve Strazicich, M. (2003), Minimum Im unit root test with two structural breaks, *Review Of Economics And Statistics*, 1082- 1089. Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/3211829>
- Leland, H. E. ve Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387, Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/2326770>, <https://doi.org/10.2307/2326770>.
- Lemmon, M. L. ve Zender, J. F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187, Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/27919560>
- Lester, D., Parnell, J. A. ve Carraher, S. (2003). Organizational life cycle: A five-stage empirical scale, *International Journal of Organizational Analysis*, 11(4), 339-354 DOI: 10.1108/eb028979
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. ve Reggion, I. (2010). On the endogeneity of exchange rate regimes *European Economic Review*, 54(5). 659–677, Erişim adresi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0014292109001251>
- Levy-Yeyati, E. ve Sturzenegger, F. (2001). To Float or to trail: evidence on the impact of exchange rate regimes, Universidad Torcuato di Tella UTDT, *CIF Working Paper No.* 1/01, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=263824> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.263824>
- Lewellen, W. G. (1971). A Pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, 26 (2), 521-537. <https://www.jstor.org/stable/pdf/2326063.pdf>
- Lucas, E. R., Stokey, N. L. (1982). *Optimal Fiscal And Monetary Policy In An Economy Without Capital 118-160*, Ed. Robert E. Lucas ve Max Gillman, Collected Papers on Monetary Theory içinde, Harvard University Press (2013).
- Mack, C. (1999). Basics of dollarization, Joint Economic Committee Office Of The Chairman Senator, (updated January 2000), s.350-394, Erişim adresi: https://sites.krieger.jhu.edu/iae/files/2017/04/Basics_of_Dollarization_update_d_2000.pdf

- Maddala, G. S., Trost, R. P., Joutz, F. ve Li, H. (1997), Estimation of short-run and long-run elasticities of energy demand from panel data using shrinkage estimators, *Journal of Business & Economic Statistics*, 15(1), 90-100, Erişim adresi: <https://home.gwu.edu/~bmark/JBES%20Stein.pdf>
- Majumdar, S. K. (1997). The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12 (2), 231-241. Erişim adresi: <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1007766324749>
- Marciukaityte, D. (2015). Right-to-work laws and financial leverage, *Financial Management*, 44(1), 147-175, Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/24736486>
- Martí'nez, L. ve Werner, A. (2002). The exchange rate regime and the currency composition of corporate debt: the Mexican experience, *Journal of Development Economics*, 69, 315-334
- Matias, F. ve Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? empirical study of smes in different regions of Portugal, *Research in International Business and Finance*, Volume:40, 19-33. Erişim adresi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531916302975>
- Mckinnon, R. ve Schnabl, G. (2004). The East Asian Dollar Standart, *Fear of Floating, and Osin, Review of Development Economics*, 8(3), 331-360, HKIMR Working Paper No. 11/2003, Erişim adresi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2004.00237.x>
- Mehrotra, A., Miyajima, K. ve Villar, A. (2012). Developments of domestic government bond markets in EMEs and their implications, *Fiscal Policy, Public Debt And Monetary Policy in Emerging Market Economies BIS Papers*, 67, 31-50, Erişim adresi: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2205193>
- Mendoza, E. G., Quadrini, V. ve Ríos-Rull, J.V. (2009). Financial integration, financial development, and global imbalances, *Journal of Political Economy*, 117(3), 371-416, Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/10.1086/599706>
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing The Unstable Economy*, First Edition, Erişim adresi: <https://www.filosofiadeldesito.it/wordpress/wp-content/uploads/2017/05/minsky86.pdf>
- Miglo, A. (2007). Debt-equity choice as a signal of earnings profile over time, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(1), 69-93, Erişim adresi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062976906000779>
- Mişu, N. B., Güleç, T. C., Duramaz, S. ve Virlanuta, F. O. (2020), Determinants of Dollarization of Savings in the Turkish Economy, *Sustainability*, 12, 6141, DOI:10.3390/su12156141
- Mora, N. Neaime, S. Aintablian, S. (2013). Foreign currency borrowing by small firms in emerging markets: When domestic banks intermediate dollars,

Journal of Banking & Finance 37, 1093–1107, Erişim adresi:
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.11.012>

- Mucuk, İ. (2016). *Modern İşletmecilik, Türkmen Kitabevi*, 19. Basım, İstanbul.
- Mun, S. G. (Sung Gyun Mun) ve Jang, S. (2017). Understanding restaurant firms debt-equity financing, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 29(12), 3006-3022. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-07-2016-0342>
- Mun, S. M. (Sung Min Mun) ve Jung, S. H. (2017). Dollarization in North Korea: evidence from a survey of North Korean refugees, *East Asian Economic Review*, 21(1), 81-100, Erişim adresi:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2945815
- Munhupedzi, R. N. ve Chidakwa, A. M. (2017). Investigating the Impact of dollarization on economic growth: a case of Zimbabwe, *Expert Journal of Finance* 5(1), 12-20, Erişim adresi:
<http://finance.expertjournals.com/23597712-502/>
- Myers, S. C. ve Majiuf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. NBER Working Paper No: 1396, *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. Erişim adresi:
<https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-financial-economics/vol/13/issue/2>
- Myers, S.C. (2001). Capital structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. Erişim adresi:<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.15.2.81>
- Nart, Ç. E. (2013). *Uluslararası Finansal Krizlerin Temel Kaynakları: Yabancı Para Cinsinden Borçlanma Ve Temel Günah*, (Doktora tezi), Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi, (Erişim No. 340024)
- Nguyen, V. C., Nguyen, T. N. L., Tran, T. P. ve Nghiem, T. T. (2019). The impact of financial leverage on the profitability of real estate companies: a study from Vietnam stock exchange, *Management Science Letters*, 9(13), 2315–2326, Erişim adresi: http://www.growingscience.com/msl/Vol9/msl_2019_197.pdf
- North, D. C. (1991). (1991). Institutions, *Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 97-112, Erişim adresi: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.5.1.97>
- Okka, O. (2006). *İşletme Finansmanı*, Nobel Yayın No: 838. 3. Baskı, Ankara.
- Okuda, H. Aiba, D. (2018), Capital structure decisions in a highly dollarized economy: Evidence from Cambodian firms, *Journal of Asian Economics* 58, 1–18 <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2018.08.001>
- Okuyan, H. A. (2013). Türkiye’de en büyük 1000 sanayi işletmesinin kârlılık analizi, *Business and Economics Research Journal*, 4(2), 23-36. Erişim adresi:
<https://www.berjournal.com/tr/berjournal-ciltvolume-4-sayinumber-2-yilyear-2013.html>

- Okuyan, H. A. ve Taşçı, M. (2010). Sermaye yapısının belirleyicileri: Türkiye'deki en büyük 1000 sanayi işletmesinde bir uygulama, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 4(1), 105-120. Erişim adresi: https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/BddkDergi/dergi_0007_07.pdf
- Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, Efil Yayınevi 2. Baskı, Ankara.
- Özatay, F. (2014). *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap 5. Baskı, İstanbul.
- Özcan, K. M. ve Us, V. (2006). Dolarizasyon sürecinde son gelişmeler: Türkiye ekonomisi örneği, *TİSK Akademi Dergisi*, Cilt: 1(2), 98-116, Erişim adresi: <https://www.tisk.org.tr/yayin/Akademi-Eylul-2006.pdf>
- Özen, A. E. (2018). Dolarizasyon olgusu: teorik bir inceleme ve Türkiye örneği, *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 3(1): 101-113. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/epfad/issue/36780>
- Özkaramete, N. C. (1999). Türkiye'de dolarizasyon ve etkileri: 1990-1998, *Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:15, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/508913>
- Özyiğit, H. (2015). *KOBİ'lerin Finansman Sorunlarına Avrupa Birliği Kobi Finansman Politikalarıyla Çözüm Önerileri: Erzincan Uygulaması*, (Yüksek lisans tezi), Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi. (Erişim No. 396692).
- Park, B. ve An, J. (2012). Can capital account liberalization lessen capital volatility in a country with original sin"? *Korea Institute For International Economic Policy (KIEP) Working Paper* 11-05, Erişim adresi: https://www.mitpressjournals.org/doi/abs/10.1162/ASEP_a_00150
- Peker, O. ve Görmüş, Ş. (2008). Türkiye'de döviz kurunun enflasyonist etkileri, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(13), 187-202, Erişim adresi: <https://iibfdergi.sdu.edu.tr/yayinlanmis-sayilar/yil-2008-cilt-13-sayi-2-5251s.html>
- Pekkaya, M. ve Zilifli, V. (2016). Bankaların ticari kredi değerlendirme aşamasında dikkate aldıkları kriterlerin önem derecelerinin belirlenmesi, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, ICAFR 16 [Özel Sayısı]. 202-210, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1125566>
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence, *Journal Of Applied Econometrics*. 22(29), 265-312. Erişim adresi: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/jae.951>
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. *University of Cambridge, USC and IZA Bonn, Germany, Discussion Paper No. 1240*, Erişim adresi: <http://ftp.iza.org/dp1240.pdf>
- Pesaran, M. H. , Ullah, A. ve Yamagata, T. (2008). A bias-adjusted lm test of error cross section independence, *Econometrics Journal*, 11(1): 105-127, Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/23116064>

- Pesaran, M. H. ve Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels, *Journal of Econometrics*. 142(1): 50-93. Erişim adresi: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00501795/document>
- Piyasa Rehberi Sözlüğü, Borç-Özsermaye oranı, Erişim adresi:<https://piyasarehberi.org/sozluk/borc-oz-sermaye-orani>
- Prasad, E., Rogoff, K., Shang-Jin, W. ve Köse, M. A. (2003). Effect of financial globalization on developing countries: some empirical evidence, *International Monetary Fund (IMF) Working Paper*, 2003. Erişim adresi: <https://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>
- Ramalho, J. J.S. ve Silva, J. V. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms, *Quantitative Finance*, Volume. 9, No. 5, pp. 621–636. <https://doi.org/10.1080/14697680802448777>
- Ramirez-Rojas, C. L. (1985). Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay, *International Monetary Fund (IMF) Staff Papers*, Cilt:32, No. 4, 629-667, Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/3866742>
- Reinganum, R. M. (1982). A direct test of roll's conjecture on the firm size Effect, *Journal of Finance*, 37(1), 27-35. Erişim adresi: <https://www.jstor.org/stable/2327115>
- Reinhart, C.M., Rogoff, K. S. ve Savastano, M. A. (2014). Addicted to dollars, *Annals of Economics and Finance Society*, 15(1), 1-50. Erişim adresi: https://www.researchgate.net/publication/5184606_Addicted_to_Dollars
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1) 23-40. Erişim adresi:<https://www.jstor.org/stable/3003485> <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Sachs, J. ve Larrain, F. (1999). Why dollarization is more straitjacket than salvation Colombia international affairs, *Foreign Policy*, No.116, 80-92, <https://doi.org/10.2307/1149645>
- Salim, M. ve Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies, *Social And Behavioral Sciences*, 65, 156-166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Salur, M. N., Demirci, M. N. ve Kesen, B. (2018). KOBİ'lerde halka açılmanın finansal performansına etkisi: BİST gelişen işletmeler piyasasında bir uygulama, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(1), 82-102, DOI: 10.20491/isarder.2018.371
- Samo, A. H. ve Murad, H. (2019). Impact of liquidity and financial leverage on firm's profitability – an empirical analysis of the textile industry of Pakistan, *Research Journal of Textile and Apparel* 23(4), 291-305. <https://doi.org/10.1108/RJTA-09-2018-0055>

- Savastano, M. A. (1996). *Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Policy Issues*, 225–255, Edited by Paul Mizen and Eric J. Pentecost: The Macroeconomics of International Currencies, Brookfield, VT: Edward Elger. IMF Working Paper No. 96/4
- Sayılğan, G. ve Doğan, M. (2005). Neden artan vergi oranları işletmeleri borçla finansmana özendirir? *Bankacılar Dergisi*, Sayı 52, 28-39, Erişim adresi: <https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/52.pdf>
- Sayman, Y. (2012). *Sahiplik Yapısının Firma Performansı Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama*. (Doktora tezi) Yüksek Öğretim Kurumu Ulusal Tez Merkezi veri tabanından erişildi, (Erişim No. 304259).
- Schuler, K, (2000 January), Basics of Dollarization, [Global Policy Forum’da], yayınlanan makalesi, Erişim adresi: <https://www.globalpolicy.org/pmscs/30435.html>
- Serdengeçti, S. (2005). Dolarizasyon/ ters dolarizasyon, TCMB Başkanı, Eskişehir Konferansı, 3 Ekim 2005, Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/66b76660-1723-433d-b347-b347-3929b6bea2a3/sunumeskisehir.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=66b76660-1723-433d-b347-3929b6bea2a3>
- Sermaye Piyasası Kurulu, (SPK), Borsa Şirketlerinin Yükümlülükleri, [Blog] Erişim adresi: <https://spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/5>
- Shaw, M., Chang, J. ve Fan, C. (2018). Endogenous debt-equity ratio and balance-sheet channel: implications for growth and welfare, *Bulletin of Economic Research* 71(3), 219-239, <https://doi.org/10.1111/boer.12152>
- Shubita, M. F. ve Alsawalhah, J. M. (2012). The relationship between capital structure and profitability, *International Journal of Business and Social Science*, 3(15), 104-112. <https://doi.org/10.19030/jabr.v18i2.2118>.
- Sikwila, M.N. (2013). Dollarization and the Zimbabwe’s economy, *Journal of Economics and Behavioural Studies* 5(6), 398-405, DOI: <https://doi.org/10.22610/jeps.v5i6.414>
- Smith, C. W. ve Stulz, R. M. (1985). The determinants of firm’s hedging policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(2), 391–405, <https://doi.org/10.2307/2330757>
- Sorina, P. (2012). Controls on capital movements, *Annals of Faculty of Economics University of Oradea, Faculty of Economics*, 1(2), 577-581, December, Erişim adresi: <http://anale.steconomieuoradea.ro/volume/2012/n2/087.pdf>
- SPK Tebliği (II-31.1.), Borçlanma Araçları Tebliği, (2013. 07 Haziran), Resmî Gazete (Sayısı: 28670), Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-13.htm>

- SPK Tebliği (III-58.1), Varlığa Veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, (2014. 09. Ocak), Resmi Gazete (Sayı: 28877), Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm>
- Sullivan, P. H. (2000). *Value-Driven Intellectual Capital*, John Wilwy & Sons Pres, New York.
- Sultanoğlu, B. ve Özerhan, Y. (2018). Muhasebe teorisi ve yeni kavramsal çerçeveye göre varlık, borç ve öz kaynak kavramlarının tanımı ve sunumu: ülkelerarası karşılaştırma, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 40(2), 319-346 Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/623285>
- Sundas, S. (2019). Firm size and financial-leverage choice evidence from an emerging economy, *International Journal of Commerce and Finance*, 5(1), 25-33, Erişim adresi: <http://hdl.handle.net/11467/2770>
- Sürer, A. ve Mutlu, H. M. (2012). Pazar, e-pazarlama, girişimcilik ve teknoloji yönelimlerinin ihracat performansı üzerine etkileri, *İnternet Uygulamaları ve Yönetimi Dergisi*, 3(2), Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/402502>
- Şenol, Z., KOÇ, S. ve Şenol, S. (2018). Hisse senetleri fiyatlarını etkileyen faktörlerin dinamik panel veri analiziyle incelenmesi, *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi*, 9(25), 119-135, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/619945>
- Taner, A. T. ve Kayalıdere, K. (2002). 1995-2000 döneminde İMKB’de anomali araştırması, *Celal Bayar Üniversitesi İ.I.B.F Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 9(19), 1-24, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/yonveek/issue/13677/165488>
- Tarı, R., Koç, S. ve Abasız, T. (2019). *Ekonometri*, Umuttepe Yayınları, 14. Baskı, İzmit-Kocaeli.
- Taşseven, Ö. ve Çınar, S. (2015). Türkiye’de borç dolarizasyonunun belirleyicileri ve makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri, *Social Sciences Research Journal*, 4(29), 121-141, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/208901>
- Tatoğlu, F. Y. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi*, Beta Yayıncılık, İstanbul.
- TCMB (2019). 100 Soruda Merkez Bankacılığı, TCMB yayını, Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Kitap%2C+Kitapciklar+ve+Brosur>
- Temizel, F. ve Coşkun, İ. O. (2010). Finansal piyasalar ile etkin bir iletişim ve geliştirilmiş şeffaflık aracı olarak yatırımcı ilişkileri, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.I.B.F. Dergisi*, 12(2), 81-102. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/18933>

- The PRS Group, International Country Risk Guide Methodology, [Forum], (Llewellyn D. Howell), Erişim adresi: <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>
- Tirole, J. (2003). Inefficient foreign borrowing: a dual- and common-agency perspective, *The American Economic Review*, 93(5), 1678-1702, DOI: 10.1257/000282803322655491
- Togay, S. (1997). Para ikamesi nedenleri ve yarattığı sonuçlar, *Ekonomik Yaklaşım*, 8(26), 87-103, Erişim adresi: <http://www.ekonomikyaklasim.org/index.php?iid=1997-8-26.000&&jid=94&lng=>
- Topaloğlu, E. E. (2018). Sermaye yapısına etki eden firmaya özđü faktörlerin panel veri analizleri ile belirlenmesi: kurumsal yönetim endeksi üzerine bir uygulama, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* Yıl:55 Sayı:640, 63-100, Erişim adresi: <http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/1534336159.pdf>
- Türk Dil Kurumu, İnternet Güncel Türkçe Sözlük içinde, Erişim adresi: <http://www.tdk.gov.tr>
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB), (2019). Bankacılık Sektör bilgileri raporu, Erişim adresi: <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59>
- Türkiye Bankalar Birliği (TBB): Sektör bilgileri, <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59> (rapor)
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Terimler Sözlüğü, Erişim adresi: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu/>
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), (2018). İhracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredisi uygulama talimatı, Bankacılık Ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü Kambiyo Mevzuatı Müdürlüğü (20 Temmuz 2018),
- Webb, R. ve Armas, A. *Monetary Policy in a Highly Dollarized Economy: The Case of Peru*, (Ed. Andrea Schaechter, Piero C. Ugolini, and Mark R. Stone), Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems, içinde Part II, 15-37, Washington: International Monetary Fund içinde. Erişim adresi: <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF072/01179-9781589062177/01179-9781589062177/01179-9781589062177.xml>
- Yalçiner, K. (2012). *Uluslararası Finans*, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara.
- Yalçiner, K. ve Aksoy, E. E. (2011). *Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi*, Detay Yayıncılık, Basım, Ankara.

- Yalçiner, K. ve Boztosun, D. (2005). Hisse senedi getirilerini açıklamada firma büyüklüğü, hisse senedi betası ve piyasa değeri/defter değeri oranının etkinliği, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 7(2), 39-50.
- Yalçiner, K. ve Mutlu, A. A. (2018). Küresel kriz sonrası gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon süreci, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*, 53 (2), 450-462 DOI: 10.15659/3.sektor-sosyal-ekonomi.18.06.949
- Yalçiner, K., Çetinkaya, M. ve Çevik, Y. E. (2017). Türkiye'nin 'de facto' döviz kuru rejiminin belirlenmesi, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 37, 265-272, Erişim adresi: <http://dergisosyalbil.selcuk.edu.tr/susbed/article/view/1348/1113>
- Yalçiner, K., Tanrıöver, C., Bal, H, Aksoy, E. E., Cihangir, Ç. K. (2014). *Finansal Teknikler ve Türev araçları*, Detay yayıncılık, 3. Baskı, Ankara.
- Yazıcı, M. (2009). Kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi ve denetimi, *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, Sayı, 82, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/150796>
- Yıldırım, T. (2007). *Finansal Piyasalarda Düzenleyici Otoritelerin Entegrasyonu*, Sermaye Piyasası Kurulu SPK Yayın No:207, Ankara..
- Yılğör, A. G. (2012). *Sermaye Yapısı ve Finansman Seçenekleri*, 327-346, (Editörler, Famil Şamiloğlu ve Ali İhsan Akgün, Finansal Yönetim içinde, Lisans Yayıncılık İstanbul.
- Yılmaz, B. E. (2018). Domestic original sin in public debt management: the case of turkey (1996-2016), *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, 18(38), 240-256, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/auuibfd/issue/40845/492747>
- Yılmaz, H. (2017). Sermaye yapısının firma değeri ve firma performansına etkisi: ampirik bir analiz, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(53), 826-838. <http://dx.doi.org/10.17719/jisr.20175334190>
- Yılmaz, T., Atalay, Ö. Aksoy, E. ve Aslantaş, F.M. (2015). Türkiye'de finansal kiralama (leasing) sektörünün gelişimi, I. Uluslararası Kafkasya – Orta Asya Dış Ticaret ve Lojistik Kongresi, 1-3 EKİM.
- Yinusa, D. O. (2008). Between dollarization and exchange rate volatility: Nigeria's portfolio diversification option, *Journal of Policy Modeling*, 30(5):811-826, DOI: 10.1016/j.jpolmod.2007.09.007
- Yolsal, H. (2010). Mevsimsel düzeltmede kullanılan istatistiki yöntemler üzerine bir inceleme, *Öneri*, 9(33), 245-257. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/maruoneri/issue/17894/187685>
- Zeitun, R. (2009). Ownership structure, corporate performance and failure: evidence from panel data of emerging market the case of Jordan, *Corporate Ownership and Control*, 6(4), 96-114, DOI:10.22495/cocv6i4p10

Zeybek, H. (204). Dolarizasyon ve finansman maliyeti, İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi, 2(2), 44-61, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/355387>

1211 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu, (1970. 26 Ocak), Resmi Gazete (Sayı: 13409), Erişim adresi: <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.1211.pdf>



BİST'e İşlem Gören İşletmelerin Sektörel Dağılım Listesi

Sıra	Kod	Şirket Unvanı	Sıra	Kod	Şirket Unvanı
1. GIDA, İÇECEK VE TÛTÛN			6. TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI		
1	AEFES	Anadolu Efes Biracılık Sanayi A.Ş.	1	AFYON	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.
2	BANVT	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	2	AKCNS	Akçansa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
3	COLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	3	ANACM	Anadolu Cam Sanayii A.Ş.
4	ERSU	Ersu Meyve Ve Gıda Sanayi A.Ş.	4	BTCIM	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.
5	KENT	Kent Gıda Maddeleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	5	BSOKE	Batisöke Söke Çimento Sanayii T.A.Ş.
6	KNFRT	Konfrut Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	6	BUCIM	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.
7	KRSTL	Kristal Kola Ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	7	CMBTN	Çimbeton Hazır beton Ve Prefabrik Yapı Elemanları A.Ş.
8	MERKO	Merko Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	8	CMNT	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.
9	PENGD	Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	9	CIMSA	Çimsa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
10	PETUN	Pınar Entegre Et Ve Un Sanayii A.Ş.	10	DENCM	Denizli Cam Sanayii Ve Ticaret A.Ş.
11	PINSU	Pınar Su Ve İçecek Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	11	DOGUB	Doğusan Boru Sanayii Ve Ticaret A.Ş.
12	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	12	EGSER	Ege Seramik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
13	TATGD	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	13	GOLTS	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
14	TUKAS	Tukaş Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	14	KONYA	Konya Çimento Sanayii A.Ş.
15	TBORG	Türk Tuborg Bira Ve Malt Sanayii A.Ş.	15	KUTPO	Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.
16	ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	16	OYAKC	Oyak Çimento
2. TEKSTİL, GİYİM EŞYASI VE DERİ			17	NUHCM	Nuh Çimento Sanayi A.Ş.
1	ATEKS	Akın Tekstil A.Ş.	18	TRKCM	Trakya Cam Sanayii A.Ş.
2	ARSAN	Arsan Tekstil Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	19	USAK	Uşak Seramik Sanayi A.Ş.
3	BRMEN	Birlik Mensucat Ticaret Ve Sanayi İşletmesi A.Ş.	7. ANA METAL SANAYİ		
4	BOSSA	Bossa Ticaret Ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.	1	BRSAN	Borusan Mannesmann Boru Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
5	DERIM	Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2	BURCE	Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.Ş.
6	DESA	Desa Deri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	3	BURVA	Burçelik Vana Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
7	KRTEK	Karsu Tekstil Sanayii Ve Ticaret A.Ş.	4	CELHA	Çelik Halat Ve Tel Sanayii A.Ş.
8	KORDS	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.	5	CEMTS	Çemtaş Çelik Makina Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
9	LUKSK	Lüks Kadife Ticaret Ve Sanayii A.Ş.	6	DMSAS	Demisaş Döküm Emaye Mamülleri Sanayi A.Ş.
10	MNDRS	Menderes Tekstil Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	7	DOKTA	Döktaş Dökümcülük Ticaret Ve Sanayi A.Ş.
11	SKTAS	Söktaş Tekstil Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	8	ERBOS	Erbosan Erciyas Boru Sanayii Ve Ticaret A.Ş.

12	SNPAM	Sönmez Pamuklu Sanayii A.Ş.	9	EREGL	Ereğli Demir Ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
13	YATAS	Yataş Yatak Ve Yorgan Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	10	IZMDC	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.
14	YUNSA	Yünsa Yünlü Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	11	KRDMA, KRDMB, KRDMD	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
3. ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA			12	SARKY	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
1	DGKLB	Doğtaş Kelebek Mobilya Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	8. METAL EŞYA MAKİNE ELEKTRİKLİ CİHAZLAR VE ULAŞIM ARAÇLARI		
2	GENTS	Gentaş Genel Metal Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	1	ALCAR	Alarko Carrier Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
4. KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN			2	ASUZU	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
1	ALKA	Alkim Kağıt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	3	ARCLK	Arçelik A.Ş.
2	BAKAB	Bak Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	4	BFREN	Bosch Fren Sistemleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
3	DOBUR	Doğan Burda Dergi Yayıncılık Ve Pazarlama A.Ş.	5	DITAS	Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat Ve Teknik A.Ş.
4	DURDO	Duran Doğan Basım Ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	6	EGEEN	Ege Endüstri Ve Ticaret A.Ş.
5	HURGZ	Hürriyet Gazetecilik Ve Matbaacılık A.Ş.	7	EMKEL	Emek Elektrik Endüstrisi A.Ş.
6	KAPLM	Kaplamin Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	8	FMIZP	Federal-Mogul İzmit Piston Ve Pim Üretim Tesisleri A.Ş.
7	KARTN	Kartonsan Karton Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	9	FROTO	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.
8	TIRE	Mondi Tire Kutsan Kağıt Ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	10	GEREL	Gersan Elektrik Ticaret Ve Sanayi A.Ş.
9	OLMIP	Olmüksan International Paper Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	11	IHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
10	VKING	Viking Kağıt Ve Selüloz A.Ş.	12	KARSN	Karsan Otomotiv Sanayii Ve Ticaret A.Ş.
5. KİMYA İLAÇ PETROL LASTİK VE PLASTİK ÜRÜNLER			13	KLMSN	Klimasan klima sanayi ve ticaret A.Ş.
1	AKSA	Aksa Akirlik Kimya Sanayii A.Ş.	14	MAKTK	Makina Takım Endüstrisi A.Ş.
2	ALKIM	Alkim Alkali Kimya A.Ş.	15	OTKAR	Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.Ş.
3	AYGAZ	Aygaz A.Ş.	16	PARSN	Parsan Makina Parçaları Sanayii A.Ş.
4	BAGFS	Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.	17	SILVR	Silverline Endüstri Ve Ticaret A.Ş.
5	BRISA	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	18	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
6	DEVA	Deva Holding A.Ş.	19	PRKAB	Türk Prysmian Kablo Ve Sistemleri A.Ş.
7	DYOBY	Dyo Boya Fabrikaları Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	20	TTRAK	Türk Traktör Ve Ziraat Makineleri A.Ş.
8	EGGUB	Ege Gübre Sanayii A.Ş.	21	VESBE	Vestel Beyaz Eşya Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
9	EGPRO	Ege Profil Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	22	VESTL	Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
10	GOODY	Goodyear Lastikleri T.A.Ş.	9. DİĞER İMALAT SANAYİ		
11	GUBRF	Gübre Fabrikaları T.A.Ş.	1	ADEL	Adel Kalemcilik Ticaret Ve Sanayi A.Ş.
12	HEKTS	Hektaş Ticaret T.A.Ş.			
13	MRSHL	Marshall Boya Ve Vernik			

		Sanayii A.Ş.			
14	PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.			
15	SASA	Sasa Polyester Sanayi A.Ş.			
16	SODA	Soda Sanayii A.Ş.			
17	TUPRS	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.			

Kaynak: <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler>,

<https://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv>



Tablo 1. Gıda, içecek ve tütün sektörü tek yönlü tesadüfi etkiler modeli (driscoll-kraay) analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	70.88059	61.02189	1.16	0.251
VARDOL	-8.21484	71.68995	-0.11	0.909
FY	-0.48696	1.664212	-0.29	0.771
ROE	-0.9452	1.792337	-0.53	0.600
ROA	-3.92942	2.998493	-1.31	0.196
FTAB	138.8006	34.86163	3.98	0.000*
FPD	-100.177	33.06642	-3.03	0.004*
Sabit Terim	-199.198	113.119	-1.76	0.084***
Model Bilgileri				
<i>Wald χ^2 İst.</i> 76.01				
<i>Olasılık (χ^2)</i> 0.0000*				
<i>R</i> 0.0236				
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	20.02239	4.423944	4.53	0.000*
VARDOL	-26.2694	5.590758	-4.70	0.000*
FY	0.163787	0.481795	0.34	0.735
ROE	-0.02502	0.011425	-2.19	0.033**
ROA	-0.56481	0.130627	-4.32	0.000*
FTAB	20.9115	3.916902	5.34	0.000*
FPD	-10.2529	2.973381	-3.45	0.001*
Sabit Terim	-50.5848	31.87353	-1.59	0.119
Model Bilgileri				
<i>Wald χ^2 İst.</i> 730.15				
<i>Olasılık (χ^2)</i> 0.0000*				
<i>R</i> 0.3593				
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-41.3643	26.78308	-1.54	0.129
VARDOL	100.8246	21.62033	4.66	0.000*
FY	-0.672	1.246625	-0.54	0.592
ROE	0.125359	0.048197	2.60	0.012**
ROA	0.961836	0.613464	1.57	0.123
FTAB	-97.6752	26.12358	-3.74	0.000*
FPD	45.59667	13.93133	3.27	0.002*
Sabit Terim	625.8943	212.5449	2.94	0.005*
Model Bilgileri				
<i>Wald İst.</i> 236.71				
<i>Olasılık (χ^2)</i> 0.0012*				
<i>R</i> 0.2205				
Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-4.5602	4.695835	-0.97	0.336
VARDOL	4.212538	4.0455	1.04	0.303
FY	-0.80224	0.274527	-2.92	0.005*
ROE	-0.02386	0.014659	-1.63	0.110
ROA	0.234924	0.106567	2.20	0.032**
FTAB	-3.80136	3.130073	-1.21	0.230
FPD	-4.04345	2.827664	-1.43	0.159
Sabit Terim	119.0621	47.1212	2.53	0.015**
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i> 3.54				
<i>Olasılık (F)</i> 0.0000*				
<i>R</i> 0.0449				

Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-22.8285	4.222736	-5.41	0.000*
VARDOL	21.81999	4.914631	4.44	0.000*
FY	-0.15681	0.40639	-0.39	0.701
ROE	0.022164	0.011909	1.86	0.069***
ROA	0.615024	0.128586	4.78	0.000*
FTAB	-28.0952	3.660631	-7.67	0.000*
FPD	12.92356	2.755617	4.69	0.000*
Sabit Terim	188.7228	25.92811	7.28	0.000*

Model Bilgileri

Wald İst. 1129.72
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.4363

Bağımlı Değişken: UVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-6.04494	3.832931	-1.58	0.121
VARDOL	0.1042	3.08768	0.03	0.973
FY	-0.15725	0.185989	-0.85	0.402
ROE	-0.0095	0.00889	-1.07	0.290
ROA	0.132641	0.08469	1.57	0.123
FTAB	-5.84938	3.357856	-1.74	0.088***
FPD	-3.75322	1.954812	-1.92	0.060***
Sabit Terim	102.4974	28.10471	3.65	0.001*

Model Bilgileri

F İst. 4.94
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.0485

Bağımlı Değişken: KVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-4.02934	3.937969	-1.02	0.311
VARDOL	6.137161	3.435397	1.79	0.080***
FY	0.110993	0.532787	0.21	0.836
ROE	-0.01434	0.012445	-1.15	0.255
ROA	0.156155	0.133449	1.17	0.247
FTAB	3.166687	6.530829	0.48	0.630
FPD	7.082927	3.837633	1.85	0.071***
Sabit Terim	-52.068	34.8755	-1.49	0.142

Model Bilgileri

Wald İst. 177.98
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.1618

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	+	+ [*]	-	-	- [*]	-	-
VARDOL	-	- [*]	+ [*]	+	+ [*]	+	+ [***]
FY	-	+	-	- [*]	-	-	+
ROE	-	- [**]	+ [**]	-	+ [***]	-	-
ROA	-	- [*]	+	+ [**]	+ [*]	+	+
FTAB	+ [*]	+ [*]	- [*]	-	- [*]	- [***]	+
FPD	- [*]	- [*]	+ [*]	-	+ [*]	- [***]	+ [***]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 2. Tekstil, giyim eşyası ve deri sektörü iki yönlü tesadüfi etkiler modeli (driscoll-kraay) analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TBOS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	110.6582	38.20609	2.9	0.006*
VARDOL	-3.70508	30.85952	-0.12	0.905
FY	-0.4511	4.519167	-0.1	0.921
ROE	-7.19917	2.319459	-3.1	0.003*
ROA	8.256194	4.957715	1.67	0.102
FTAB	115.4501	39.48521	2.92	0.005*
FPD	-152.053	33.07076	-4.6	0.000*
Sabit Terim	287.7826	320.7227	0.9	0.374
Model Bilgileri				
<i>Wald χ^2 İst.</i>	3407.32			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.4159			
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	20.3486	2.873491	7.08	0.000*
VARDOL	2.224102	2.628969	0.85	0.402
FY	-0.28242	0.683988	-0.41	0.681
ROE	-0.01628	0.092662	-0.18	0.861
ROA	-0.66865	0.255568	-2.62	0.012**
FTAB	16.19941	3.865756	4.19	0.000*
FPD	-19.0538	2.594248	-7.34	0.000*
Sabit Terim	55.71419	49.19247	1.13	0.263
Model Bilgileri				
<i>Wald χ^2 İst.</i>	6861.96			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.3833			
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-125.418	73.55106	-1.71	0.094***
VARDOL	-18.535	22.79188	-0.81	0.420
FY	-7.63117	3.477038	-2.19	0.033**
ROE	0.87114	1.75668	0.5	0.622
ROA	-5.72696	4.12758	-1.39	0.171
FTAB	353.3873	190.3164	1.86	0.069***
FPD	33.75997	45.33811	0.74	0.460
Sabit Terim	-2675.97	1210.091	-2.21	0.032***
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	4.12			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0012*			
<i>R</i>	0.0457			
Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	28.5451	4.897464	5.83	0.000*
VARDOL	-1.55312	2.910411	-0.53	0.596
FY	-0.08378	0.398822	-0.21	0.834
ROE	0.0062	0.080847	0.08	0.939
ROA	-0.44588	0.18881	-2.36	0.022**
FTAB	14.60575	3.933476	3.71	0.001*
FPD	-17.0947	1.941922	-8.8	0.000*
Sabit Terim	24.20896	42.10807	0.57	0.568
Model Bilgileri				
<i>Wald χ^2 İst.</i>	1616.03			

Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.4909

Bağımlı Değişken: ÖS/TA

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-20.0568	2.831627	-7.08	0.000*
VARDOL	-2.84842	2.588347	-1.1	0.276
FY	1.915622	1.577015	1.21	0.230
ROE	0.017986	0.091181	0.2	0.844
ROA	0.684257	0.228179	3	0.004*
FTAB	-16.8634	4.763978	-3.54	0.001*
FPD	18.38151	3.14187	5.85	0.000*
Sabit Terim	-1.78425	0.181245	-9.84	0.000*

Model Bilgileri

F İst. 47.30
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.5769

Bağımlı Değişken: UVB/TP

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	17.34256	3.993739	4.34	0.000*
VARDOL	4.860218	1.975981	2.46	0.017**
FY	0.207051	0.311872	0.66	0.510
ROE	-0.01577	0.049466	-0.32	0.751
ROA	-0.17842	0.113218	-1.58	0.121
FTAB	12.38944	3.081274	4.02	0.000*
FPD	-9.54419	2.389966	-3.99	0.000*
Sabit Terim	-31.2094	36.62583	-0.85	0.398

Model Bilgileri

Wald χ^2 İst. 3764.61
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.3356

Bağımlı Değişken: KVB/TP

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	1.606412	2.675645	0.6	0.551
VARDOL	-3.53512	1.85872	-1.9	0.063***
FY	0.822134	0.331271	2.48	0.016**
ROE	-0.02119	0.066092	-0.32	0.750
ROA	-0.40005	0.17077	-2.34	0.023**
FTAB	1.626054	4.675503	0.35	0.729
FPD	-5.08937	2.672652	-1.9	0.063***
Sabit Terim	30.74812	40.17693	0.77	0.448

Model Bilgileri

F İst. 13.62
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.1618

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	+ [*]	+ [*]	- [***]	+ [*]	- [*]	+ [*]	+
VARDOL	-	+	-	-	-	+ [**]	- [***]
FY	-	-	- [**]	-	+	+	+ [**]
ROE	- [*]	-	+	+	+	-	-
ROA	+	- [**]	-	- [**]	+ [*]	-	- [**]
FTAB	+ [*]	+ [*]	+ [***]	+ [*]	- [*]	+ [*]	+
FPD	- [*]	- [*]	+	- [*]	+ [*]	- [*]	- [***]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 3. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Havuzlanmış En Küçük Kareler (Driscoll-Kraay) Tahmincisi analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	1599.446	1131.252	1.41	0.163
VARDOL	-1697.09	1570.048	-1.08	0.285
FY	-92.0656	77.37832	-1.19	0.240
ROE	3.39738	1.648336	2.06	0.044**
ROA	109.4219	97.75987	1.12	0.268
FTAB	-1746.87	1638.099	-1.07	0.291
FPD	2723.75	1727.655	1.58	0.121
Sabit Terim	-4595.08	3299.76	-1.39	0.170
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	2.05			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0661***			
<i>R</i>	0.1383			
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	17.68903	4.769095	3.71	0.001*
VARDOL	-36.6028	21.13208	-1.73	0.089***
FY	-1.90744	0.747547	-2.55	0.014**
ROE	-0.00213	0.003643	-0.58	0.561
ROA	-0.54458	0.248508	-2.19	0.033**
FTAB	65.74455	13.24575	4.96	0.000*
FPD	-24.1179	12.19939	-1.98	0.053***
Sabit Terim	-220.944	35.78752	-6.17	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	145.85			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.7729			
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-44.4945	24.774	-1.8	0.078***
VARDOL	40.64503	104.5034	0.39	0.699
FY	20.86066	3.541499	5.89	0.000*
ROE	0.021847	0.019748	1.11	0.274
ROA	3.410189	1.124188	3.03	0.004*
FTAB	-305.434	58.3539	-5.23	0.000*
FPD	65.15008	58.01152	1.12	0.267
Sabit Terim	1298.906	200.7841	6.47	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	57.94			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.7110			
Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-22.3142	4.697739	-4.75	0.000*
VARDOL	55.39809	22.22979	2.49	0.016**
FY	1.318289	0.800705	1.65	0.106
ROE	0.003159	0.003831	0.82	0.413
ROA	0.53401	0.267675	1.99	0.051***
FTAB	-64.0683	14.19078	-4.51	0.000*
FPD	23.78758	12.76333	1.86	0.068***
Sabit Terim	330.0325	38.92466	8.48	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	189.24			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.7792			

Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	32.98965	2.79191	11.82	0.000*
VARDOL	-2.10178	9.73658	-0.22	0.830
FY	-2.23529	0.365627	-6.11	0.000*
ROE	0.000896	0.001411	0.63	0.528
ROA	-0.52664	0.141218	-3.73	0.000*
FTAB	47.88846	5.710753	8.39	0.000*
FPD	-14.1383	5.112376	-2.77	0.008*
Sabit Terim	-175.857	16.52962	-10.64	0.000*

Model Bilgileri

F İst. 151.12
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.9050

Bağımlı Değişken: UVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	3.939386	3.977707	0.99	0.327
VARDOL	36.72337	13.60056	2.7	0.009*
FY	-0.37123	0.406518	-0.91	0.365
ROE	0.002597	0.001927	1.35	0.184
ROA	0.044459	0.158598	0.28	0.780
FTAB	23.21425	5.199322	4.46	0.000*
FPD	-4.66323	5.279489	-0.88	0.381
Sabit Terim	-134.928	28.3584	-4.76	0.000*

Model Bilgileri

F İst. 117.78
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.8266

Bağımlı Değişken: KVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	13.74835	6.123152	2.25	0.029**
VARDOL	-73.3199	27.41305	-2.67	0.010**
FY	-1.53614	0.941961	-1.63	0.109
ROE	-0.00473	0.004483	-1.06	0.296
ROA	-0.58905	0.319938	-1.84	0.071***
FTAB	42.52995	14.51589	2.93	0.005*
FPD	-19.4546	13.2846	-1.46	0.149
Sabit Terim	-86.0155	51.92376	-1.66	0.104

Model Bilgileri

F İst. 21.98
Olasılık (χ^2) 0.0000*
R 0.4479

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	+	+ [*]	- [***]	+ [*]	- [*]	+	+ [***]
VARDOL	-	- [***]	+	-	- [***]	+ [*]	- [*]
FY	-	- [***]	+ [*]	- [*]	+	-	-
ROE	+ [***]	-	+	+	+	+	-
ROA	+	- [***]	- [*]	- [*]	+ [***]	+	- [***]
FTAB	-	+ [*]	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	+ [*]
FPDB	+	- [***]	+	- [*]	+ [***]	-	-

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 4. Kağıt ve kağıt ürünleri sektörü tek yönlü sabit etkiler modeli (driscoll-kraay) analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	9.020541	9.557665	0.94	0.350
VARDOL	-2117.57	907.9194	-2.33	0.024**
FY	412.4287	176.8341	2.33	0.024**
ROE	-0.87842	8.221642	-0.11	0.915
ROA	-1.8927	3.984453	-0.48	0.637
FTAB	557.3077	1146.113	0.49	0.629
FPD	1656.135	1122.207	1.48	0.146
Sabit Terim	-24810.8	12136.92	-2.04	0.046**
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	36.44			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.5832			
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	0.087953	0.094354	0.93	0.356
VARDOL	-16.0114	9.124764	-1.75	0.085***
FY	4.375903	1.698221	2.58	0.013**
ROE	-0.20808	0.107102	-1.94	0.058***
ROA	-0.01539	0.040026	-0.38	0.702
FTAB	2.342016	10.81143	0.22	0.829
FPD	10.02912	11.61891	0.86	0.392
Sabit Terim	-148.952	117.2915	-1.27	0.210
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	36.12			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.6164			
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	0.044784	0.524965	0.09	0.932
VARDOL	114.8578	38.7513	2.96	0.005*
FY	4.475472	1.494603	2.99	0.004*
ROE	0.416646	0.479795	0.87	0.389
ROA	0.11494	0.064936	1.77	0.083***
FTAB	-21.6538	34.14113	-0.63	0.529
FPD	4.748842	27.92616	0.17	0.866
Sabit Terim	127.268	270.0282	0.47	0.639
Model Bilgileri				
<i>Wald İst.</i>	48.74			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.1292			
Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	0.016603	0.015634	1.06	0.293
VARDOL	-6.49841	1.927707	-3.37	0.001*
FY	-0.1887	0.089435	-2.11	0.040**
ROE	0.201757	0.035988	5.61	0.000*
ROA	-0.00128	0.004688	-0.27	0.785
FTAB	4.693002	1.982056	2.37	0.022**
FPD	6.553592	2.51671	2.6	0.012**
Sabit Terim	-62.7893	16.09567	-3.9	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	13.12			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.2446			

Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-0.04493	0.020479	-2.19	0.033**
VARDOL	5.515119	1.937859	2.85	0.006*
FY	-0.03244	0.070259	-0.46	0.646
ROE	-0.1511	0.056698	-2.67	0.010*
ROA	-0.00439	0.003821	-1.15	0.256
FTAB	-9.0925	2.787433	-3.26	0.002*
FPD	-2.09886	2.773792	-0.76	0.453
Sabit Terim	105.0875	19.96739	5.26	0.000*

Model Bilgileri

F İst. 10.82
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.1686

Bağımlı Değişken: UVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-0.09439	0.024263	-3.89	0.000*
VARDOL	4.985993	1.958088	2.55	0.014**
FY	0.035328	0.062072	0.57	0.572
ROE	-0.02205	0.066321	-0.33	0.741
ROA	0.001344	0.003306	0.41	0.686
FTAB	-13.4027	2.822678	-4.75	0.000*
FPD	1.884299	2.275886	0.83	0.412
Sabit Terim	106.5696	15.6664	6.8	0.000*

Model Bilgileri

F İst. 8.74
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.1359

Bağımlı Değişken: KVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	0.087909	0.030937	2.84	0.006*
VARDOL	-0.03754	2.550502	-0.01	0.988
FY	0.21815	0.104192	2.09	0.041**
ROE	-0.17716	0.065206	-2.72	0.009*
ROA	0.003298	0.005572	0.59	0.557
FTAB	10.56351	3.714799	2.84	0.006*
FPD	-8.60419	2.535934	-3.39	0.001*
Sabit Terim	-8.2125	16.40013	-0.5	0.619

Model Bilgileri

F İst. 5.26
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.1549

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	+	+	+	- [*]	+	- [*]	+ [*]
VARDOL	- [**]	- [***]	+ [*]	+ [*]	- [*]	+ [**]	-
FY	+ [**]	+ [**]	+ [*]	-	- [**]	+	+ [**]
ROE	+ [**]	- [***]	+	- [*]	+ [*]	-	- [*]
ROA	+	-	+ [***]	-	-	+	+
FTAB	-	+	-	- [*]	+ [**]	- [*]	+ [*]
FPD	+	-	+	-	+ [*]	-	- [*]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 5. Kimya ilaç petrol ve plastik ürünler sektörü iki yönlü sabit etkiler modeli (driscoll-kraay) analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	41.45103	14.31965	2.89	0.006*
VARDOL	5.053982	16.77188	0.3	0.764
FY	-30.7841	7.768488	-3.96	0.000*
ROE	-1.64329	1.525052	-1.08	0.286
ROA	1.534152	2.503246	0.61	0.543
FTAB	255.1811	24.97432	10.22	0.000*
FPD	-110.155	32.458	-3.39	0.001*
Sabit Terim	-36.5221	2.269713	-16.09	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	377.50			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.3766			
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	8.324736	3.753508	2.22	0.031**
VARDOL	-0.74677	1.192987	-0.63	0.534
FY	-2.39278	1.064492	-2.25	0.029**
ROE	0.198764	0.083554	2.38	0.021**
ROA	-0.86181	0.198249	-4.35	0.000*
FTAB	21.89301	5.930381	3.69	0.001*
FPD	-6.87635	2.576094	-2.67	0.010*
Sabit Terim	-44.2184	25.75726	-1.72	0.092***
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	312.28			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.5480			
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	2.12255	6.461326	0.33	0.744
VARDOL	18.63919	3.95285	4.72	0.000*
FY	2.8567	0.804934	3.55	0.001*
ROE	-0.54942	0.153765	-3.57	0.001*
ROA	4.060735	0.613801	6.62	0.000*
FTAB	-86.5277	11.54249	-7.5	0.000*
FPD	9.687276	6.465514	1.5	0.140
Sabit Terim	692.4853	75.36271	9.19	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	17.77			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.3363			
Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-8.27326	3.270029	-2.53	0.015**
VARDOL	0.368735	1.187046	0.31	0.757
FY	6.405357	0.91274	7.02	0.000*
ROE	-0.21066	0.089592	-2.35	0.023**
ROA	0.897597	0.210333	4.27	0.000*
FTAB	-28.2905	4.252822	-6.65	0.000*
FPD	6.869518	2.716938	2.53	0.015**
Sabit Terim	2.568643	0.334783	7.67	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	613.74			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.5428			

Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	3.140166	3.324007	0.94	0.349
VARDOL	6.726119	1.642519	4.1	0.000*
FY	-5.85521	0.874051	-6.7	0.000*
ROE	0.197124	0.081347	2.42	0.019**
ROA	-0.94779	0.226139	-4.19	0.000*
FTAB	32.24709	4.961337	6.5	0.000*
FPD	-5.03044	2.036661	-2.47	0.017**
Sabit Terim	12.79707	1.168857	10.95	0.000*

Model Bilgileri

F İst. 77.59
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.5449

Bağımlı Değişken: UVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	10.65314	1.962353	5.43	0.000*
VARDOL	8.587029	1.201405	7.15	0.000*
FY	-5.21851	0.687675	-7.59	0.000*
ROE	-0.01436	0.086513	-0.17	0.869
ROA	-0.27205	0.185367	-1.47	0.148
FTAB	31.3847	3.797321	8.26	0.000*
FPD	-8.00079	1.472025	-5.44	0.000*
Sabit Terim	-0.53575	0.212935	-2.52	0.015**

Model Bilgileri

F İst. 143.41
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.3899

Bağımlı Değişken: KVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	2.32918	3.862198	0.60	0.549
VARDOL	-9.33204	1.345991	-6.93	0.000*
FY	2.826194	0.696873	4.06	0.000*
ROE	0.213137	0.063378	3.36	0.001*
ROA	-0.58978	0.153055	-3.85	0.000*
FTAB	-9.4921	3.902916	-2.43	0.019**
FPD	1.122804	2.712046	0.41	0.681
Sabit Terim	-0.43568	0.309679	-1.41	0.166

Model Bilgileri

F İst. 68.82
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.3178

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YUKDOL	+ [*]	+ [**]	+	+	- [**]	+ [*]	+
VARDOL	+	-	+ [*]	+ [*]	+	+ [*]	- [*]
FY	- [*]	- [**]	+ [*]	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]
ROE	-	+ [**]	- [*]	+ [**]	- [**]	-	+ [*]
ROA	+	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	-	- [*]
FTAB	+ [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	- [**]
FPD	- [*]	- [**]	+	- [**]	+ [*]	- [*]	+

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 6. Taş ve Toprağa Dayalı Sektör İki Yönlü Tesadüfi Etkiler Modeli (Driscoll-Kraay) analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	66.74531	9.760061	6.84	0.000*
VARDOL	-3.82126	5.374256	-0.71	0.480
FY	-1.4394	1.215755	-1.18	0.242
ROE	-2.43876	1.527211	-1.60	0.116
ROA	1.703117	2.617902	0.65	0.518
FTAB	143.391	23.73412	6.04	0.000*
FPD	-47.0578	12.36963	-3.80	0.000*
Sabit Terim	-697.625	136.7883	-5.10	0.000*

Model Bilgileri

Wald İst. 1327.80
 Olasılık (χ^2) 0.0000*
 R 0.1131

Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	24.23228	1.685968	14.37	0.000*
VARDOL	1.952318	1.534795	1.27	0.203
FY	-0.38833	0.197105	-1.97	0.049**
ROE	-0.10524	0.119565	-0.88	0.379
ROA	-0.37213	0.212262	-1.75	0.080***
FTAB	32.52219	2.135621	15.23	0.000*
FPD	-11.7341	1.79108	-6.55	0.000*
Sabit Terim	-131.485	17.85877	-7.36	0.000*

Model Bilgileri

Wald İst. 1522.66
 Olasılık (X) 0.0000*
 R 0.1689

Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	8.272209	6.676527	1.24	0.221
VARDOL	19.56979	6.131668	3.19	0.002*
FY	0.871718	0.56047	1.56	0.126
ROE	0.752721	0.341968	2.20	0.032**
ROA	0.242786	0.621268	0.39	0.698
FTAB	-45.7337	7.802942	-5.86	0.000*
FPD	5.652404	5.555263	1.02	0.314
Sabit Terim	427.7143	83.97414	5.09	0.000*

Model Bilgileri

Wald İst. 8553.33
 Olasılık (X) 0.0000*
 R 0.2168

Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-21.8775	2.210656	-9.90	0.000*
VARDOL	0.877593	1.472817	0.60	0.554
FY	0.254925	0.282226	0.90	0.371
ROE	0.074248	0.34098	0.22	0.828
ROA	0.457951	0.629763	0.73	0.470
FTAB	-30.9393	4.886634	-6.33	0.000*
FPD	10.59917	2.867125	3.70	0.001*
Sabit Terim	228.853	27.90671	8.20	0.000*

Model Bilgileri

Wald İst. 2619.79
 Olasılık (X) 0.0000*
 R 0.2297

Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	27.78035	2.028294	13.70	0.000*
VARDOL	4.835334	1.218709	3.97	0.000*
FY	-0.92895	0.162214	-5.73	0.000*
ROE	0.290962	0.247103	1.18	0.244
ROA	-0.90241	0.428837	-2.10	0.040**
FTAB	52.61944	3.254344	16.17	0.000*
FPD	-5.57217	2.584939	-2.16	0.036**
Sabit Terim	-356.874	25.11249	-14.21	0.000*

Model Bilgileri

F İst. 127.60
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.7178

Bağımlı Değişken: UVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	22.64598	1.989999	11.38	0.000*
VARDOL	4.52933	1.238018	3.66	0.001*
FY	-0.22364	0.192212	-1.16	0.250
ROE	0.087908	0.205744	0.43	0.671
ROA	-0.46385	0.33774	-1.37	0.176
FTAB	24.71195	2.810761	8.79	0.000*
FPD	-5.51577	2.033658	-2.71	0.009*
Sabit Terim	-146.251	23.89881	-6.12	0.000*

Model Bilgileri

Wald İst. 5577.71
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.3614

Bağımlı Değişken: KVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	1.482609	1.94165	0.76	0.449
VARDOL	-2.63608	1.237601	-2.13	0.038**
FY	-0.15266	0.231764	-0.66	0.513
ROE	-0.19138	0.165193	-1.16	0.252
ROA	0.088773	0.331039	0.27	0.790
FTAB	7.41102	4.4318	1.67	0.101
FPD	-6.5731	2.287804	-2.87	0.006*
Sabit Terim	20.68926	26.90578	0.77	0.445

Model Bilgileri

Wald İst. 2956.82
Olasılık (X) 0.0000*
R 0.2362

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	+ [*]	+ [*]	+	+ [*]	- [*]	+ [*]	+
VARDOL	-	+	+ [*]	+ [*]	+	+ [*]	- [**]
FY	-	- [**]	+	- [*]	+	-	-
ROE	-	-	+ [**]	+	+	+	-
ROA	+	- [***]	+	- [**]	+	-	+
FTAB	+ [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	+
FPD	- [*]	- [*]	+	- [**]	+ [*]	- [*]	- [*]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 7. Ana metal sanayi sektörü iki yönlü tesadüfi etkiler modeli (driscoll-kraay) analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	6.210247	108.0033	0.06	0.954
VARDOL	-261.922	115.302	-2.27	0.027**
FY	-0.63939	2.93439	-0.22	0.828
ROE	-12.6972	10.99145	-1.16	0.253
ROA	0.508574	17.1745	0.03	0.976
FTAB	99.29678	112.0899	0.89	0.380
FPD	-55.8962	119.7788	-0.47	0.643
Sabit Terim	-123.056	339.9889	-0.36	0.719
Model Bilgileri				
Wald İst.	773.87			
Olasılık (χ^2)	0.0000*			
R	0.2852			
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	6.200338	2.980613	2.08	0.038**
VARDOL	-4.86418	3.719928	-1.31	0.191
FY	0.001273	0.155152	0.01	0.993
ROE	0.014349	0.034691	0.41	0.679
ROA	-0.76021	0.149488	-5.09	0.000*
FTAB	7.791824	3.230026	2.41	0.016**
FPD	-11.3952	2.673395	-4.26	0.000*
Sabit Terim	72.69822	18.2735	3.98	0.000*
Model Bilgileri				
Wald İst.	389.68			
Olasılık (χ^2)	0.0000*			
R	0.3834			
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	10.09711	21.45631	0.47	0.640
VARDOL	11.66122	12.46338	0.94	0.354
FY	-2.41304	1.428477	-1.69	0.097***
ROE	-0.15569	0.170211	-0.91	0.365
ROA	2.860813	0.715358	4.00	0.000*
FTAB	-52.5483	23.34503	-2.25	0.029**
FPD	45.09648	13.6158	3.31	0.002*
Sabit Terim	303.4999	250.6205	1.21	0.231
Model Bilgileri				
Wald İst.	3794.24			
Olasılık (χ^2)	0.0000*			
R	0.4396			
Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-6.07494	5.119072	-1.19	0.241
VARDOL	5.567074	3.137173	1.77	0.082***
FY	-0.0036	0.290949	-0.01	0.990
ROE	-0.01379	0.049474	-0.28	0.782
ROA	0.784806	0.23887	3.29	0.002*
FTAB	-7.66418	4.558385	-1.68	0.099***
FPD	11.03577	5.071788	2.18	0.034**
Sabit Terim	27.75897	17.11339	1.62	0.111
Model Bilgileri				
Wald İst.	1994.49			
Olasılık (χ^2)	0.0000*			
R	0.3797			

Bağımlı Değişken: FB/TA

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	3.079697	8.330354	0.37	0.713
VARDOL	1.244019	4.188726	0.3	0.768
FY	-0.36165	0.356317	-1.01	0.315
ROE	0.02653	0.050549	0.52	0.602
ROA	-0.48987	0.179607	-2.73	0.009*
FTAB	13.74708	6.202557	2.22	0.031**
FPD	-10.9038	5.576337	-1.96	0.056***
Sabit Terim	7.426726	30.48781	0.24	0.809

Model Bilgileri

Wald İst. 2741.37

Olasılık (F) 0.0000*

R 0.3986

Bağımlı Değişken: UVB/TP

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	0.72087	4.883504	0.15	0.883
VARDOL	-7.45747	3.782524	-1.97	0.054***
FY	0.041684	0.231551	0.18	0.858
ROE	0.104141	0.035295	2.95	0.005*
ROA	-0.60557	0.217203	-2.79	0.007*
FTAB	0.355151	4.981455	0.07	0.943
FPD	4.189537	2.943713	1.42	0.161
Sabit Terim	-27.7266	26.53321	-1.04	0.301

Model Bilgileri

Wald İst. 3140.80

Olasılık (F) 0.0000*

R 0.3216

Bağımlı Değişken: KVB/TP

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	5.386625	2.936118	1.83	0.072***
VARDOL	2.254473	3.649123	0.62	0.539
FY	0.016699	0.284769	0.06	0.953
ROE	-0.09654	0.037952	-2.54	0.014**
ROA	-0.11387	0.160529	-0.71	0.481
FTAB	5.26587	4.167425	1.26	0.212
FPD	-15.4597	3.389812	-4.56	0.000*
Sabit Terim	115.2024	23.30218	4.94	0.000*

Model Bilgileri

Wald İst. 4119.67

Olasılık (F) 0.0000*

R 0.2876

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	+	+ [**]	+	+	-	+	+ [***]
VARDOL	- [**]	-	+	+	+ [***]	- [***]	+
FY	-	+	- [***]	-	-	+	+
ROE	-	+	-	+	-	+ [*]	- [**]
ROA	+	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	- [*]	-
FTAB	+	+ [***]	- [**]	+ [**]	- [***]	+	+
FPD	-	- [*]	+ [*]	- [***]	+ [**]	+	- [*]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 8. Metal eşya makine elektrikli cihazlar ve ulaşım araçları sektör tek yönlü tesadüfi etkiler modeli (driscoll-kraay) analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	167.8503	98.87214	1.70	0.096***
VARDOL	-85.4324	79.91918	-1.07	0.290
FY	1.950968	2.215979	0.88	0.383
ROE	-4.13599	1.480877	-2.79	0.007*
ROA	2.515772	2.788099	0.90	0.371
FTAB	126.7502	114.3264	1.11	0.273
FPD	14.56414	72.01296	0.20	0.841
Sabit Terim	-1159.31	552.4478	-2.10	0.041**
Model Bilgileri				
<i>Wald İst.</i>	372.62			
<i>Olasılık (χ^2)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.0730			
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	14.46193	4.243219	3.41	0.001*
VARDOL	-5.91466	5.97933	-0.99	0.327
FY	0.025126	0.548817	0.05	0.964
ROE	0.286806	0.077286	3.71	0.001*
ROA	-1.39232	0.221372	-6.29	0.000*
FTAB	29.53467	11.07092	2.67	0.010*
FPD	-14.3898	4.09875	-3.51	0.001*
Sabit Terim	-78.13	67.08009	-1.16	0.250
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	25.94			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.3764			
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-29.5652	22.86936	-1.29	0.202
VARDOL	47.73621	19.74661	2.42	0.019**
FY	13.26329	1.907801	6.95	0.000*
ROE	-0.08632	0.317009	-0.27	0.786
ROA	3.078701	0.51716	5.95	0.000*
FTAB	-181.167	19.69889	-9.20	0.000*
FPD	34.61935	15.96849	2.17	0.035**
Sabit Terim	937.1078	180.8065	5.18	0.000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	105.54			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.2210			
Bağımlı Değişken: ÖS/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-12.7152	4.576943	-2.78	0.008*
VARDOL	5.692247	5.436113	1.05	0.300
FY	-0.4063	0.421414	-0.96	0.340
ROE	-0.27182	0.089635	-3.03	0.004*
ROA	1.380217	0.247973	5.57	0.000*
FTAB	-23.8556	8.294456	-2.88	0.006*
FPD	14.59671	3.632192	4.02	0.000*
Sabit Terim	140.807	57.16497	2.46	0.017**
Model Bilgileri				
<i>Wald İst.</i>	403.36			
<i>Olasılık (X)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.4491			

Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	10.93182	3.082291	3.55	0.001*
VARDOL	-3.73074	2.70584	-1.38	0.174
FY	-0.54137	0.242287	-2.23	0.030**
ROE	-0.0129	0.036519	-0.35	0.725
ROA	-0.38499	0.083385	-4.62	0.000*
FTAB	33.23133	4.273461	7.78	0.000*
FPD	-6.98454	1.672064	-4.18	0.000*
Sabit Terim	-185.797	27.0916	-6.86	0.000*

Model Bilgileri

<i>F İst.</i>	58.89
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*
<i>R</i>	0.3263

Bağımlı Değişken: UVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	2.13757	2.097905	1.02	0.313
VARDOL	1.821308	2.827608	0.64	0.522
FY	0.331277	0.107379	3.09	0.003*
ROE	0.176903	0.040991	4.32	0.000*
ROA	-0.6901	0.119051	-5.80	0.000*
FTAB	9.572545	2.190681	4.37	0.000*
FPD	-1.68785	1.977489	-0.85	0.397
Sabit Terim	-66.8807	16.35949	-4.09	0.000*

Model Bilgileri

<i>Wald İst.</i>	162.13
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*
<i>R</i>	0.2646

Bağımlı Değişken: KVB/TP				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	10.85703	3.617167	3.00	0.004*
VARDOL	-7.77068	5.715004	-1.36	0.180
FY	0.189317	0.436129	0.43	0.666
ROE	0.098997	0.070475	1.40	0.166
ROA	-0.7018	0.149203	-4.70	0.000*
FTAB	12.82039	7.21629	1.78	0.082***
FPD	-12.5848	3.129756	-4.02	0.000*
Sabit Terim	30.80698	53.73783	0.57	0.569

Model Bilgileri

<i>Wald İst.</i>	342.69
<i>Olasılık (X)</i>	0.0000*
<i>R</i>	0.3031

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	+ [***]	+ [*]	-	+ [*]	- [*]	+	+ [*]
VARDOL	-	-	+ [**]	-	+	+	-
FY	+	+	+ [*]	- [**]	-	+ [*]	+
ROE	- [*]	+ [*]	-	-	- [*]	+ [*]	+
ROA	+	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	- [*]	- [*]
FTAB	+	+ [**]	- [*]	+ [*]	- [*]	+ [*]	+ [***]
FPD	+	- [*]	+ [**]	- [*]	+ [*]	-	- [*]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 9. Diğer imalat sanayi sektörü analiz sonuçları

Bağımlı Değişken: TB/ÖS				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	t İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-3.01282	27.79869	-0.10838	0.9143
VARDOL	87.45495	42.03231	2.08066	0.0451**
FY	-13.6519	3.252632	-4.19718	0.0002*
ROE	-2.95052	0.772168	-3.82109	0.0005*
ROA	2.707483	1.184457	2.285844	0.0286**
FTAB	263.7054	40.7284	6.47473	0.0000*
FPD	-40.2159	11.81114	-3.40491	0.0017*
Sabit Terim	-1129.33	173.3514	-6.51468	0.0000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	56.9762			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.9526			
Bağımlı Değişken: TB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	0.018992	6.96908	0.002725	0.9978
VARDOL	22.82455	10.05427	2.270134	0.0297**
FY	-2.58682	0.758102	-3.41222	0.0017*
ROE	-0.30577	0.153508	-1.99186	0.0545***
ROA	0.047818	0.239108	0.199985	0.8427
FTAB	58.13952	9.821431	5.919659	0.0000*
FPD	-10.3707	2.952925	-3.51199	0.0013*
Sabit Terim	-230.58	40.51323	-5.69148	0.0000*
Model Bilgileri				
<i>F</i>	82.7839	<i>İst.</i>		
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.96			
Bağımlı Değişken: DS/DV				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-240.349	50.12434	-4.79505	0.0000*
VARDOL	99.49765	105.197	0.945823	0.3513
FY	-7.03038	6.142701	-1.14451	0.2609
ROE	-0.8324	1.590513	-0.52335	0.6043
ROA	3.900952	2.47943	1.573326	0.1255
FTAB	-124.603	55.59182	-2.24139	0.0321**
FPD	83.92751	41.46278	2.024165	0.0514***
Sabit Terim	772.2734	268.6827	2.874295	0.0071*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	77.5610			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			
<i>R</i>	0.9692			
Bağımlı Değişken: FB/TA				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	2.38765	10.30956	0.231596	0.8180
VARDOL	11.08141	8.482089	1.306449	0.1989
FY	-1.47595	0.951737	-1.5508	0.1288
ROE	-0.29291	0.217913	-1.34417	0.1865
ROA	0.16935	0.35099	0.482493	0.6321
FTAB	80.90031	7.906279	10.23241	0.0000*
FPD	-23.7703	4.572184	-5.1989	0.0000*
Sabit Terim	-379.464	32.80169	-11.5684	0.0000*
Model Bilgileri				
<i>F İst.</i>	48.1866			
<i>Olasılık (F)</i>	0.0000*			

Bağımlı Değişken: ÖS/TA

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	0.01899	6.96908	0.00273	0.9978
VARDOL	-22.8246	10.05427	-2.27013	0.0297**
FY	2.586815	0.758102	3.412223	0.0017*
ROE	0.305765	0.153508	1.991856	0.0545***
ROA	-0.04782	0.239108	-0.19999	0.8427
FTAB	-58.1395	9.821431	-5.91966	0.0000*
FPD	10.37065	2.952925	3.511992	0.0013*
Sabit Terim	324.7076	45.80899	7.088294	0.0000*

Model Bilgileri

F İst. 82.7839
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.9669

Bağımlı Değişken: UVB/TP

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	8.600938	3.913517	2.197751	0.0335**
VARDOL	-5.74276	3.631035	-1.58158	0.1212
FY	0.260164	0.320586	0.811527	0.4216
ROE	-0.04763	0.087432	-0.54471	0.5888
ROA	-0.148	0.128211	-1.15435	0.2549
FTAB	-6.57119	3.72645	-1.76339	0.0851***
FPDB	2.944826	1.868718	1.575854	0.1226
Sabit Terim	23.0033	15.7904	1.45679	0.1526

Model Bilgileri

F İst. 7.3118
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.5827

Bağımlı Değişken: KVB/TP

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Std. Err.	Z İstatistiği	Olasılık
YÜKDOL	-33.611	7.343809	-4.57678	0.0000*
VARDOL	22.68115	7.66822	2.957812	0.0052*
FY	-5.19853	0.692363	-7.50839	0.0000*
ROE	-0.49027	0.191085	-2.56572	0.0141**
ROA	0.527526	0.28302	1.863918	0.0697***
FTAB	102.8192	7.269117	14.14466	0.0000*
FPD	-18.0187	3.933759	-4.58053	0.0000*
Sabit Terim	-415.681	31.06185	-13.3824	0.0000*

Model Bilgileri

F İst. 43.0887
Olasılık (F) 0.0000*
R 0.9064

Birleştirilmiş etki tablosu	TB/ÖS	TB/TA	DS/DV	FB/TA	ÖS/TA	UVB/TP	KVB/TP
YÜKDOL	-	+	- [*]	+	+	+ [**]	- [*]
VARDOL	+ [**]	+ [**]	+	+	- [**]	-	+ [*]
FY	- [*]	- [*]	-	-	+ [*]	+	- [*]
ROE	- [*]	- [***]	-	-	+ [***]	-	- [**]
ROA	+ [**]	+	+	+	-	-	+ [***]
FTAB	+ [*]	+ [*]	- [**]	+ [*]	- [*]	- [***]	+ [*]
FPD	- [*]	- [*]	+ [***]	- [*]	+ [*]	+	- [*]

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.01, 0.05 ve 0.10 önem seviyelerini ifade etmektedir.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Murat TOPCU

EĞİTİM DURUMU

- 2017-2021 : İstanbul Gelişim Üniversitesi, S.B.E. İşletme (Doktora) Tez adı: “Dolarizasyon Eğiliminin İşletmelerin Finansman Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Üzerine uygulama”
- 2011-2013 : Ankara Üniversitesi, S.B.E. Ekonomi ve Mali Piyasalar Analizi (Tezsiz Yüksek Lisans) Bitirme projesi adı: “2001 Krizi Sonrası Enflasyon Hedeflemesi ve TCMB Politikaları”.
- 2017-2021 : Namık Kemal Üniversitesi Fen Edebiyat Fakültesi, Tarih Bölümü (Lisans)
- 1993-1999 : Anadolu Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Bölümü (Lisans)
- 1989-1992 : TSK Astsubay Hazırlama Okulu (Lise)

YABANCI DİL

İngilizce : Orta
Osmanlıca : Orta (Okuma ve Yazma)

DENEYİM

2006-2010 : TSK Sosyal tesislerinde, tekdüzen muhasebe sisteminde uygulama

YAYINLAR

a. Kitap Bölümü

Murat TOPCU, “2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Para ve Maliye Politikalarında Değişimler” kitap bölümü, “Siyasal, Sosyal ve Kuramsal Yönleriyle İktisadi Krizler” içinde, (Ed. Semra BOĞA), Gazi Kitabevi, 2020.

Murat TOPCU, “Endüstriyel Ekonomiden Dijital Ekonomiye Dönüşüm” kitap bölümü, Ekonomik ve Toplumsal Boyutlarıyla Dijital Dönüşüm” içinde (Ed. İsmail Erkan ÇELİK), Gazi Kitabevi, 2020

b. Makale

Murat TOPCU, “Kriz, Küreselleşme, Sermaye Hareketleri ve 2001 Krizine Geline Süreçte İktisadi Politika Yanlıları, Akademik Hassasiyetler, 2015, 2 (4), 115-148.

Murat TOPCU, “Kriz Liderliği ve Krizleri Fırsata Çevirmede Dönüştürücü-Vizyoner Liderlik, Akademik Hassasiyetler Dergisi 4 (8), 71-100.

Semra BOĞA ve Murat TOPCU, “Creative Economy: A Literature Review on Relational Dimensions, Challenges, and Policy Implications, Economics, 8 (2), 149-169, 2020.

Serdar ÇÖP ve Murat TOPCU, “Sosyal Sermayenin Hizmet İnovasyon Üzerine Etkisinde Bilgi Paylaşımının Aracılık Rolü: Otel İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma” Turizm Akademik Dergisi, 6 (1), 31-48, 2019.

Serdar ÇÖP ve Murat TOPCU, “Öz Yeterliliğin Yaratıcı Kişilik Üzerine Etkisinde, Psikolojik Güçlendirmenin Aracılık Rolü: İstanbul’daki 4-5 Yıldızlı Otel İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma”, İşletme Araştırmaları Dergisi, 11 (3), 2354-2370, 2019.

c. Bildiriler

Murat TOPCU, “Sosyal Medya Yönetimi ve Bölgesel Çatışmalar” I. Uluslararası Asya-Pasifik Sempozyumu: Siyasi, İktisadi ve Toplumsal Yönleriyle Güney Asya (23-24 Ekim 2019, İstanbul Gelişim Üniversitesi, Türkiye): Bildiriler ve Özler Kitabı içinde, (Ed. Demydova, İstanbul Gelişim Üniversitesi Yayınları, İ İdari bilimler, 2020.

