

T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

BİST 100'DE İŞLEM GÖREN PERAKENDE SEKTÖRÜ
İŞLETMELERİN FİNANSMAN TERCİHLERİNİN PİYASA
DEĞERLERİNE ETKİSİ (2011-2017)

EKONOMİ VE FİNANS ANABİLİM DALI
EKONOMİ VE FİNANS BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Mehmet Engin ÇAY

Tez Danışmanı
Dr.Öğr.Üyesi İhsaniye Gökçe KAYA

İSTANBUL- 2018

TEZ TANITIM FORMU

- YAZAR ADI SOYADI** : Mehmet Engin ÇAY
- TEZİN DİLİ** : Türkçe
- TEZİN ADI** : Bist 100'de İşlem Gören Perakende Sektörü İşletmelerin Finansman Tercihlerinin Piyasa Değerlerine Etkisi (2011-2017)
- ENSTİTÜ** : İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- ANABİLİM DALI** : Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı
- TEZİN TÜRÜ** : Yüksek Lisans
- TEZİN TARİHİ** : 30.07.2018
- SAYFA SAYISI** : 78
- TEZ DANIŞMANI** : Dr.Öğr.Üyesi İ.Gökçe Kaya
- DİZİN TERİMLERİ** : İşletme, Finansman Kaynakları, Piyasa Değeri
- TÜRKÇE ÖZET** : Bu tez çalışmasında, BİST 100'de işlem gören perakende sektörüne ait altı işletmenin 2011/2017 yılları arası borçlanma yapısı analiz edilerek piyasa değeri ile finansman tercihi arasında bir ilişki olup olmadığı değerlendirilmiştir.Çalışmada perakendecilik türleri, Türkiye'de perakendeciliğin gelişimi, tarihi, mevcut finansal ve ekonomik durumu belirtilmiştir.Uygulama bölümünde ise araştırmanın amacı, kapsamı, modeli, yöntemi ve sınırlılıkları belirtilmiştir.Finansal kaldıraç, firma değeri, sermaye yapısı, piyasa değeri arasındaki ilişki incelenmiş ve panel veri analizi ile sonuçlara ulaşılmaya çalışılmıştır.
- DAĞITIM LİSTESİ** : 1. İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsüne
2. YÖK Ulusal Tez Merkezine

Mehmet Engin ÇAY

T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

BİST 100'DE İŞLEM GÖREN PERAKENDE SEKTÖRÜ
İŞLETMELERİN FİNANSMAN TERCİHLERİNİN PİYASA
DEĞERLERİNE ETKİSİ (2011-2017)

EKONOMİ VE FİNANS ANABİLİM DALI
EKONOMİ VE FİNANS BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Mehmet Engin ÇAY

Tez Danışmanı
Dr.Öğr.Üyesi İhsaniye Gökçe KAYA

İSTANBUL- 2018

BEYAN

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğu, başkalarının ederlerinden 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.

Mehmet Engin ÇAY

... / ... / 2018



T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Mehmet Engin Çay'ın “BİST 100'de İşlem Gören Perakende Sektörü İşletmelerin Finansman Tercihlerinin Piyasa Değerlerine Etkisi (2011-2017)” adlı tez çalışması, jürimiz tarafından Ekonomi ve Finans Bilim Dalı'nda YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan Dr. Öğr. Üyesi İhsaniye Gökçe KAYA
(Danışman)

Üye Dr. Öğr. Üyesi İlker İNMEZ

Üye Dr. Öğr. Üyesi Atila HAZAR

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

... / ... / 2018

İmzası

Prof. Dr. Nezir KÖSE

Enstitü Müdürü

ÖZET

Perakendecilik, Türkiye'de 1990'lı yıllardan sonra hem ulusal hem de uluslararası yatırımcıların ilgisinin hızla yükseldiği bir sektör olmuştur. Perakende sektörünün en önemli sorunu ise finansal kaynakların temin edilmesinde yaşanmaktadır. İşletmenin piyasa değeri hisse senetlerini arz ve talebe göre alınması ve satılma fiyatı olması nedeniyle finansal sorunları aşmak için tercih edilen borçlanma şekli şirket piyasa değerleri etkileyen faktörlerden biri haline gelmiştir.

Bu çalışmada, BİST 100'de işlem gören Bim, Bizim, Kipa, Migros, Carrefoursa ve Teknosa işletmelerinin 2011/2017 borçlanma yapısı panel veri metodu ile analiz edilerek şirketin piyasa değerine olan etkisi saptanmıştır. Firmaların finansman tercihi finansal kaldıraç oranı aracılığıyla temsil edilmiştir. Diğer bağımsız değişkenler ise firma büyüklüğü, özsermayenin ve varlıkların getirisidir. Ampirik bulgular, piyasa değeri ile finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Her ne kadar sonuçlar piyasa değeri ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişkinin varlığını göstermişse de yüksek borçlu firmalar ile düşük borçlu firmaların finansal kaldıraç oranları elde edilerek geliştirilebilir.

Anahtar Kelimeler: İşletme, Finansman Kaynakları, Finansman Stratejileri, Finansman Sorunları, Piyasa Değeri

SUMMARY

Retailing has become a sector in our country where the interest of both national and international investors has increased rapidly since the 1990s. The most important problem of the retail sector is the provision of financial resources. The borrowing-type company preferred to overcome financial problems, due to the fact that the operator is purchasing market-value stocks according to supply and demand and selling price, has become one of the factors affecting market values.

In this study, the 2011/2017 borrowing structure of Bim, Bizim, Kipa, Migros, Carrefoursa and Teknosa, which are traded on BİST 100, was analyzed by panel data method and its effect on the market value of the company was determined. Firms' financing preference is represented through the financial leverage ratio. The other independent variables are the size of the firm, the return of equity and assets. Empirical findings indicate the existence of a positive relationship between market value, financial leverage and firm size. Although the results show a positive relationship between market value and financial leverage, it can be improved by obtaining financial leverage ratios of high debtors and low debtors.

Keywords: Business, Financial Resources, Finance Strategies, Financing Issues, Market Value

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	i
SUMMARY	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	vi
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
ÖNSÖZ	ix
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	
PERAKENDE SEKTÖRÜ	
1.1. PERAKENDECİLİĞİN TANITIMI VE KAPSAMI	3
1.2. PERAKENDECİLİĞİN ÇEŞİTLERİ	4
1.2.1. Mağazalı Perakendecilik	7
1.2.1.1. Gıda Ağırlıklı Perakendeci Kurumlar	7
1.2.1.2. Genel Ürün Perakendecileri	10
1.2.2. Mağazasız Perakendecilik	12
1.3. TÜRKİYE'DE PERAKENDECİLİĞİN GELİŞİMİ	13
1.3.1. Perakendeciliğin Tarihsel Gelişimi	13
1.3.2. Perakendeciliğin Mevcut Finansal Durum ve Ülke Ekonomisine Etkisi	15
İKİNCİ BÖLÜM	
PERAKENDE SEKTÖRÜNDE FİNANSAL TERCİHLER ve PİYASA DEĞERİ	
2.1. İŞLETMELERİN FİNANSMAN SORUNLARI	20
2.1.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Finansman Yetersizlikleri	20
2.1.2. Sermaye Sorunları	21
2.1.3. Kredi ve Teminat Sorunları	23
2.2. İŞLETMELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI	24
2.2.1. Sermaye Piyasası Modeli	25
2.2.2. Risk Sermayesi Modeli	26
2.2.3. Kredi Garanti Fonu (KGF) Modeli	28
2.2.4. Finansal Kiralama (Leasing) Modeli	29
2.2.5. Factoring Modeli	31
2.2.6. Forfaiting Modeli	33
2.3. İŞLETMELERİN FİNANSMAN STRATEJİLERİ	34
2.3.1. Net Gelir Yaklaşımı	35
2.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	36

2.3.3. Geleneksel Yaklaşım	37
2.3.4. Modigliani-Miller Teorisi	38
2.3.5. Modern Sermaye Yapısı Teorileri.....	40
2.3.5.1. Statik Dengeleme Teorisi	40
2.3.5.2. Sinyal Teorisi.....	41
2.3.5.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi	42
2.4. İŞLETMELERİN PİYASA DEĞERİ.....	44
2.4.1. Değer Kavramı.....	44
2.4.2. Piyasa Değeri Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler	45
2.4.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi.....	46
2.4.2.2. Fiyat / Kazanç Oranı - Beklenen Büyüme Oranı Yöntemi.....	46
2.4.2.3. İşletme Değeri / Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr Oranı Yöntemi.....	47
2.4.2.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi.....	47
2.4.2.5. Yeniden Yerine Koyma Oranı Yöntemi.....	48
2.4.2.6. Fiyat / Satışlar Oranı Yöntemi	48
2.4.2.7. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı Yöntemi.....	49
2.4.2.8. Kâr Payı Verim Oranı Yöntemi	49
2.4.2.9. Sektörlere Özgü Oranlar Yöntemi	50

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİST 100'DE İŞLEM GÖREN BİM, BİZİM, KİPA, MİGROS, CARREFOURSA VE TEKNOSA PERAKENDE İŞLETMELERİNİN FİNANSMAN TERCİHLERİNİN PİYASA DEĞERLERİNE ETKİLERİ

3.1. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ.....	51
3.1.1. Araştırmanın Problemi.....	51
3.1.2. Araştırmanın Amacı.....	51
3.1.3. Araştırmanın Önemi.....	51
3.1.4. Araştırmanın Yöntemi.....	52
3.1.5. Araştırmanın Kavramsal Çerçevesi.....	52
3.1.6. Araştırmanın Kısıtlamaları.....	52
3.1.7. Verilerin Toplanması.....	52
3.2. FİRMA BİLGİLERİ, FİNANSAL VERİLERİ VE SERMAYE YAPILARI ANALIZI.....	52
3.2.1. Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	53
3.2.2. Bizim Toptan Market	55
3.2.3. Kitle Pazarlama A.Ş. (Kipa).....	57
3.2.4. Migros	58

3.2.5. Carrefoursa	60
3.2.6. Teknosa	62
3.3. VERİ ANALİZİ	64
3.4. BULGULAR.....	66
TARTIŞMA VE SONUÇ	69
KAYNAKÇA	72
ÖZGEÇMİŞ	---



KISALTMALAR

ABD	:	AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ
BIST 100	:	BORSA İSTANBUL
DD	:	DEFTER DEĞERİ
EASDAQ	:	EUROPEAN ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATIONS
EBITDA	:	EARNINGS BEFORE INTERESTS TAXES DEPRECIATION AND AMORTIZATION
FD	:	FİRMA DEĞERİ
F/K	:	FİYAT/KAZANÇ
FVAÖK	:	FAİZ VERGİ AMORTİSMAN ÖNCESİ KAR
GSMH	:	GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILA
GSYH	:	GAYRİ SAFİ YURTIÇİ HASILA
İZTO	:	İZMİR TİCARET ODASI
KAP	:	KAMUYU AYDINLATMA PLATFORMU
KDV	:	KATMA DEĞER VERGİSİ
KGf	:	KREDİ GARANTİ FONU
KOBİ	:	KÜÇÜK VE ORTA BÜYÜKLÜKTEKİ İŞLETMELER
MEB	:	MİLLİ EĞİTİM BAKANLIĞI
NASDAQ	:	NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS AUTOMATED QUOTATIONS
PD	:	PİYASA DEĞERİ
RoE	:	RETURN ON EQUITY
RoA	:	RETURN ON ASSET
TAMPF	:	TÜRKİYE ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ VE PERAKENDECİLER FEDERASYONU
TÜİK	:	TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU
TÜSİAD	:	TÜRKİYE SANAYİCİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ
TSPAKB	:	TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLAR BİRLİĞİ

TABLolar LiSTESi

Tablo	Sayfa
Tablo 1. Perakendeciliğin eşitleri.....	5
Tablo 2 . 2016 Yılı Türkiye Perakende Sektöründe Halka Açık İlk 10 Şirketin Finansal Durumu.....	17
Tablo 3. KGF Yararlanıcılara Göre Kefalet Oranları.....	29
Tablo 4. Factoring ve Forfaiting Arasındaki Farklılıkların Karşılaştırılması	34
Tablo 5. BIM A.Ő.'nin 2011-2017 Yılı Finansal Verileri.....	54
Tablo 6. Bizim Toptan Market'in 2011-2017 Yılı Finansal Verileri	56
Tablo 7. KİPA'nın 2011-2017 Yılı Finansal Verileri	57
Tablo 8 . MİGROS Ticaret AŞ'nin 2011-2017 Yılı Finansal Veriler	59
Tablo 9. Carrefour SA'nın 2011-2017 Yılı Finansal Verileri.....	61
Tablo 10. TeknoSA'nın 2011-2017 Yılı Finansal Verileri.....	63
Tablo 11. Tanımlayıcı İstatistik	66
Tablo 12. Durağanlık Analizi.....	67
Tablo 13. Korelasyon Matrisi	67
Tablo 14. Analiz Sonuçları.....	68

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 1. Mağazasız Perakendecilik Şekilleri	12
Şekil 2. 2009-2015 Yılı Türkiye’de Perakende Satış Ciroları	16
Şekil 3. Perakende Ciro Endeksinin 2014-2017 Yıllarındaki Aylık Değişimleri	18
Şekil 4. 2011-2014 Yıllarında Türkiye’nin GSYH Oranları Ve Perakende Satış Değişimleri.....	19
Şekil 5. Risk Sermayesi Süreci.....	27
Şekil 6. Net Gelir Yaklaşımı’na Göre Sermaye Yapısı	36
Şekil 7. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısı	37
Şekil 8. Geleneksel Görüşe göre Sermaye Yapısı	38
Şekil 9. Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısı	39
Şekil 10. Statik Denge Teorisi’ne Göre Optimal Sermaye Yapısı	41
Şekil 11. BİM Şirketinin Sermaye Yapısı.....	54
Şekil 12. BİZİM Şirketinin Sermaye Yapısı.....	56
Şekil 13. KİPA Şirketinin Sermaye Yapısı	58
Şekil 14. MİGROS Şirketinin Sermaye Yapısı.....	60
Şekil 15. CARREFOURSA Şirketinin Sermaye Yapısı	62
Şekil 16. TEKNOSA Şirketinin Sermaye Yapısı.....	63

ÖNSÖZ

Tezimin konu seçiminden, tamamlanmasına kadar süreçte katkılarını hiçbir zaman esirgemeyen, bilgi ve tecrübeleriyle yol gösterici olan değerli tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi İ. Gökçe Kaya başta olmak üzere ,yüksek lisans eğitimim boyunca katkılarından dolayı İstanbul Gelişim Üniversitesi hocalarıma, özel zamanlarından feragat etmemi hiçbir zaman sorun etmeyen sevgili eşim, oğlum ve kızıma en içten dileklerle şükranlarımı sunuyorum.

Mehmet Engin ÇAY



GİRİŞ

Bu çalışmada ; son yıllarda hem ulusal, hem de uluslararası yatırımcıların ilgisinin arttığı, Türkiye ekonomisinin yaklaşık 2.5 katı oranında büyüme gösteren, çalışan sayısının 2017 yılı Eylül sonunda 1 milyon 925 bin kişi olan ve 2018 yılında cirosunun 880 milyar TL' ye yaklaşması beklenen perakende sektörünün finansman tercihlerinin piyasa değerine etkisi araştırılması amaçlanmıştır.

Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde, perakende sektörü tanımı, kapsamı, çeşitleri ve Türkiye'de perakendeciliğin gelişimi anlatılmıştır.

İkinci bölümünde perakende sektöründe finansal tercihler ve piyasa değeri kavramları incelenerek, işletmelerin finansman sorunları, finansman kaynakları, finansman stratejileri ve işletmelerin piyasa değeri kavramı incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, araştırmanın metodolojisi, firma bilgileri, finansal verileri ve sermaye yapıları incelenerek, verilerin analiz edilmesi, bulgular ve sonuç bölümüne yer verilerek çalışma tamamlanmıştır.

Üreticiler ile tüketiciler arasında bir köprü vazifesi gören perakendecilik faaliyeti; *ürün ve hizmetlerin ticarî bir amaçla kullanmama veya tekrar satmama, sadece kişisel veya ailesel gereksinimleri için kullanmaları koşuluyla, doğrudan doğruya son tüketicilere pazarlanmasıyla ilgili tüm faaliyetleri kapsar.*¹

Perakendecilik kavramı "*fonksiyonel yaklaşım, satış odaklı yaklaşım, pazarlama odaklı yaklaşım, değişim işlemine odaklı yaklaşım, değer odaklı yaklaşım*" olarak adlandırılan bir süreci geçirdikten sonra günümüzde "*deneyim odaklı yaklaşım*" haline dönüşmüştür. Fonksiyonel amaçlı üretim ve satıştan ibaret bir perakendecilik faaliyeti günümüzde alışverişin eğlence ve boş zamanları değerlendirme aktiviteleriyle iç içe bir hale getirilmiştir².

Perakende sektörü genellikle mağazalı ve mağazasız perakendecilik şeklinde gerçekleştirilmektedir. Sanayi devriminden önce seri üretimden ziyade ihtiyaç olan ürünlerin üreticiler tarafından üretilerek kendilerince tüketiciye sunumu gerçekleştirilirken, fabrikaların

¹ Prof.Dr.Fatma Demirci Orel, http://www.fatmaorel.net/ogrenciler_icin/perakendecilik.pdf (Erişim tarihi: 01.03.2018).

²İnci Varinli ve Mine Oyman, **Perakendeciliğe Giriş**, Editör, Sevgi Ayşe Öztürk, AÖF Yayını No:1808, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2013, s.4-5

kurulmasıyla birlikte 1900'lü yıllarda perakende mağazacılık artmıştır. Günümüzde üreticiden ucuz bir şekilde alınan ürünün çeşitli pazarlama teknikleriyle nihai tüketiciye ulaştırıldığı mağazalar zincirleri, süpermarketler, hipermarketler, indirim marketleri, fabrika satış mağazaları, online alışveriş, doğrudan satış gibi birçok perakendecilik şekli tüketicinin hizmetine sunulmuş durumdadır.

Perakende sektörü, Türkiye'de son yıllarda en hızlı büyüyen sektörlerden biridir. Özellikle 2000'li yılların başından itibaren yabancı yatırım ortaklarıyla başlatılan perakendeci zincir mağazaları, 2005'li yıllarda BİM, ŞOK, A-1001, DİASA gibi indirimli mağazaları Türkiye'nin her tarafında yaygınlaştırmıştır. Bu mağazaların haftalık indirimli günleri ya da satışa çıkacak olan yeni ürünlerin günleri tüketiciler tarafından sıkı bir şekilde takip edilir hale gelmiştir. Teknolojik aletlerin gelişimi ve internetin yaygınlaşmasıyla birlikte ulusal veya uluslararası on-line satış yapan mağazalı ya da mağazasız perakendecilik faaliyetleri günümüz şartlarında ortalama %13 civarındadır. Henüz oranın düşük olmasına rağmen mağazadan tüketiciye ürün satan işletmelerin cirolarında önemli derecede bir düşüşe yol açtığı görülmektedir. Birçok perakende alışverişin dronlarla müşteriye ulaştırma hizmetinin başlaması ve yaygınlaşmasıyla on-line alışverişin daha da artacağı ve birçok mağazanın rekabet edemeyerek kapanacağı tahmin edilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM PERAKENDE SEKTÖRÜ

1.1. PERAKENDECİLİĞİN TANIMI VE KAPSAMI

Perakendeciler, ürünlerin üreticisi firmalardan tüketicilere ulaştırılmasında bağlantı noktaları olan son satıcılardır. Perakendeciler ürünün satışının yanı sıra bilgi sağlanması ve satış sonrasında destek gibi önemli hizmetlerin de gerçekleştirildiği firmalardır. Pazarlama zincirinin son halkasını oluşturan perakendecilik, ürünlerin tüketicilere pazarlanması adına tüm eylemler kapsam alanına girmektedir. Perakendeciliğin tüketici ve üreticiye sağladığı yararlarının yanı sıra imalat sanayini üretime yönlendirir, tarımsal üretimi destekler, istihdam sağlar, güvenlik, inşaat, bankacılık, depolama, lojistik gibi birçok hizmet sektörünü besler, ürün ve hizmetlerin kalitesinde iyileşmeye aracı olur³.

Perakendecilik kavramı köken olarak Farsça'dan gelmektedir. Üretici tarafından üretilen ürünlerin tüketiciye ulaştırılmasını sağlayan araçlar perakendeciler olarak tanımlanabilir. Daha geniş bir tanımlama yapılacak olursa; ürün ve hizmetlerin kurumsal, ailesel veya kişisel ihtiyaçlar için üreticiden son tüketicilere pazarlanmasıyla ilişkili faaliyetlerin tamamına perakendecilik adı verilir⁴.

Türk Dil Kurumu'na göre perakende teriminin ticari anlamı *Malların teker teker veya birkaç parça durumunda azar azar satılmasına dayanan (satış biçimi), toptan karşıtı*⁵ bir terim olarak ifade edilmiştir.

Satışa çıkarılan hizmet ve/veya malların son tüketicilere pazarlanması ve satışıyla ilgili faaliyetlerin tamamı olarak tanımlanabilen perakendecilik; *değişik işletmeler tarafından üretilen ürünler ile hizmeti nihai tüketicilere arz eden ve bu özellikleri nedeniyle alım yapan müşteri ile doğrudan ilişki içerisinde olan bir sektördür.*⁶

Perakende Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 3. maddesine göre 1) *Perakende işletme: Alışveriş merkezi, büyük mağaza, zincir mağaza, bayi işletme, özel yetkili işletme, perakende ticaretle uğraşan diğer ticari işletmeler ile esnaf ve sanatkâr işletmelerini,*

³ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.3-4.

⁴ Ömer Baybars Tek ve Fatma D. Orel, **Perakende Pazarlama Yönetimi**, 2. Baskı. Birleşik Matbaacılık. İzmir, 2006, s.4.

⁵ www.tdk.gov.tr (Erişim Tarihi: 01.03.2018)

⁶ Mehmet Ali Aktaş, "Perakendecilik ve Diğer İşletmelerden Farkları", **Mevzuat Dergisi**, 2005, 8, 92, /www.mevzuatdergisi.com/2005/08a/04, (Erişim tarihi: 01.03.2018).

i) *Perakende ticaret: Mal ve hizmetlerin perakende işletmelerce satışı ve pazarlanmasıyla ilgili faaliyetler bütünü*⁷ olarak ifade edilmiştir. Bu tanımlamalara göre nihai tüketicilere satış yapan her türlü üretici veya aracı organizasyon perakende kapsamına girmektedir.

Perakendecilerin, nihai tüketicilerin istekleri ve ihtiyaçlarının en uygun bir zaman ve mekânda en etkin dağıtım kanallarıyla sağlaması pazarlama eylemlerinin başarısı açısından önemlidir. Bu nedenle dağıtım kanallarında yapılan hatalar, tüketici beklentilerinin karşılanmamasına, ürünlerin ticari karşılığının alınamamasına yol açar. *En kötü mal, rafta bulunmayan maldır* deyişi perakendeciliğin amaçlarını açıklayan en iyi sözdür⁸.

Perakendecilik sadece tüketiciler için değil üretici ve toptancılar için de önemli bir sektördür. Müşteriler için perakende firmaları ürün çeşidinin oluşturulması, pazar bilgisinin toplanması, müşterilerine ödeme kolaylığının sağlanmasına yönelik çeşitli pazarlama aktivitelerinde bulunan satın alma ve satış yapma uzmanı olarak görev yaparlar. Bu noktada perakendeciler tüketiciler ile üretici, toptancı ve distribütörler arasında dolaylı bir bağlantı sağlamış olur. Perakende sektörü günümüzde üreticilerin temsilcisi, tüketicilerin de garantörüdür⁹.

1.2. PERAKENDECİLİĞİN ÇEŞİTLERİ

Perakendecilik faaliyetini yürüten firmaların farklı yapı ve özelliklere sahip olması sınıflandırmalarında da bir takım kriterlerin göz önüne alınmasına neden olmuştur. Barry Berman ve Joel Evans (1998)'e göre perakendecilik, mağazalı perakendecilik, sahipliğe göre perakendecilik, hizmet perakendeciliği ve mağazasız perakendecilik olarak dört grup altında toplanabilir. Her bir perakendecilik kapsamına giren alt sınıflar da Tablo 1'de gösterilmiştir:

⁷ "Perakende Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun", Kanun No. 6585 Kabul Tarihi 14.12.2015

⁸ Emrah Cengiz ve Berna Özden, "Perakendecilikte Büyük Alışveriş Merkezleri Ve Tüketicilerin Büyük Alış Veriş Merkezleri İle İlgili Tutumlarını Tespit Etmeye Yönelik Bir Araştırma", *Ege Akademik Bakış, Ekonomi, Uluslararası İlişkiler ve Siyasi Bilimler Dergisi*, 2002, 3, 1-12, s.2.

⁹ Alper Ulubağ, Perakende Sektöründe Yoğunlaşma Analizi: Denizli İlinde Bir Uygulama, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli, 2015, s.6 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

Tablo 1. Perakendeciliğin Çeşitleri¹⁰

Sınıflama Kriteri	Perakendeci Kurumlar
Mağazalı Perakendecilik	Kolaylık mağazası Geleneksel süpermarket Karma mağaza Sınırlı ürün dizisi sunan mağaza Depo mağaza Özel mağaza Çeşit mağazası Geleneksel bölümlü (departmanlı) mağaza Tam ürün dizileri sunan indirimli mağaza İndirimli/düşük fiyatlarla ürün sunan zincirler Fabrika satış yeri Depo Kulüpleri Semt pazarları ve bit pazarları
Sahipliğe Göre Perakendecilik	Bağımsız (tek perakendeciler) Zincir mağazalar Franchising mağazaları Kiralanan bölümler Dikey pazarlama sistemleri Tüketici kooperatifleri
Hizmet Perakendeciliği	Kiralanan ürünlere yönelik hizmetler Mülkiyeti alınan ürünlere yönelik hizmetler Ürün içermeyen hizmetler
Mağazasız Perakendecilik	Doğrudan pazarlama Doğrudan satış Otomatik makinede satış İnternet Yeni ortaya çıkan formatlar

Mucuk (2001)¹¹ ise perakendeciliği; mülkiyetinin kime ait olduğu, tüketicilerin satın alma çabasının düzeyi, ürün hattı ve perakendecilik faaliyetlerinin gerçekleştiği yer gibi unsurlara göre sınıflandırmıştır.

❖ *Tüketicilerin satın alma çabasının düzeyine göre perakendecilik*

- Kolayda mallar mağazası
- Beğenmeli mallar mağazası

¹⁰ Barry Berman ve Joel Evans, **Retail Management**, Seventh Ed. Prentice Hall, Inc., New Jersey 1998, s.103; aktaran Varinli ve Oyman, a.g.e., s.121

¹¹ İsmet Mucuk, **Pazarlama İlkeleri**, 13.basım, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001, s.263.

- Özellikli mallar mağazası
- ❖ *İşletmenin mülkiyetinin kime ait olduğuna göre*
 - Bağımsız (tüccar) perakendeci
 - Zincirleme mağazalar
 - Anlaşmalı dikey pazarlama sistemleri
- ❖ *Ürün hattına göre*
 - Tek ürün hatlı
 - Sınırlı ürün hatlı
 - Çok çeşitli ürün hatları olan
- ❖ *Perakendecilik faaliyetinin gerçekleştiği yere göre*
 - Mağazalı perakendecilik
 - Mağazasız perakendecilik

Yukarıdaki perakendeci çeşitlerinden başka perakendeci çeşitleri arasında, büyük perakendecilik faaliyeti yürüten firmaların ,kendi ülkesi dışındaki diğer ülkelerde perakendecilik faaliyetlerinde bulunması “çok uluslu perakendecilik” olarak adlandırılmaktadır. *Mülkiyeti ve yönetimi bir kişiye ait olan, az sayıda ürün çeşidinin bulunduğu, genellikle sahibi olan kişinin ürün veya hizmet satışı yaptığı ve zorunlu hallerde çok az sayıda yardımcı satış elemanı çalıştırdığı perakendeciler “bağımsız perakendecilik” adıyla bilinmektedir.*¹²

Bağımsız perakendeciler mağazalı (küçük ya da büyük ölçekli) ve mağazasız (seyyar satıcıları, aile içinde ürettiklerini elden satanlar vb.) perakendeciler olarak ayrılabilir. Bakkallar ve diğer küçük esnaf küçük ölçekli mağazalı perakendeciler iken, fazla çeşidin satıldığı marketler ise büyük ölçekli mağazalı perakendecilere örnek olarak gösterilebilir. Bağımsız perakendeciler genellikle kolayca bulunması gereken zorunlu ihtiyaç maddelerinin ya da kırtasiye malzemelerinin satıldığı küçük esnaf olarak da bilinmektedir¹³.

Perakendecilik türleri literatürde genellikle perakendecilik faaliyetinin gerçekleştiği yere göre sınıflandırılarak incelendiği için bu çalışmada da mağazalı ve mağazasız perakendecilik hakkında kısaca bilgi verilmiştir.

¹² MEB, T.C. Milli Eğitim Bakanlığı, **Pazarlama Ve Perakende, Perakendeciliğin Türleri**, Ankara, 2011, s.3

¹³ MEB, a.g.e., s.4

1.2.1. Mağazalı Perakendecilik

Perakendecilik faaliyetinin mağaza ortamında gerçekleşmesi mağazalı perakendecilik olarak tanımlanması için yeterlidir. Bu kurumların, sundukları ürün yelpazesine göre de oldukça çeşitli türlerinin bulunduğu Tablo 1'den de anlaşılmaktadır¹⁴.

Mağazalı perakendecilik; tüketicilerin ihtiyacı olan ürün ve hizmetlere fiziki bir satış alanı olan mağazalardan ulaşılmasını sağlayan perakendecilik türüdür. Bu mağaza türlerini kendi içinde gıda ağırlıklı mağazalar ve genel ürün ağırlıklı mağazalar olarak ayırmak mümkündür.¹⁵

1.2.1.1. Gıda Ağırlıklı Perakendeci Kurumlar

Perakendeci kurumların sınıflandırılmasıyla ilgili çeşitli kriterler ele alınabilir. ACNielsen Zet Araştırma şirketi tarafından yapılan araştırmada gıda ağırlıklı perakendeci kurumlar satış alanlarının büyüklüğüne göre; 50 m²'den küçük alanlar bakkal, 50-100 m² olanlar market, 100-399 m² olanlar küçük süpermarket, 400-999 m² olanlar süpermarket, 1000-2499 m² büyük süpermarket, 2500 m² ve üstü alanlar da hipermarket olarak tanımlanmaktadır.¹⁶ Gıda ağırlıklı perakendeciler kendi arasında “*kolaylık mağazaları, geleneksel süpermarketler, gıda ağırlıklı süpermarketler, karma mağazalar, sınırlı ürün dizisi sunanlar ve depo mağazaları*” olarak ayrılmaktadır.

Kolaylık mağazaları: Meskenlerin bulunduğu alanlarda yer alan haftanın her günü uzun süreli çalışabilen, genellikle gazete, meşrubat gibi kolayda bulunan ürünlerin satışını yapan mağazalardır. Bu mağazaların ikametgah alanlarında kurulması müşterilerin kolay bir şekilde ulaşması ve alkollü alkolsüz içecekler, süt, ekmek, ambalajlı gıda ürünleri, gazete, meşrubat gibi ürünlerin satışının yapılması nedeniyle tüketici dolaşımı fazla olmakta ve yüksek iş hacmi oluşmaktadır¹⁷.

Kolaylık mağazaları gıda ürünleri ağırlıklı, sınırlı ürün çeşidi ve genelde geç saate kadar açık olmaları ile müşterilerin büyük mağazalarda giriştikleri yoğun ürün arama çabasından kurtarsa da fiyatları ortalamanın üstünde bulunan mağazalardandır. 1927 yılında ABD’de kurulan 7-Eleven en tipik kolay mağazacılık örneği olup 22 bin mağazasından günde 20 milyon

¹⁴ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.121

¹⁵ Emel Kurşunluoğlu, “Mağazalı Perakendeciler Ve Müşteri Servisleri”, *Journal of Yasar University*, 2009, 4,14, 2173-2184, s.2175

¹⁶ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.122

¹⁷ Philip Kotler, Garry Armstrong, *Principles of Marketing*, 14th Edition, Prentice-Hall, Boston, 2011, s.375-378.

kişinin alışveriş yapmaktadır. Benzin istasyonlarında kurulan gıda mağazaları da tüketicilere ihtiyacı olan ürünlerin alınmasında aracı olan kolaylık mağazalarındandır. Bu mağazalarda satılan ürünlerin çoğu satın alındıktan itibaren yaklaşık 30. dakikada tüketilen ürünlerden oluşur. Satış hacmi düşük, sınırlı raf alanı nedeniyle çeşit azlığı oluşan bu mağazalarda tedarikçiler haftada birkaç kez dağıtıma gelmektedirler¹⁸.

Süpermarketler: Ürün çeşitliliğinin fazlalığı, gıda dışı temizlik malzemeleri, hane halkına yönelik ürünlerinde satışının yapıldığı geniş alana sahip, düşük maliyet-düşük kar marjı ile yüksek satışlar elde edilen gıda perakendecisi türlerinden en yaygın olanıdır.¹⁹ Süpermarketlerin en önemli özellikleri ürünlerinin ayrı reyonlarda bol çeşitte bulunmasıdır. Bu marketlerde çok sayıda alıcının self servis yöntemiyle açık vitrin, sergi ve gondol raflarda ürünleri inceleyerek almaktadır. Süpermarketlerin müşterilerine has otoparkları ve çok sayıda yazar kasalarının olması alışveriş için bu marketlerin tercih edilme nedenlerinden bazılarıdır.²⁰

Süpermarketler ilk kez 1930'ların başlarında ABD'de kurulmuştur. En az 1000 m² satış alanına sahip süpermarketlerin satış ürünlerinin %70'ini gıda gibi temel ihtiyaç maddeleri oluşturmaktadır²¹. Bu marketlerin satış alanı ülkelere göre değişiklik gösterebilir. Örneğin süpermarket alanları ABD'de 3000 m², Avrupa'da ortalama 1300 m², Türkiye'de ise ortalama 500 m² dir²². Süpermarketlerin temel özelliklerini Varinli ve Oyman (2013) ²³ şu şekilde sıralamıştır:

- *Temel olarak bakkaliye, kuru gıda, yaş sebze ve meyve, et ve et ürünleri, süt ve süt ürünlerine ek olarak kozmetik, temizlik, tuhafiyeye malzemelerinden oyuncağa değin gıda dışı ürünlerin de satılması,*
- *Her grup ürünün ayrı reyonlarda, çok çeşit ve sayıda satışa sunulması,*
- *Self servis yöntemi ile (müşterinin ürünü raflardan kendisinin seçmesi, bedelini ödemek için çıkıştaki kasaya taşınması, bedelini ödemesi ve kullanacağı yere kendisinin taşımasıdır) ürünlerin raflarda, açık vitrinlerde satılması,*
- *Genellikle tek katlı ve geniş bir satış alanına sahip olması,*
- *Otopark olanağı,*
- *Ürünlerin mümkün olduğunca üreticiden aracı olmaksızın doğrudan satın alınarak satışa sunulması,*

¹⁸ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.122.

¹⁹ Kotler ve Armstrong, a.g.e., s.375-377.

²⁰ Kurşunluoğlu, a.g.e., s.2176.

²¹ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.123.

²² Abdullah Okumuş, "İndirimli Mağaza ve Süpermarket Müşterileri Arasındaki Farklılıkların Beklenti ve Memnuniyetlerine Göre İncelenmesi", *İ.Ü. İşletme Fakültesi İşletme Dergisi*, 2005, 34,1, 105-133, s.108.

²³ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.124.

- *Büyük ölçekli süpermarket zincirlerinin kendi markalarını taşıyan ürünler satması.*

Süpermarketlerin geniş alışveriş alanı içermesi, zaman zaman indirimli ürünler satması, kredi kartı ile alışveriş ve taksit imkanı sunması, çocuklar için oyun alanlarının bulunması, gıda, kırtasiye, giyim, mutfak eşyası, küçük ev eşyaları gibi bol çeşit içermesi, ürünlerine garantörlük yapmaları, ailenin birlikte alışveriş zevkini yaşamaları gibi sebepler tüketicilerin bu marketleri tercih etmelerinin en önemli nedenleri olarak sayılmaktadır.

Türkiye’de modern anlamda ilk gıda perakendeciliği 1955 yılında “İsveç Migros Koop. Federasyonu”nun İstanbul’da kurduğu “Migros Türk A.Ş”dir. Daha sonra 1956 yılında doğrudan kamu kuruluşu olarak GİMA kurulmuş, özellikle 1990’lı yıllardan sonra ise oldukça fazla sayıda süpermarket kurulduğu görülmüştür. Avrupa’da her 1 milyon kişiye ortalama 150 süpermarket, 15 hipermarket (karma mağaza), Türkiye’de ise 1 milyon kişiye 17 süpermarket, 3 hipermarket sayısı düşmektedir.²⁴

Hipermarketler (Karma Mağazalar): Süpermarketlere göre daha büyük alanlara (en az 2500 m²) kurulu olan hipermarketlerin faaliyet alanı gıda ve gıda dışı ürünlerin düşük fiyattan satılmasını sağlamaktadır.²⁵ Bu karma mağazalar, gıda ağırlıklı süpermarket ile gıda dışı ürünlerin bir arada satılmasından oluşan büyük mağazalardır. Genellikle 3.000-9.000 m² arasında bir alana kurulu olan hipermarketler kent dışında kurulmuş olsalar da fiyatlarının uygunluğu sebebiyle tüketiciler tarafından tercih edilmektedirler.²⁶ Türkiye’ye ilk giren hipermarket Alman “Metro Grossmarket”, ikincisi ise Fransız firması “Carrefour”dur.²⁷

Süpermerkezler: Karma mağazaların biraz daha genişletilmiş olan süpermerkezler, ucuz süpermarket ile indirimli departmanlı mağazanın bileşiminden oluşmaktadır. Amerikan kökenli bu mağazalar Avrupa kökenli hipermarketlerin 7.000 ile 14.000 m² arasında değişen bir alan ve 50.000’den fazla çeşit ürün satışı yapılan versiyonudur.²⁸ Bu mağazalarda gıda maddeleriyle birlikte mobilya ve diğer ev eşyaları, kozmetik ürünleri, giyim eşyası, oto lastiği, oto yıkama, kuru temizleme gibi çok çeşitli mal ve hizmet sunulabilmektedir.²⁹

²⁴ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.124.

²⁵ Kurşunluoğlu, a.g.e., s.2176.

²⁶ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.126.

²⁷ H. Gökçehan Demirhan, Perakendecilik Sektöründe Kategori Yönetimi Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansına Etkileri. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2009. S.9 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

²⁸ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.126.

²⁹ Demirhan, a.g.e., s.9

Depo mağazaları: Sınırlı servis ve düşük fiyat ile sınırlı ürünleri çeşidini nihai tüketicilere veya küçük işletmelere ulaştıran perakendecilerdir. Bu toptancılar, özel indirimli zamanlarda toptancılardan alım yapan ikincil araçlardır. Ürün çeşidi ve markası da bu yüzden zaman zaman değişmektedir.³⁰

Depo mağazalarının ucuz ürün veya sınırlı ürün satan mağazalardan farkı genellikle tanınmış markaları satması, kendi üretim markalarını satmamasıdır. Bu mağazalar ya üreticiden ya da tedarikçiden özel fırsatlarla ürün alarak son tüketiciye satmaktadır. Mağaza ortamı gelişmiş, hoş olmayan bir atmosferde olduğu için tüketiciler tarafından pek fazla tercih edilmemektedirler.³¹

1.2.1.2. Genel Ürün Perakendecileri

Mağazalı perakendecilerin gıda dışı türü olarak ayrılan genel ürün perakendecileri; özel veya özellikli mağazalar, bölümlü (departmanlı) mağazalar, indirim mağazaları, çeşitli mağazaları, fabrika satış mağazaları, depo kulüpleri olarak sıralanabilir:

Özel veya Özellikli Mağazalar: Bir ürün dizisinin yoğun müşteri hizmetleri sunularak tüketicilere ulaştırıldığı mağazalardır. Bu mağazalarda örneğin ayakkabı gibi tek bir ürün dizisi ya da spor ayakkabı, çanta, aksesuarlar, spor giysiler gibi birbiriyle ilişkili birkaç ürün dizisi satılmaktadır. Sarar, Benetton, Hotiç gibi giysi ve ayakkabı mağazaları, parfümeri, saat, gözlük, mücevher, kitap, kaset ve CD, halı mağazaları özel mağaza türlerindedir.³²

Özel mağazaların bir başka türü “kategori öldüren” veya “kategori uzmanı” olarak adlandırılan mağazalar, 1980’lerde ortaya çıkmış dar fakat derin ürün dizisi ile düşük fiyatlı ve orta düzey müşterilere hizmet vermektedir. Belli bir ürün kategorisindeki pazara hâkim olmaları ve çoklu miktarda düşük fiyata alıp sattıklarından perakendecilerin satışlarını olumsuz etkilemeleri sebebiyle “kategori öldüren” mağazalar olarak tanımlanmışlardır. IKEA mobilya mağazaları, Praktiker, Tekzen, D&R bu tür mağazalardandır.

Bölümlü (Departmanlı) mağazalar: Çoğunlukla gıda dışı ürünlerin veya nadiren gıdanın da dahil edildiği geniş ve derin ürün dizilerini, tek veya çok katlı geniş mekânlarda, her katında ayrı reyonların dizayn edildiği mağazalardır.³³ Bu tip mağazalar genellikle özel

³⁰ Kurşunluoğlu, a.g.e., s.2176.

³¹ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.126.

³² Varinli ve Oyman, a.g.e., s.127.

³³ Kurşunluoğlu, a.g.e., s.2177.

mağazaların bir araya geldiği alışveriş merkezlerini de oluşturmaktadır. Kadın-erkek-çocuk giysileri ve aksesuarları, ev eşyaları ve mobilyaları, elektronik ürünler, mutfak donanımları, oyuncak ve oyun alanlarından oluşur. YKM, Boyner, Marks&Spencer bu tür mağazalara örnek olarak verilebilir.

İndirim mağazaları: Tanınmış markaların malları sürekli olarak düşük fiyatlarla satmayı ilke edinmiş, self-servis sistemle çalışan perakendecilerdir. Karakteristik özellikleri daima alışılan fiyatlardan ya da liste fiyatının altından satış yapmaktır. Türkiye'deki örnekleri Şok, BİM, Endi gibi mağazalar bu sistemde hizmet veren mağazalardır. Bu mağazalar daha çok gıda ürünlerini, az miktarda da gıda dışı ürünleri pazarlamaktadır³⁴. Bu mağazalarda satılanlar diğer perakendecilerde satılan ürünlerden daha az moda yönlüdür. Bu mağazaların bir diğer türü de tanınmış markaların veya tanınmış tasarımcıların genellikle modaya uygun ürünlerini düşük fiyatta satan "*İndirimli Marka Perakendecileri*"dir. Giysiler, aksesuarlar, ayakkabılar, nevresimler, kozmetikler, kumaşlar üreticilerden ya da diğer perakendecilerden mevsim sonu, stok fazlası, tek beden kalmış, pek popüler olmayan renk ve modeller, küçük defolu ürünler şeklinde alınarak tüketiciye indirimli bir şekilde pazarlanmaktadır.³⁵

Çeşit Mağazaları: Genellikle kırtasiye malzemeleri, oyuncaklar, küçük hediyelik malzemeler, kadın aksesuarları, aydınlatma ürünleri gibi pahalı olmayan, dayanıksız ürünlerin uygun fiyatlarda sunulduğu mağazalardır. Binbir çeşit mağazaları, her şeyin 1 lira, 3 lira 5 lira gibi düşük fiyatla satıldığı mağazalar çeşit mağazalarına örnek verilebilir.

Fabrika satış mağazaları: Bir üreticinin kendi ürünlerini sattığı mağazalar olabilir. Ancak fabrika satış mağazaları üreticinin satış mağazalarından farklı olarak üretici firmanın üretim fazlası, iade ürünler, seri sonu ve defolu ürünlerin satıldığı mağazalardır. Kinetix, Mavi Jeans, Adidas, Rodi gibi spor giysiler sunan firmaların kendilerine ait fabrika satış mağazaları genellikle işlek otoyolların kenarlarında ve benzin istasyonlarında görülebilir. Fabrika satış mağazalarının popülerleşmesi bu tür mağazaların ortak bir çatı altında toplanmasıyla "Outlet Center" olarak adlandırılan merkezler oluşturulmuştur.³⁶

Depo Kulüpleri: Depo, toptancı veya üyelik kulüpleri olarak da adlandırılırlar. Alışveriş yapabilmek için, genellikle üyelik şartı aranan bu mağazalar sınırlı sayıdaki ürün türünü düşük fiyatlarla ve çok az müşteri hizmeti vererek sunmaktadır. Bu kulüplerin müşterileri genellikle

³⁴ Demirhan, a.g.e., s.10

³⁵ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.129

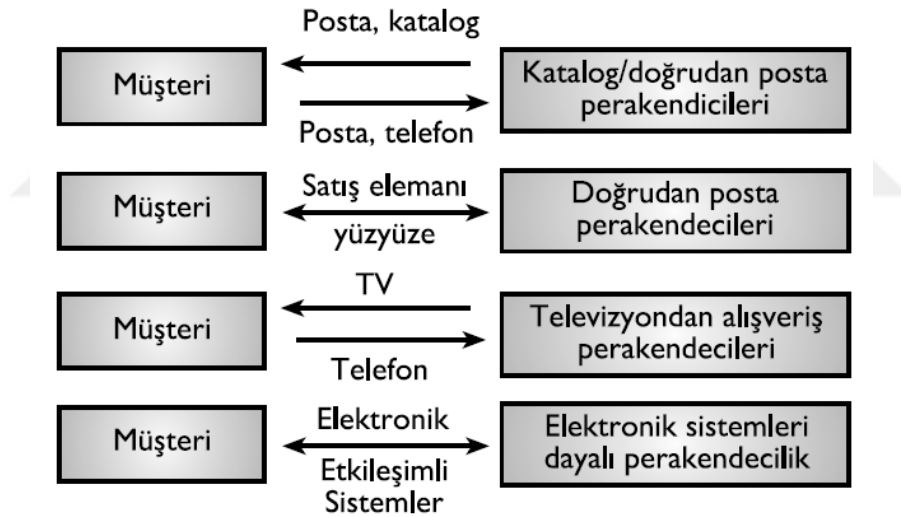
³⁶ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.130

küçük işletme sahipleri ve çalışanları ile nihai tüketicilerden oluşmaktadır.³⁷ Toptan fiyattan ürün almak için yıllık üyelik aidatı ödense de bazı mağazalar üyelik ücretini almamaktadır. Türkiye'deki Metro ve Tespo gibi mağazalar bu tür perakendecilerdendir.

1.2.2. Mağazasız Perakendecilik

Perakendecinin mağaza olmadan veya bir mağaza ortamına girmeden tüketiciler ile iletişim sağlayarak satışın gerçekleştirildiği perakendecilik şeklidir. Mağazasız perakendecilik uygulamalarının da kendi arasında birçok türü bulunmaktadır. Doğrudan satış, katalog perakendeciliği, telefonla satış, makine ile satış ve e-ticaret olarak ayrılabilir.

Mağazasız perakendecilik uygulamaları genellikle gelişmiş ülkelerde çok fazla rağbet görmektedir. ABD'de katalogla, TV vasıtasıyla veya internet aracılığıyla alışveriş gibi mağaza olmadan gerçekleştirilen satış 2007'de toplam perakende satışlarının %13'ünü oluştururken, perakende satışların yaklaşık %40'ı internetten alışveriş şeklinde gerçekleştirilmiştir³⁸.



Şekil 1. Mağazasız Perakendecilik Şekilleri³⁹

TÜSİAD 2017 E-Ticaret raporuna göre 2016 yılı itibariyle küresel e-ticaret hacminin toplam perakende ticaret içindeki payı %8,5 iken Türkiye'de bu oran % 3,5 civarındadır.

³⁷ Kurşunluoğlu, a.g.e., s.2176.

³⁸ Hyejune Park, Chae-Mi Lim, Vertica Bhardwaj, ve Youn-Kyung Kim. "Benefit segmentation of TV home shoppers", *International Journal of Retail & Distribution Management*, 2011, 39, 1, s.9

³⁹ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.134

Türkiye’de e-ticaret pazarındaki klasik perakendecilerin payı da yaklaşık %30 seviyesinde olduğu belirlenmiştir⁴⁰.

1.3. TÜRKİYE’DE PERAKENDECİLİĞİN GELİŞİMİ

1.3.1. Perakendeciliğin Tarihsel Gelişimi

Yüzyıllar öncesinde pazaryerleri ve seyyar satıcılarla başlayan perakendecilik uzun yıllar bu şekilde devam ettikten sonra bazı bölgelerdeki faaliyetlerin kalıcılık göstermesiyle birlikte mağazalara dönüşmüştür. Perakende zincirlerinin ilk başlangıcının Çin’de milattan önceki dönemlere dayandığı, Avrupa’da da 16. ve 17. yüzyıllarda bazı şehirlerde perakende zincirleri kurulduğu sanılmaktadır. Modern perakendecilik ilk kez 1852 yılında Fransa’da başlamış, zincir mağazaların doğuşu ise 1859 yılında ABD’de Great Atlantic & Pacific Tea Co. olarak bilinen şirketin kurulmasıyla devam etmiştir⁴¹.

1900’lü yılların başlarına kadar genelde üretilen malların bölgesel olarak tüketicilere ulaştırılmasını sağlamaya çalışan perakendecilik hizmetleri, 1930 Büyük Buhran’dan sonra üretilen malların satışını artırmak için “tüketiciyi etkileme teknikleri” geliştirilmesi gerektiği anlayışını getirmiştir. Özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrasında ürün ve hizmetlerin üreticiden tüketiciye doğru akışında tüketicinin çekici gücünün, üreticinin itici gücünün yerine geçtiği anlaşılmıştır. Tüketicinin bu dönemden itibaren önem kazanmasıyla perakendecilerin de önemi giderek artmıştır. 1910’lu yıllarda ABD’de gezici marketler yaygınlaşmış, 1950’lerden sonra da Avrupa ve Kuzey Amerika’da büyük mağazacılık hızlı bir şekilde gelişmiştir. Günümüzde ise dev perakendecilik hizmetleri kendi ülke sınırları dışına çıkarak faaliyet alanını genişletmiştir⁴².

Anadolu’da perakendecilik tarihsel gelişim açısından incelendiğinde sanayi devrimiyle başlayan seri üretim anlayışı Osmanlı’nın geleneksel üretim yapısını çok fazla etkisi altına alamamıştır. Bu nedenle modern perakendecilik Avrupa’ya göre Türkiye’de oldukça geç başlamıştır. Selçuklu kervansarayları çeşitli el işleri ile besin maddelerinin aynı çatı altında satıldığı kapalı çarşılar, Anadolu’nun ilk hipermarketleri sayılabilir.⁴³

⁴⁰ Öget Kantarcı, Murat Özalp, Cenk Sezginsoy, Ozan Özaşkın, Cihan Cavlak, **Dijitalleşen Dünyada Ekonominin İtici Gücü: E-Ticaret**. Nisan 2017, Yayın No: TÜSİAD-T/2017, 04-587, http://www.eticaretraporu.org/wp-content/uploads/2017/04/TUSIAD_E-Ticaret_Raporu_2017.pdf s.4-6, (Erişim Tarihi: 03.03.2018).

⁴¹ Kenan Aydın, **Perakende Yönetiminin Temelleri**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2005, s.2

⁴² Demirhan, a.g.e., s.14

⁴³ Cengiz ve Özden, a.g.e., s.2.

Osmanlı'da üretim ve satış "ahilik" denilen esnaf dayanışma teşkilatı ile kurumsallaşmaya başlamıştır. Ahilik teşkilatın her esnafa satma yetkisi verdiği ürünü bir başkasının satmasına müsaade etmemesi gibi kurallarının bulunması perakendecilik faaliyetlerinin gelişmesini baskılamıştır⁴⁴. Türkiye'de perakendecilik faaliyetleri hem Osmanlı hem de Cumhuriyet döneminde semt pazarları, gezici pazarcılar, bakkallarla başlamış İstanbul'daki Kapalıçarşı gibi günümüzdeki alışveriş merkezlerine benzer nitelikte oluşumlarla devam etmiştir. 1950'li yıllara kadar perakendecilik faaliyetleri genellikle üreticilerin kendi mallarını satmaları şeklinde gerçekleşirken, 1950'li yıllardan sonra üreticilerin, toptancıların ve perakendecilerin sayısında artış görülmüştür⁴⁵.

1955 yılında İsviçre Migros Kooperatifler Federasyonuna bağlı İstanbul Migros-Türk AŞ'nin kurulmasıyla modern perakendecilik başlamış, 1956 yılında bir kamu girişimi olan GİMA A.Ş. ile devam etmiştir. 1970'li yıllarda YKM ve GİMA departmanlı mağazalar ve zincir mağazalar şeklinde hizmet vermeye başlamıştır. Bu yıllardan sonra ürünleri doğrudan üreticiden alarak tüketiciye daha ucuz fiyatla ulaştırma gayretleri perakendecilik faaliyetlerinin de gelişmesini sağlamıştır. 1950'li tarihlerde giyim ürünleri ticaretiyle perakendecilik faaliyetine başlayan "Yeni Karamürsel", İstanbul'daki Sultanhamam'ı mağazasında 1970'lerde dayanıksız tüketim ürünlerini de satmaya başlamıştır. Türkiye'nin ilk modern Shopping Mall'u 1988 yılında İstanbul-Ataköy'de 136 mağazası ile Galeria adıyla açılırken, Ankara'da 1989'da Atakule, 1993 yılında İstanbul'un Anadolu yakasında 150 mağazasıyla Capitol, aynı yıl Levent'te Akmerkez Alışveriş Merkezi hizmete girmiştir⁴⁶.

1990'lı yıllarda Türkiye'nin birçok bölgesine, MM ve MMM Migros mağazaları açılmış, saat 22'ye kadar hizmet vermeye başlamıştır. 1990'da Alman Metro marketleri, 1991 yılında Makromarket, 1992'de Kipa, 1993'de de Carrefour Türkiye'de ilk mağazasını İstanbul'da açtıktan sonra 1996'da Sabancı Holding ile iş ortaklık yaparak CarrefourSA adı ile tescillenmiştir. CarrefourSA 2005 yılında Gima ve Endi'yi alırken, 2013'de Diosa'yı Ülker firmasına satarak Şok Marketler zincirine katmıştır. 2006 yılında Migros, Tansaş'ı satın almış, Anadolu'nun her tarafından farklı formatlarda yayılım ağını geliştirmiştir. 2005'li yıllarda şirket birleşmeleri Türkiye'de perakendecilik sektöründe Bim, Şok, Diosa ve A-101 gibi ucuzluk marketleri açılmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler Türkiye'de organize perakende sektörünün payının 2010'da 100,4 milyar dolarla %42 oranında pazar payına ulaştırmıştır.⁴⁷

⁴⁴ Ulubağ, a.g.e., s.27

⁴⁵ Aydın, a.g.e., 7

⁴⁶ Cengiz ve Özden, a.g.e., s.3.

⁴⁷ Ulubağ, a.g.e., s.32-33

Perakendecilik kavramının gelişimi belirli bir sürecin sonunda bugünkü haline gelmiştir. Günümüzdeki deneysel perakendecilik aşamasına gelene kadar sırasıyla perakendecilik faaliyetleri “fonksiyonel yaklaşım, satış odaklı yaklaşım, pazarlama odaklı yaklaşım, değişim işlemine odaklı yaklaşım, değer odaklı yaklaşım, deneyim odaklı yaklaşım” olarak adlandırılan bir süreç geçirmiştir. Bu süreç içerisinde nihai tüketicilerin istek ve ihtiyaçlarını karşılamak için üretilen mal ve hizmetlerin satışının amaç edinildiği fonksiyonel yaklaşım ile başlayan perakendecilik, “Satış odaklı yaklaşım”da malların veya hizmetlerin ticari maksada dayanmadan kişisel amaçlarla kullanımını gerçekleştiren son tüketiciye doğrudan satılması; “Pazarlama odaklı yaklaşım”da tüketicileri tatmin etmek için mal ve hizmetlerin satış faaliyetlerini kapsayan pazarlama faaliyetleri; “Değişim işlemine odaklı yaklaşım”da malların ve hizmetlerin bireysel, ailevi kullanımı amacı ile tarafların arasında değişim işlemi gerçekleştirmesi; “değer odaklı yaklaşım”da tüketicilere bireysel kullanım ya da ailesinin kullanımını amacıyla malları veya hizmetleri satarak değer yaratma; “deneyim odaklı yaklaşım”da ise özellikle on-line alışverişin artmasına paralel olarak mağazalı perakendeciliğin tercih edilmesi için alışverişin eğlence ve boş zaman değerlendirme gibi kavramlarla iç içe girmesi sağlanmıştır⁴⁸.

1.3.2. Perakendeciliğin Mevcut Finansal Durumu ve Ülke Ekonomisine Etkisi

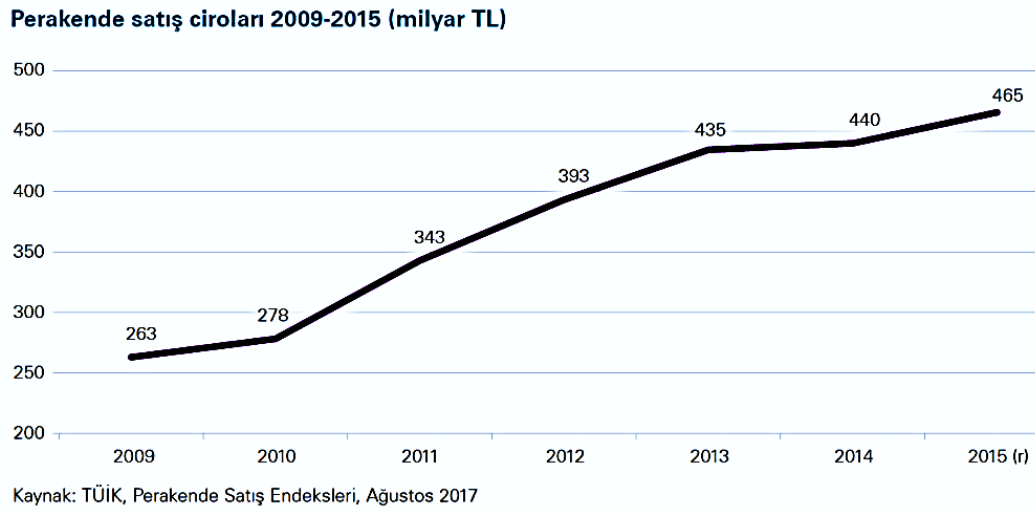
Türkiye’deki perakendecilik sektöründe geleneksel perakendecilerin ağırlıklı olması bakkal, büfe gibi küçük ölçekli mağazaları açmak için çok fazla sermaye gerektirmemesinden kaynaklanmaktadır. Diğer yandan organize perakendecilerin sayısı da gün geçtikçe artmaktadır. Temel olarak vadeli alınarak peşin satma şeklinde bir ticaret sistemini oluşturan perakendecilik sektörünün bu anlamda sıcak para ve düzenli nakit akışı nedeniyle yatırım hızının artışı sağlayan bir sektör niteliğindedir⁴⁹.

TÜİK verilerine göre Türkiye’de 2016 hane halkı tüketim harcamaları değerlendirildiğinde en yüksek payın konut ve kira harcaması, ondan sonra ise gıda ve alkolsüz içecekler olduğu görülmüştür. Alkollü içecekler, sigara ve tütün grubu %4,4, mobilya ve ev eşyaları %6,3, giyim ve ayakkabı %5,2 harcama paylarına sahip olduğu bildirilmiştir. Organize perakende sektörü Türkiye’de son 10 yıllık süreçte birçok yabancı yatırımcıyı kaybetse de yerel yatırımcıların artmasıyla mağaza sayısında agresif bir büyüme sergilenmiştir. 2009-2015 yılı perakende satış cirolarıyla ilgili Şekil 2’de gösterilen grafiğe göre ciro oranlarında bir artış görülse de rakibin olduğu yerde mağaza açma eğiliminin olması,

⁴⁸ Varinli ve Oyman, a.g.e., s.4-5

⁴⁹ Cengiz ve Özden, a.g.e., s.4.

yüksek kira artışları, indirim ve kampanya stratejilerinin tutarsızlığı, müşteri sadakatinin azalması ve fiyat istikrarsızlıklarının etkisiyle nakit akışında önemli sorunlar oluşmaktadır⁵⁰.



Şekil 2. 2009-2015 Yılı Türkiye’de Perakende Satış Ciroları⁵¹

Busines Finans’ın perakende sektör raporu 2017’ye göre hızlanan şehirleşme, küresel ekonomideki değişim, iklim değişimi, teknolojik gelişmeler ve demografik değişikliklerin perakende sektöründe önemli değişikliklere sebep olduğu bildirilmiştir. Bu rapora göre; ABD’deki AVM’ler e-ticaretin etkisi altında iflasa sürüklenme eğilimindedir. 2016’da sektör aylık ortalama 17 bin adet iş üretirken, 2017 de bu rakam 9 bine gerilemiş, istihdam piyasası olumsuz etkilenmiştir. Amazon, 2016 yılında 477 milyar dolarlık toplam hisse değeri ile perakende piyasasının yaklaşık yarısını geçmiş durumdadır. On-line alışverişler çok sınırlı görünse de giderek artan trend nedeniyle önümüzdeki kısa zaman içerisinde AVM’lerin kira ve borç yükünü kaldıramayacağı öngörülmektedir.

Türkiye’de geleneksel perakende sektörü %67, organize perakende sektörü ise %33 civarındadır. Perakende sektörü 2015 yılına göre 2016 yılında % 0,9 büyürken, ciro artışı %8,1 düzeyinde gerçekleşmiştir. AVM’lerin cirosu 2015’e göre 2016’da %5 artarak 100 milyar tl olmasına rağmen kiralar, asgari ücret artışları karlılığı baskı altına almıştır. 2016 yılındaki kira artışları AVM ve iş merkezlerindeki bir kısım mağazaların kapanmasına yol açmıştır. 2016 yılı itibariyle perakende sektörünün 4,4 milyar dolar dış borcu bulunması dövizdeki sert dalgalanmalar nedeniyle hem sektörde riskleri artırmakta hem de finansman maliyetlerinin

⁵⁰ KPMG, Sektörel Bakış – Perakende 2018, 10 Ocak 2018 <https://assets.kpmg.com/concent/dam/kpmg/tr/pdf/2018/01/sektorel-bakiss-2018-perakende.pdf>. s.8 (Erişim tarihi: 03.03.2018).

⁵¹ KPMG, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2018/01/sektorel-bakis-2018-erakende.pdf>, s.9, (Erişim tarihi: 03.03.2018).

artmasına yol açmaktadır. 2017 yılında gıda dışı ürünlerin perakende satışında önemli oranda düşüş tahmin edilirken, işsizlik ve enflasyon artışı tüketim ve yatırım harcamalarını baskı altına almaktadır⁵².

Tablo 2. 2016 yılı Türkiye Perakende Sektöründe Halka Açık İlk 10 Şirketin Finansal Durumu⁵³

Türkiye Perakende Sektörü Halka Açık İlk 10 Şirket (Milyon TL)								
Şirket Adı	Şirket Piyasa Değeri	Net İşletme Sermayesi	Satışlar	EBITDA	Niş/Satışlar	Net Finansman Giderleri	Faiz Karşılama Oranı	
1 CarrefourSA	5.061	-264	3.933	35	-7%	148	0,23	
2 BIM	4.218	-608	17.428	902	-3%	40	22,66	
3 Boyner	4.201	174	3.398	233	5%	441	0,53	
4 Migros	3.130	-1.125	9.390	692	-12%	524	1,32	
5 Kipa	2.079	-130	2.247	-133	-6%	78	-1,72	
6 Bizim Toptan	433	-13	2.564	48	-1%	12	3,91	
7 Teknosa	372	-349	3.205	29	-11%	67	0,43	
8 Doğtaş	353	160	373	29	43%	49	0,59	
9 Vakko	326	101	451	36	22%	19	1,91	
10 Yataş	225	83	327	37	25%	21	1,76	

Kaynak: Reuters, KAP - 31.12.2016

* Faiz Karşılama Oranı EBITDA/Net Finansman Gideri olarak hesaplanmıştır.

Tablo 2 incelendiğinde 2016 yılı güçlü negatif işletme sermayesi bakımından Migros'un öncü olduğu, bu başarısını etkin tedarik zinciri yönetimiyle birlikte operasyonel verimlilik ile sağladığı düşünülmektedir. Halka açık firmaların faiz karşılama oranının arzu edilen 5'in altında olduğu görülürken özellikle BİM'in pozitif olarak ayrıştığı, Bizim toptan'ın ise istenilen seviyelere yaklaştığı anlaşılmaktadır. Diğer işletmelerin karlarının önemli bir bölümünü finansman giderlerinin erittiği görülmektedir.

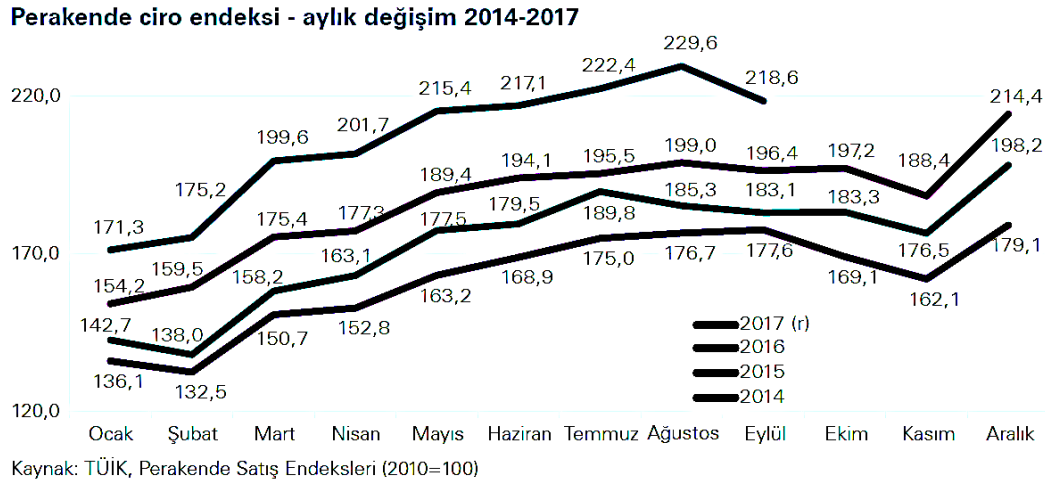
Türkiye'de 2016 yılında yaşanan jeopolitik olayların etkisi ve makroekonomik koşullardaki sert dalgalanmaların 2017 yılında devam etmesi nedeniyle özellikle yerel organize perakende zincirlerde önemli bir baskı oluşturmuştur. Döviz kurlarındaki değişkenliğin ve faiz oranlarındaki yüksekliğin 2018 yılında da devam etmesi artan kira ve ürün maliyetleri nedeniyle bazı perakendecilerin verimsiz mağazalarını kapatmalarına neden olacağı öngörülmektedir. TÜİK verilerine göre 2015 yılında 1 milyon 826 bin kişi olan

⁵² Busines Finans, Perakende Sektör Raporu 2017, Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş. ©2017, http://www.besfin.com/var/uploads/files/Perakende%20Sekt%C3%B6r%20Raporu_Besfin.pdf, s.1-11 (Erişim tarihi, 03.03.2018).

⁵³ Busines Finans, Perakende Sektör Raporu 2017, Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş. http://www.besfin.com/var/uploads/files/Perakende%20Sekt%C3%B6r%20Raporu_Besfin.pdf, s.11 (Erişim tarihi, 03.03.2018).

perakende sektörü çalışan sayısı, 2016 yılında 1 milyon 810 bin, 2017 yılı Eylül sonunda ise tahminen 1 milyon 925 bin kişi olarak bildirilmiştir⁵⁴.

Türkiye’de takvim etkilerinden arındırılmış perakende ciro endeksinin 2014-2017 yıllarındaki aylık değişimleri Şekil 3’de gösterilmiştir. Bu grafiğe göre cari fiyatlarla 2017’nin neredeyse tüm aylarda perakende ciro endeksinin 2016 yılına göre arttığı görülmektedir. Perakende sektörünün 2017’de, 2016’ya göre daha düşük bir satış hacmi olsa da daha yüksek bir ciro elde ettiği anlaşılmaktadır.



Şekil 3. Perakende Ciro Endeksinin 2014-2017 Yıllarındaki Aylık Değişimleri⁵⁵

Dünyada e-ticaretin ve internet nüfusundaki artış global perakende e-ticaret hacminin 2016’da 1,6 trilyon dolara çıkmasına neden olmuştur. Toplam perakende içerisindeki e ticaret payı 2011’de %3,6 ve 2016’da %8,5 olarak gerçekleşirken, 2021’de bu oranın %13 seviyesine çıkacağı öngörülmektedir. Türkiye’de ise 2013-2016 yılları arasında perakende e-ticaret hacmi ortalama %34 büyümüş, 2016 yılı itibarıyla 17.5 milyar TL’lik bir hacme ulaşmıştır.⁵⁶

Türkiye’deki perakende sektörü, yıllık Türkiye ekonomisinin yaklaşık 2,5 katı oranında büyüme gerçekleştirmektedir. GSMH’nın %57,7’sini hizmet sektörü %12’sini ise toptan ve perakende satışlar oluşturmaktadır. Türkiye perakende sektörü cirosundaki artışın 2018 yılında da artarak yaklaşık 880 milyar TL’ye ulaşması beklenmektedir. 2019 yılında enflasyon

⁵⁴KPMG, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2018/01/sektorel-bakis-2018-erakende.pdf>, s.10 12 (Erişim tarihi: 03.03.2018).

⁵⁵KPMG, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2018/01/sektorel-bakis-2018-erakende.pdf>, s.12 (Erişim tarihi: 03.03.2018).

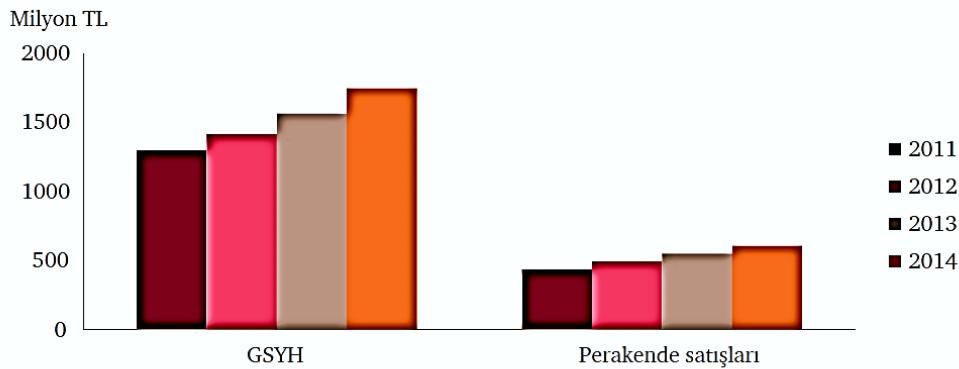
⁵⁶ Kantarcı vd., http://www.eticaretraporu.org/wp-content/uploads/2017/04/TUSIAD_E-Ticaret_Raporu_2017.pdf, s.4-6. (Erişim tarihi: 20.03.2018).

oranını %4'e kadar düşerse perakende sektöründeki enflasyondan arındırılmış yıllık bileşik büyümenin de %9 oranında artabileceği öngörülmektedir.

Organize perakende sektörü, 2011 - 2014 yılları arasında yıllık %7,5 bileşik büyüme oranıyla metrekare başına ortalama aylık 703 TL ciro yaratmıştır. Artan satış gelirleri, metrekare başına ödenen ortalama dolaylı vergileri de artırmıştır ve 2011 - 2014 yılları arası her ay metrekare başına ortalama 70 TL değerinde KDV'den kaynaklı vergi geliri yaratılmıştır. 2018 yılına kadar yapılması planlanan yeni AVM'ler ile bu toplama yaklaşık 2,5 milyon metrekare yeni satış alanı eklenecek, toplam AVM satış alanı yaklaşık 13 milyon metrekareye ulaşacaktır. Sadece AVM'lere eklenecek yeni satış alanlarını incelediğimizde her ay yaklaşık 198 milyon TL daha fazla KDV geliri yaratılacağı tahmin edilmektedir.⁵⁷

Türkiye perakende sektörü cirosu 2014'te 608 milyar, 2015'te ise 663 milyar TL, organize perakende sektörü cirosu ise 2015'te 217 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2011-2014 yıllarında Türkiye'nin GSYH oranları ve perakende satış değişimleri Şekil 4'te gösterilmiştir.

Yıllar Bazında GSYH ve Perakende Satış Değişimleri



Kaynaklar: TÜİK, TAMPF

Şekil 4. 2011-2014 Yıllarında Türkiye'nin GSYH Oranları Ve Perakende Satış Değişimleri ⁵⁸

⁵⁷ PWC, **Dönüşürken Büyüyen Türkiye Perakende Sektörü**, Türkiye Alışveriş Merkezleri ve Perakendeciler Federasyonu (TAMPF). 2017 <https://www.pwc.com.tr/tr/publications/industrial/retail-consumer/pdf/donusurken-buyuyen-turkiye-perakende-sektoru-rapor.pdf>, s.7. (Erişim tarihi: 06.03.2018).

⁵⁸ PWC, <https://www.pwc.com.tr/tr/publications/industrial/retail-consumer/pdf/donusurken-buyuyen-turkiye-perakende-sektoru-raporu.pdf>. s.19. (Erişim tarihi: 06.03.2018).

İKİNCİ BÖLÜM

PERAKENDE SEKTÖRÜNDE FİNANSAL TERCİHLER VE PİYASA DEĞERİ

2.1. İŞLETMELERİN FİNANSMAN SORUNLARI

İşletmelerin ticari faaliyetlerini sürdürebilmeleri için finansman kaynaklarına yeterli oranda sahip olmaları gerekmektedir. Ancak özellikle küçük işletmelerin sermaye açısından büyük işletmelere göre daha kırılgan bir yapıya sahip olması finansman desteği açısından oldukça büyük sorunlara neden olmaktadır. Bunun yanı sıra işletmelerin sermaye yetersizlikleri, finans kaynaklarına yeterince teminat verememeleri, öz kaynak yetersizlikleri, finansman yönetiminin işletme sahibi tarafından yürütülmesi gibi sorunlar finansman desteğinin sağlanmasında önemli sorunlara yol açmaktadır. En önemli finansman sorunları yöneticilerden kaynaklanan finansman yetersizlikleri, sermaye sorunları, kredi ve teminat sorunları şeklinde sıralanabilir.

2.1.1.Yöneticilerden Kaynaklanan Finansman Yetersizlikleri

İşletmelerin çoğunda firma sahibi, finansman yönetiminin de başında bulunmaktadır. Finans yönetiminin profesyonel finans uzmanının kontrolünde olmaması ya da yetersizliği işletmelerin zaman zaman finans sorunları yaşamalarına neden olmaktadır. İşletme sahibi ya da yöneticinin, piyasa verilerinin temininde ve değerlendirilmesi konusunda mesleki ve teknik bilgisinin olmaması ya da yetersizliği, finans yöneticisinin tecrübesizliği karşılaşılan en önemli sorunlardır.⁵⁹

İşletme sahibi, genellikle çalışanlarla birlikte üretim faaliyetlerine katılabilir. Ayrıca, işletmenin girdilerinin alımı, ürünlerin pazarlaması, banka, vergi, sigorta gibi mali işlemleri kendisinin yönettiği görülebilir. İşletmenin büyümesi halinde işletme sahibinin tüm bu işlere zaman ayıramadığı bir takım işlerini profesyonel uzman kişilere devrettiği görülür. Bu tip işletmelerin yapısı gereği henüz kurumsallaşmamış olması özellikle finansal yetersizliklerin ortaya çıkmasına neden olacaktır.⁶⁰

⁵⁹ Gülten Eren Gümüştakin, "KOBİ Niteliğindeki Aile İşletmelerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Kütahya Seramik Sanayi Örneği", *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2005, 1, 6, 71-93, s.78.

⁶⁰ Turan Kocabıyık, M. Akif Altunay, "Artan Rekabet Ortamında KOBİ'lerin Sorunları ve Buna İlişkin Bir Araştırma", *Marmara Üniversitesi, İİBF. Dergisi*, 2008, 2, 743-761, s.745

İşletmelerin kurumsallaşması için düzenli işleyen belgelendirme ve raporlama sisteminin yapılması gerekmektedir. Ancak bu belgelendirme ve raporlama işleminin yapılabilmesi her konuda uzman ekip çalışmasıyla gerçekleştirilebilir. Bu nedenle yönetim kadrosunun finansal konularda söz sahibi olması, finansman verileri ve kaynakları ile ilgili bilgi ve tecrübe yetersizliği işletmenin kısa zaman içerisinde finans sorunlarıyla uğraşacağı anlamına gelmektedir.

İşletmenin varlıkların hangisine ve ne oranda yatırım yapacağı, yatırım için gerekli fonların nasıl elde edileceği işletme başarısını etkileyen önemli faktörlerdir. Finansal planlama, finansal analiz, dönen ve duran varlıkların yönetimi ve sermaye maliyeti konularında yöneticilerinin yeteri kadar bilgi sahibi olmamaları stok, alacak gelir ve gider ile ilgili harcamaları gelişi güzel yapmalarına neden olacaktır. Mevcuttaki kaynakların etkin kullanılmaması işletmenin finansman ihtiyacını daha fazla artıracaktır. Yönetim kaynaklı finansman sorunları şu şekilde sıralanabilir:⁶¹

- Çalışanların finansman yönetimi konusunda bilgisizliği, finansal analizlerin düzgün yapılmaması,
- Ödemekle yükümlü bulunan vergiler, aidat ve primlerin ödenmesinde sorunlar yaşanması, ödemelerin gecikmesinden kaynaklanan borçların faize girmesiyle ödeme yükünün artması,
- İşletmenin finans kaynağının öz sermaye, eş, dost ve akrabadan alınan borçlarla giderilmesi, zamanla bu kaynakların bitmesi sonucunda dış kaynak bulmakta zorlanması,
- İşletme tasarruflarının doğru bir şekilde yapılamaması, bilinçsiz yatırımların yapılması finansal yetersizlikler nedeniyle yapılan hatalardan bazılarıdır.

2.1.2. Sermaye Sorunları

İşletme sermayesi, firmaların nakit, ticari alacaklar, serbest menkul değerler ve stoklara benzeyen dönen varlık kalemleriyle ilgili yatırımlarıdır. Firmalar genellikle dönen varlıkların banka kredileri, ticari borçlar ve borç senetleri gibi kısa vadeli kaynaklarla finanse etmek isteseler de iş yaşamında meydana gelen belirsizlikler, alacak tahsil sürelerinin uzamasıyla

⁶¹ Behiye Selin İskender, Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Alternatif Çözüm Önerileri. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009,s.41-42, (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

borç ödeme sürelerinin arasında oluşan farklılıklar ve minimum stok bulundurma zorunluluğu bu tercihin iyi bir finansman yönetim kararı olmayacağını gösterebilir.⁶²

İşletmelerin sermaye yapılarını genellikle uzun vadeli borçlar ve öz-kaynaklar oluşturur. İşletmenin risk düzeyi, işletmenin finansal esnekliği ve imkânları, işletmenin vergi pozisyonu, işletme yönetiminin borca karşı tutumları, işletmelerin sermaye yapısını etkileyen dört önemli faktördür. Bu faktörlere göre işletmeler, borç ve öz kaynaklarını nasıl kullanacağına karar vermelidir.⁶³

Ekonomik istikrarsızlık ve rekabet ortamıyla birlikte enflasyonist ortamlar işletmelerin yabancı kaynak kullanımından ziyade varlıklarını öz kaynaklarıyla ile finanse etmeye çalışmaları, kredili satışlardan tahsilâtların gecikmesi işletme sermayesi yetersizliğine neden olmaktadır. Ayrıca, işletmelerin mevcut sınırlı sermayenin önemli bir kısmını sabit varlıklara yatırması ancak faaliyet alanlarında ihtiyaç olan çalışma sermayesine yeteri kadar önem vermemesi, uzun vadeli yabancı kaynaklar yerine kısa vadeli borçlanmaların yapılması da çalışma sermayesinde yetersizliğe yol açacaktır.⁶⁴

İşletmelerin sermaye yapısı kararı vergi yükümlülüğü, iflas maliyeti, temsil maliyeti ve piyasa zamanlamasının durumuna göre değişebilmektedir. Faiz ödemeleri masraf olarak vergi matrahından düşülebilirken hisse senedi sahiplerine ödenen kâr paylarının böyle bir faydasının olmaması işletmelerin borçlanma yükünü artıracaktır. Yönetici ve hissedarlar arasında meydana gelen amaç uyumsuzluğunun bulunması da işletme ve temsil problemi için maliyet oluşturacaktır. İşletmelerin uzun vadeli faiz oranlarının azalacağını düşünerek kısa vadeli kaynak kullanımına yönelmeleri piyasa zamanlamasıdır. Beklentilerin gerçekleşmemesi sermaye yetersizliğini meydana getirecektir.⁶⁵

İşletmelerin sermaye ihtiyacı içsel ve dışsal faktörlerin etkisine bağlı olarak değişmektedir. Kasada tutulması gereken minimum nakit düzeyinin olmaması, alacak ve tahsilat politikalarında oluşan düzensizlikler, minimum stok miktarında eksiklikler, kar dağıtım ve amortisman politikası işletmelerin sermaye yetersizliklerine neden olabilecek içsel faktörlerdir. Teknolojik değişimler, devalüasyon, konjonktür dalgalanmaları, entegrasyon, ithal

⁶² TSPAKB, *Finansal Yönetim*, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2005, http://mimoza.marmara.edu.tr/~burakarzova/finansal_yonetim_ileri.pdf,s.31, (Erişim tarihi: 10.04.2018).

⁶³ Eugene F. Brigham ve Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Eleventh Edition, Thomson South-Western, USA, 2007, 438.

⁶⁴ Remzi Gök, Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerin (Kobi'lerin) Finansman Sorunlarının Çözümünde Kredi Garanti Fonu Uygulaması: Diyarbakır İli Örneği, Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012, s.32-33,(**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

⁶⁵ Güven Sevil, Mehmet Başar, Metin Çoskun, *Finansal Yönetim-II*, Editör Nurhan Aydın, 1. Baskı, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2770, Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 1728, Eskişehir, 2013, ss.115-117.

ikamesi ve vergi ise işletmelerin sermayeye ihtiyacını belirleyen dış faktörlerdir. Örneğin işletmelerde alacak tahsil süresinin kısalması sermaye ihtiyacını azaltırken, stok devir sürelerinin artması ise sermaye ihtiyacının artmasına neden olacaktır. Devalüasyon durumunda ithalat gerçekleştiren firmalarda sermaye ihtiyacı artarken, ihracat yapanlarda ise sermaye ihtiyacı azalacaktır.⁶⁶

2.1.3. Kredi ve Teminat Sorunları

İşletmeler günlük ticari faaliyetleri sırasında hammadde temini, personel ücretleri gibi zorunlu ödemeleri öz-sermaye ile karşılamamaları durumunda kısa vadeli kredi almak isterler, büyümeye yönelik bir adım atılacağı zaman ise orta ve uzun vadeli krediye ihtiyaç duyarlar. İşletmelerin bankalardan kredi almak istediklerinde karşılaştıkları sorunlar; kredinin miktarı, maliyeti, vadesi, teminat, ödemesiz sürelerden oluşmaktadır.⁶⁷

İşletmelerin finansman desteği için bankalara başvurmaları halinde karşılıklarına çıkan en önemli sorun teminat olarak gayrimenkullerin ipotek edilme isteğidir. İşletmelerin genellikle makine ve teçhizattan oluşan değerli varlıklarının bankalarca teminat kapsamına alınmaması ve ipotek edilmemesi alınmak istenen kredinin geri çevrilmesine neden olmaktadır. Bankaların temel politikasının sıfır risk olması genellikle büyük işletmelere kredi verilmesini kolaylaştırırken küçük çaplı işletmeler ya şartların ağırlığından ya da istenilen kadar kredi verilmemesi nedeniyle gerekli yatırımı yapamadıkları görülmektedir.⁶⁸ Büyük işletmeler varlıklarını göstererek kredi almada çok fazla sorun yaşamazken, orta ve küçük çaplı işletmelerin yeterli teminat gösterememeleri bankaların finansal tabloları incelenmesi sonucunda kredi talepleri reddedilmektedir. Ya da piyasa oranlarının üzerinde bir faiz oranı ile kredi elde etmek zorunda kalmakta ve geri ödemede yaşadıkları sorunlar nedeniyle de iflasa bile sürüklenebilmektedir.⁶⁹

Bankaların özellikle orta ve küçük ölçekli işletmelere kredi vermede isteksiz davranmalarının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir :⁷⁰

⁶⁶ TSPAKB, a.g.e., s. 32.

⁶⁷ Nevin Yörük, "Son Ekonomik Krizin KOBİ'ler Üzerindeki Etkisi ve Tokat İli Örneği", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2001, 2, 103-122, s.60

⁶⁸ Beytullah Yılmaz, "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Toplumda Üstlendikleri Roller Bakımından Analizi", *Dış Ticaret Dergisi*, 2004, 33, 57-98, s.67

⁶⁹ Yörük, a.g.e., s.61.

⁷⁰ Anke Green, "Credit Guarantee Schemes for Small Enterprises:An Effective Instrument to Promote Private Sector-Led Growth?", *United Nations Industrial Development Organization*, Working Paper, No:10, 2003, s.10-13.

- *Küçük ölçekli kredilerin yönetim maliyetlerinin yüksekliği:* İşletmelerin riskli yapıları nedeniyle verilen kredilerin miktarının artırılması birim maliyetlerin tutarını da artırmaktadır. Bu durumda kredi başvurularının değerlendirilmesi, firmanın sahip olduğu varlıkların incelenmesi, kredi onayı ve kredi tahsis sürecinin tamamında takip edilecek işlemler kredi maliyetlerini oluşturan yönetim maliyetlerinin artmasına neden olur. Bu sebeple bankalar kredi kaynaklarını ödeme gücü daha fazla olan büyük büyük ölçekli firmalara kullandırmayı daha fazla tercih ederler.
- *Asimetrik bilgi:* Kredi sürecindeki taraf bankayla kredi talep eden işletmeden herhangi birinin diğeri hakkında daha fazla bilgiye ulaşabilmesidir. Mali sistemde asimetrik bilginin olması ahlaki tehlike, çoklu denge, ters seçim gibi sorunlara neden olacaktır.
- *Yüksek risk algılaması:* Piyasada bulunan belirsizlik oranının yüksekliği, kayıt dışılık oranının fazla olması ve işletmelerin kurumsallaşamaması gibi birçok neden bankaların vereceği kredileri yüksek risk grubuna sokmaktadır. Bu durumda bankalar riski yüksek işletmelere kredi vermek istememektedir.
- *Teminat eksikliği:* İşletmelerin kredi almada en çok karşılaştıkları sorunlardan birisidir. Bankaların riskleri sıfıra indirmek için vereceği krediye karşılık işletmelerin varlıklarını teminat olarak ipotek etme istekleri karşılığında çoğu işletmenin bu isteği karşılayacak varlığının olmaması kredinin de kabul edilmemesine neden olmaktadır.

2.2. İŞLETMELERİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

İşletmelerin ticari faaliyetlerini yürütebilmesi, üretim yapabilmek için hammadde temini, çalışanların ücretleri, sigortaları ve vergiler gibi zorunlu ödemelerinin yapılabilmesi için öz-sermayesinin yeterli olması gerekmektedir. Ayrıca, işletmenin büyüme ve ürün zenginleştirme faaliyetleri açısından da önemli oranda finansman desteğine ihtiyacı olmaktadır. Öz-sermayenin yetersizliği durumunda işletmeler sermaye piyasası, risk sermayesi, kredi garanti fonu (KGF), finansal kiralama (leasing), factoring, forfaiting ve franchising gibi finansman destek modellerine başvurarak ihtiyacı olan finansmanı alabilmekte ve faaliyetlerine devam edebilmektedir.

2.2.1. Sermaye Piyasası Modeli

Sermaye Piyasası; yatırımcılar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, fon akımını sağlayan aracı kurumlar ve bankalar, tasarruf sahipleri gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan işletmelerin en önemli finansman destek kaynaklarından biridir.⁷¹

ABD’de NASDAQ ve Avrupa’da EASDAQ kotasyon koşulları organize piyasalara göre daha esnek olması, rekabetçi dealer sistemi ile likitide sağlama imkânının fazlalığı ile işletmelerin sermaye piyasasından yararlanmasını sağlayan kaynaklardır. Borsalar, finansman desteğinin yanında işletmelerin her an fonlara ulaşmasını sağlarken, riskli projeleri finanse ederek işletmelerin üzerinde denetim aracı olurlar. İşletmeleri piyasaya tanıtarak performanslarını geliştirirler.⁷²

Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler sermaye piyasalarından ortaklık ya da borçlanma yoluyla faydalanabilir, hisse senetleri ve tahvil aracılığıyla fon elde edebilirler. Ayrıca, işletmeler hisselerini halka arz yoluyla da sermaye piyasalarından finans sağlayabilirler. İşletmelerin ticari faaliyetlerde yaşadığı kredi sağlamadaki güçlükleri, yüksek faiz oranları ve teminat mektubu masraflarıyla ilgili sorunlardan kurtulmanın en kolay yolu sermaye piyasasında halka arzın tercih edilmesi olmalıdır. İşletmelerin borsada işlem görmesi işletmenin hem kurumsallaşmasını hem de piyasalara güven veren itibarlı bir konuma gelmesi nedeniyle daha ucuz ve kolay kredi bulmasını kolaylaştıracaktır.⁷³

Anonim şirketler sermaye piyasalarından öncelikli olarak sermaye piyasası araçlarını ihraç ederek faydalanmaktadır. Bu araçları Alptekin⁷⁴ şu şekilde sıralamıştır:

- *Hisse senedi,*
- *Tahvil,*
- *Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil,*
- *Kara iştiraklı tahvil,*
- *Katılma intifa senetleri,*
- *Kar ve zarar ortaklığı belgesi,*
- *Hisse senedi ile değiştirilebilir kar ve zarar ortaklığı belgesi,*

⁷¹ Yavuz Türkan, Bölgesel Kalkınmada KOBİ’lerin Finansman Sorununa Çözüm Yolları, **3. Uluslararası Bölgesel Kalkınma Konferansı**, 15-16 Ekim 2015, s.11

⁷²http://openaccess.dogus.edu.tr/bitstream/handle/11376/577/Muslumov_2002_Kitap.pdf?sequence=1&isAllowed=y,s.16-17, (Erişim tarihi:11.04.2018).

⁷³Erdem Alptekin,**Kobi’ler Alternatif Finansman Kaynakları’nın Farkında Mı?** , AR&GE Bulten,IZTO Yayinlari,Izmir,2007,http://www.izto.org.tr/Portals/0/IztoGenel/Dokumanlar/kobiler_alternatif_finansman_kaynaklarinin_farkindami_e_alptekin_26.04.2012%2021-41-56.pdf, (Erişim tarihi: 25.02.2018).

⁷⁴ Alptekin, a.g.e., s.2

- *Finansman bonusu çıkararak sermaye piyasalarından finansman desteği elde edilebileceği bildirilmektedir.*

2.2.2. Risk Sermayesi Modeli

Risk sermayesi, işletmelerin yüksek maliyetli teknolojik yatırım yapmak istediklerinde başvurdukları “girişim sermayesi” adıyla da bilinen bir finansman aracıdır. Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatına göre de “risk sermayesi genel olarak; dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanabilir.”⁷⁵

Risk sermayesi yatırımları, hisse senetleri karşılığında ve uzun vadeli olarak gerçekleştirilmektedir. Bu modelde yatırımcı; mucit, girişimci ve risk sermayedarı olarak adlandırılır. Mucit, yeni bir ürün icat eden, mevcut bir ürüne yeni kullanım alanları bulan, ya da yeni üretim şekli oluşturan, icadı yenilik halinde pazara sunan kişilerdir. Girişimci kişiler, yeni pazar ve tedarik ile finansman kaynakları bulan yeni üretim kapasitesini oluşturanlar iken risk sermayedarı risk sermayesini sağlayan kişilerdir.⁷⁶

Risk sermayesi finansman modeli ilk kez II. Dünya Savaşından sonra teknoloji ağırlıklı sanayileşmeyi benimseyen ülkelerde ortaya çıkmıştır. Türkiye’de risk sermayesi 1993 tarihli 21 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yasallaştırılmıştır. Bu model Türkiye’de yasal bir düzenlemeye kavuşsa da uygulamada çok başarılı sonuçlara ulaşıldığı söylenemez. Bunun en önemli sebebi aktarılacak fonun yetersizliği, yatırımcıların bilgi eksikliği, bankaların isteksiz davranışlarıdır.⁷⁷

Risk sermayesi, işletmelere hem finansman sağlamak hem de yatırımcıya strateji, pazarlama, finansman ve yönetim konularında danışmanlık vermektedir. Risk sermayedarının kar ya da zarara katılması nedeniyle herhangi bir garanti, kefalet ve ipoteğe ihtiyaç olmaması da özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için avantajlı bir durumdur.⁷⁸

⁷⁵Sermaye Piyasası Kurulu, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları: Tanıtım Rehberi** <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206> (Erişim Tarihi: 11.04.2018).

⁷⁶ O. Berna İpekten, “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2006, 7, 1, 385-408, s.389-390.

⁷⁷ Müslümov, a.g.e., s.29

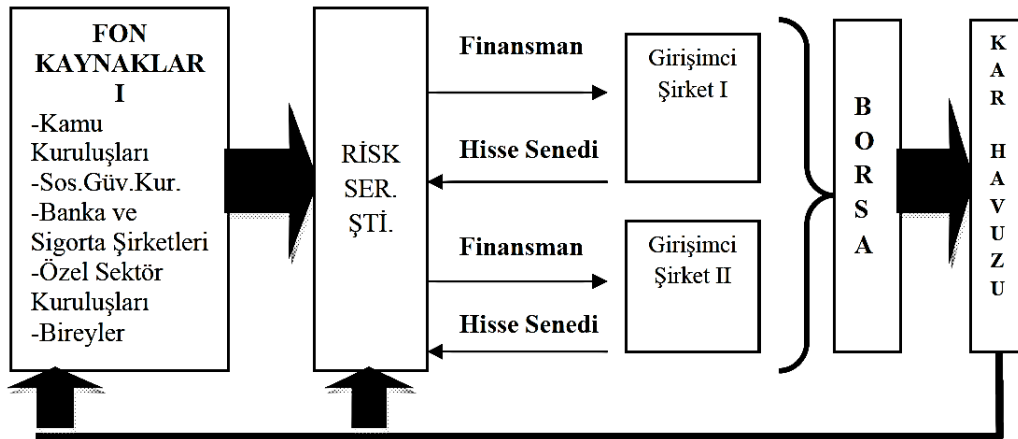
⁷⁸ Sezer Korkmaz, “Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) Pazarlama ve Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Kullanılabilirliği Üzerine Bir Araştırma”, **Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitimi Fakültesi Dergisi**, 2003, 2, 233-258.

Bir ortaklık türü olan risk sermayesinde ortaklardan biri, teknolojik yenilikler ve gelişmeleri sağlar ve ticari olarak malların veya hizmetlerin üretilebileceği inancı bulunmaktadır. Diğer ortak ise girişimcinin düşüncelerini önemli görerek sermaye ile ona destek olan risk sermayedarıdır. Bu kişi yeni bir girişimci olabileceği gibi işi meslek haline getirmiş profesyonel risk sermayesi işiyle uğraşan şirketler de olabilmektedir.⁷⁹

Risk sermayesinin önemli özelliklerini Metrik ve Yasuda⁸⁰ şu şekilde sıralamıştır, risk sermayesi;

- Finansal bir araç olup yatırımcılardan sermaye alır ve bu sermaye ile portföy şirketlerine yatırımlar yapar.
- Yatırımlar yalnızca özel işletmelere yapılır, yatırım yapılması durumunda bu işletmeler de derhal halka açılmaz.
- Portföyündeki şirketlerin izlenmesi ve yardım edilmesinde aktiftir.
- Şirketlerin içsel büyümesi yönünde yatırımlar yapar.
- Halka arz edilmesini sağlayarak yatırım getirilerinin maksimizasyonunu sağlar.
- Ortaklıkları hem kar hem de zarar üzerindedir.
- Genellikle 5-10 yıllık sürelerle yapılan yatırımlardır.

Risk sermayesi süreçleri Şekil 5'de gösterilmiştir.



Şekil 5. Risk Sermayesi Süreci⁸¹

⁷⁹ Erkan Poyraz, Yusuf Tepeli, "Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi: Türkiye Uygulamaları", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2016, 31,1, 35-56, s.37.

⁸⁰ Andrew Metrik, Ayako Yasuda, *Venture Capital & The Finance of Innovation*, 2. Baskı, John Willey&Sons Inc., New Jersey, 2011, s.3

⁸¹ Poyraz ve Tepeli, a.g.e., s.41.

Genellikle yazılım, elektronik, bilgisayar, teknoloji konularında yatırım yapan risk sermayesinin finansman türleri “Çekirdek Finansmanı (Seed investment)”, “Başlangıç Finansmanı (Start-up investment)” “İkinci/Üçüncü Aşama “Büyüme/Genişleme Finansmanı” (Expansionar)”, “Köprü ya da Destek Finansmanı (Bridge Finance)” olarak ayırmak mümkündür. Çekirdek finansmanında yeni ürün, hizmet üretme ve hızla büyüeyebilir ürünler; başlangıç finansmanında yeni kurulan işletmenin marka değerinin oluşturulması; büyüme finansmanı üretilen ürünün geliştirilmesi ve rekabet edecek hale getirilmesi; köprü finansmanı ise kısa vadede halka açılacak işletmelerin ihtiyacı olan fonun sağlanmasına dayanmaktadır.⁸²

2.2.3. Kredi Garanti Fonu (KGF) Modeli

Kredi Garanti Fonu, özellikle KOBİ'lere kefalet desteği vermek, finans kurumlarından uygun faizler ile uzun vadede ödenecek kredi alınmasını sağlamak amacıyla 1991 yılında kurulmuş ancak 1994 yılında ilk kredisini %80-%20 risk paylaşımına göre verebilmiştir. Bu fonun amacı, kendi başlarına finansal kredi alacak güce sahip olamayan işletmelere finansal destek olmak için Hazine ya da uluslararası garantilerle bankalardan risk transferi yoluyla kredi almaktır.⁸³

KGF, aslında bir teminat kuruluşu olup, kredi kurumlarından kredi talebinde bulunmasına rağmen istenilen teminata sahip olmayan işletmelere kefil olmaktadır. Bu durumda işletmelerin finansman kaynak problemi büyük çoğunlukta giderilmektedir.⁸⁴ Bununla birlikte KGF'ye yapılan başvuru sürecinin uzunluğu, zorlukları ve maliyetinin yüksek oluşu bankalardan kolaylıkla kredi alabilen işletmelerin bu fondan yararlanmasını azaltmıştır. Ayrıca, bankacıların da sorunlu veya sorunlu olma potansiyeli olan işletmeleri bu fona yönlendirmesi KGF'nin başvurularda daha seçici olmasına neden olmuştur. Daha sonraki süreçlerde özellikle 2009 yılında Hazine destekli KGF'nun benimsenmesi ve 20 finans kurumunun fona ortak edilmesiyle daha etkin bir fon oluşturulmak istenmiş ancak gelinen süreçte bu etkinlik henüz istenen seviyelere ulaşamamıştır.⁸⁵

KGF, işletmelerin aldığı kredileri bankalardan kullandırmakta ancak teminatı kendisi göstermektedir. İşletme ile kreditor arasında bir tür garantörlük görevi yerine getirmektedir.

⁸² Poyraz ve Tepeli, a.g.e., s.39.

⁸³ Mehmet Yazıcı, “KOBİ Finansmanına Alternatif Destek: Hazine Garantili Kredi Garanti Fonu Kefaleti”, *Maliye Finans Yazıları Dergisi*, 2010, 88, 79-96, s.83.

⁸⁴ Adnan Çelik, Erkan Ozan “KOBİ'lerde Yeniden Yapılanma Stratejileri Araştırması: Kahramanmaraş Örneği”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2006, 15, 189-213, s.201.

⁸⁵ Yazıcı, a.g.e., s.85-87

Kullanılan kredi karşılığında da kredi vadesi süresince her yıl peşin olarak kefalet bakiyesinden kredi türüne göre yıllık değişen miktarlarda komisyon almaktadır. Bir başvurunun KGF'den yararlanabilmesinin de koşulları bulunmaktadır. KGF'den yararlanabilmek için öncelikle kadın ve genç girişimci, KOBİ, esnaf ve sanatkâr, tarımsal işletme, çiftçi olunması gerekir. Alınmak istenen kredinin kullanılacağı projenin “kârlı”, “gerçekleştirilebilir” ve “yapılabilir” ve ekibin beceri ve mesleki deneyimine dikkat edilir. Her türlü krediye kefalet veren Fon, vadeli bir yatırım kredisi, borçlu cari hesap, akreditif ve teminat mektubu gibi gayri nakdi bir krediye de kefalet verebilmektedir⁸⁶. Bunlardan başka kredi ödemeleri ve kredilerin miktarları da birbirinden farklıdır. Örneğin; Kadın girişimci ve genç girişimci için maksimum 1.000.000 TL, KOBİ ve ihracatçı KOBİ için maksimum 12.000.000 TL, KOBİ dışındaki firma ve ihracatçı KOBİ dışı firma için maksimum 50.000.000 TL kefalet sağlanmakta bu limitler de firma/risk grubu bazında hesaplanarak belirlenmektedir.⁸⁷ Ayrıca KGF'den kredi almak isteyen kişi ya da kuruluşa göre azami kredi oranı değişebilmektedir. Bu oranların güncel hali Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3. KGF Yararlanıcılara Göre Kefalet Oranları⁸⁸

	Yararlanıcı	Kefalet oranı (%)
İhracatçılar ve döviz kazandırıcı faaliyeti olanlar	KOBİ	100%
	KOBİ dışı	100%
Yatırımcılar	KOBİ	85%
	KOBİ dışı	80%
Cazibe Merkezi Projesi kapsamındaki yatırımcılar	KOBİ	90%
	KOBİ dışı	85%
Tarım işletmeleri	KOBİ	85%
	Kadın ve genç girişimciler	90%
Diğer	KOBİ	80%
	KOBİ dışı	75%

⁸⁶ Gök, a.g.e., s.116

⁸⁷KGF, <http://www.kgf.com.tr/index.php/tr/bilgi-merkezi/hazine-destekli-kgf-kefaletlerinde-yeni-donem>(Erişim tarihi: 11.04.2018)

⁸⁸KGF, <http://www.kgf.com.tr/index.php/tr/bilgi-merkezi/hazine-destekli-kgf-kefaletlerinde-yeni-donem>(Erişim tarihi: 11.04.2018)

2.2.4. Finansal Kiralama (Leasing) Modeli

Finansal Kiralama diğer adı ile Leasing finans destek sisteminde, yatırım mallarının satın alınması yerine kiralanarak kullanılması yoluna gidilir. Kiracının seçtiği yatırım malı, mülkiyeti finansal kiralama şirketinde kalmak şartıyla belirli bir kira ile kullanılmasıdır. Bu durumda işletme sermayesini pahalı üretim aletleri yerine üretim malları ve diğer ihtiyaçlarına ayırarak verimliliği ve kârlılığı artırmaya çalışmaktadır. Tüm dünyada leasing işlemleri yatırım amacıyla orta vadeli finansman olarak kullanıldığı görülmektedir. Leasing sistemi özellikle enflasyonist ekonomileri olan ülkelerde yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Leasing sisteminde hukuk kuralları bazında işlem yapmaya yetkili her kişi ve kuruluşun kiracı olması mümkündür.⁸⁹

Türkiye’de finansal kiralama yöntemi giderek yaygınlaşmakta olup global pazarda 18. Sırada iken penetrasyon oranı %5 civarındadır.2016 yılında leasing finansman sistemi aracılığıyla kiralanılan varlıklar işlem hacmine göre en çoktan en aza doğru; iş ve inşaat makineleri, gayrimenkul, diğer makine ve ekipmanlar, tekstil makineleri, metal işleme makineleri, sağlık sektörü ve estetik ekipmanları, tarım ve hayvancılık makineleri, gemiler ve suda yüzen taşıt ve araçlar, bilgi işlem ve büro sistemleri, plastik işleme makineleri, karayolu taşıtları, elektronik ve optik cihazlar, matbaacılık ve kağıt işleme makineleri, havayolu ulaşım araçları, turizm ekipmanları, demiryolu ulaşım araçları olarak sıralanmıştır.⁹⁰

2016’da iş ve inşaat makinelerinin %25’inin, taşınmaz yatırımların %24’ünün, diğer makine ve ekipmanın %17’sinin, tekstil makinalarının %7’sinin ve metal işleme makinalarının % 7’sinin leasing yöntemiyle kullanıldığı belirlenmiştir. *“2017 ilk çeyrek itibariyle finansal kiralama konusu varlıklar değerlendirildiğinde, sat ve geri kirala işleminin KDV’den ve kurumlar vergisinden istisna olmasıyla gayrimenkul işlem hacmi 2017 yılı ilk çeyreği itibariyle 1,7 milyar USD ile ilk sırada yer alırken, onu 1,1 milyar USD’lik işlem hacmiyle iş ve inşaat makineleri takip etmiştir.”⁹¹*

Finansal kiralama yöntemi işletmeler için önemli avantajları olan bir finansal destek aracıdır. Finansal kiralama yapan işletme: Çondur vd., 2008: 10-11):

- Yatırımlarda daha düşük katma değer vergisi öder.
- Ödenen kiralar gider olarak gösterilebildiği için vergi yükü azalır.

⁸⁹ Türkan, a.g.e.,s.12

⁹⁰ Ayşe Özden, Maral Haçikoğlu, Leasing Sektörü, Ekonomik Araştırmalar Departmanı, Temmuz 2017, https://www.atbank.com.tr/documents/LEASING%20SEKTORU_TEMMUZ%202017.PDF,s.9 (Erişim Tarihi: 12.04.2018).

⁹¹ Özden ve Haçikoğlu, a.g.e., s.2.

- Nakit akışına uygulanarak değişken dönemli ve değişken ödemeli bir ödeme planı belirlenebilir.
- Kiralama işleminde faiz, banka ve sigorta muamele vergileri, kaynak kullanım destekleme fonu gibi bazı vergi ve fonlar muaf tutulur.
- Kiracı firma iflas etse bile kiralanan malzemelere el konulamadığından kiralanan varlık ile faaliyet devam edebilmektedir.⁹²

2.2.5. Factoring Modeli

Üç ayrı hizmetin birlikte sunulduğu tek finansal yöntem factoring'dir. Malların ve hizmetlerin satışlarından kaynaklanan vadeli alacakların temlikle bir factoring kuruluşu devredilerek tahsilatın bu kuruluş tarafından yapılması işlemidir.⁹³ Bu işlemde mal ve hizmeti satan, alan ve factoring kuruluşundan oluşan üç farklı taraf bulunur. Ayrıca yurtdışı işlemlerde de yardımcı olan muhabir faktör bulunmaktadır. Factoring işlemlerinde alacağın ödenmemesine karşı alacakların sigorta edilerek garanti altına alınması bu işlemleri oldukça cazip hale getirmektedir. Bu durumda alacaklarını faktöre temlik eden satıcı borcun ödenmemesi halinde etkilenmediği için kendini korumuş olur. Bu işlem, ticaretin olduğu her alanda uygulanabilen bir finansman modeli olarak görülmektedir.⁹⁴

Kredili satışlarla ticari işlemler gerçekleştiren işletmelerin alacaklarının 60-180 gün vade ile "factoring şirketi" ile imzalanan factoring sözleşmesine dayanılarak satılmasının karşılığında ödemenin peşin yapılması önemli bir avantajdır. Ayrıca, factoring şirketinin alacaklarla ilgili muhasebe ve defter kayıtlarını tutması, müşteriler hakkında da bilgi toplaması işletmeler için oldukça önemli hizmetlerdir.⁹⁵

Factoring sistemi, hem yurt içi hem de yurtdışı ticari ilişkilerde uygulanabilen finansman işlemlerindedir. İşletmelerin tanımadıkları ülkeler ve müşterilerle olan ticari faaliyetler sonrası tahsilatlarda olabilecek sorunlar factoring işlemi ile garanti altına alınmış olur. Ayrıca, ticari faaliyette bulunulacak işletmeler hakkında istihbarat sağlama, hızlı ve uygun maliyetle fon olanağı sağlama ve insan kaynağı sunma işleminin de factoring şirketi tarafından sağlanması

⁹² Funda Çondur, Umut Evlimoğlu, Yasemin Bozdağlıoğlu Emetullah, "Finansal Yenilikler Kapsamında Leasingin KOBİ'lerde Kullanımına İlişkin Bir Araştırma", *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2008, 2, 4, 1-26.

⁹³ Alptekin, a.g.e., s.5.

⁹⁴ Türkan, a.g.e., s.12.

⁹⁵ Zekai Özdemir, "Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Faktoring ve Forfaiting İşlemleri", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 2005, 2,194-224, s.199.

önemli bir avantajdır. Bu hizmetler karşılığında işletmeler pazar paylarını risksiz bir şekilde artırmış olurlar.⁹⁶

Kısaca özetlenecek olursa factoring işletmeleri;

- İşletme alacaklarını peşin öder,
- Peşin ödediği alacakları tahsil eder,
- Alacaklara yönelik muhasebe ve defter kayıtlarını tutar,
- Borçluyla ilgili istihbarat toplar,
- Borçlunun ödeyememesi durumunda, satıcı bundan etkilenmez. Tüm zarar factoring şirketine aittir,
- Yurtiçi factoring sözleşmesinde alacağı olan (satıcı) şirket, factoring şirketi (factor), borçlanan şirket bulunur,
- Yurtdışı factoring sözleşmelerinde yurtiçi taraflarla birlikte ithalatçı veya borçlunun ülkesindeki muhabir banka veya kuruluş bulunur,
- Factoring işlemi nedeniyle factoring şirketi, finansman ücreti, factor ücreti, ya da komisyon alır,
- Satıcı firma vadeli alacağını factoring şirketinden belirli bir faiz oranı üzerinden iskontolu bir şekilde tahsil ederek tüm riski faktoring şirketine devreder.⁹⁷

Her ne kadar genel factoring işlemi bu şekilde olsa da kendi arasında birbirinden farklı factoring şekilleri bulunmaktadır. “*Örtülü factoring*”, alacaklar borçluya factoring şirketi tarafından bildirilmez, ödemeler gerçek alıcıya ödendiğinde bu ödemeler factoring şirketine derhal havale edilmektedir. “*Fatura iskontosu*” satış kredisi için finansman sağlanır ancak idari hizmetle ve riske karşı korunma yapılmamaktadır. “*Toptan factoring*”, çok miktarda küçük çaplı müşterisi bulunan işletmenin tüm satış cirolarını toptan olarak factor'e devretmesidir.⁹⁸ “*Rücu etme esasına dayanan factoring*” hizmetinde satıcıya, tahsil hizmeti, satış kayıtları yönetimi ve finansman sağlanırken alacağın ödenmemesine yönelik bir güvence verilmemektedir. “*Acenta factoring*” borcun ödenmeme riskine karşı koruma ve finansman sağlanmaktadır. Satıcının tüm alacakları factor'un sahibi olduğu bir şirkete borçlarını temlik etmektedir. Factor adına tüm borçlar acenta tarafından tahsil edilmektedir. “*Açıklanmayan (ihbarsız) factoring*” de borçlar factor'e devredilir, factor borcun ödenmemesi riskine karşı kısmi koruma sağlar ancak borçlulara factor ile anlaşıldığı ihbarı yapılmaz ve ödemeleri de gizli bir şekilde factor

⁹⁶ Türkan, a.g.e., s.12.

⁹⁷ Özdemir, a.g.e., s.99

⁹⁸ TSPAKB, a.g.e., s. 60.

adına satıcı tahsil etmektedir.⁹⁹ “*Bildirimsiz factoring*”, alıcıya ödeme bildirimi yapılmamakta, factor satıcıya vadeli satışın karşılığını ödemekte, riskleri üstlenip ve tahsilatını da kendisi yapmaktadır. “*Toplu iskonto*” kısa vadeli alacakların factor’e satılmasıdır.¹⁰⁰

Factoring’in maliyeti komisyon ve firmaya avans ödemesi yapılması karşılığindeki faizden ibarettir. Alacak riskine göre factor faturanın % 1’i ile % 3’ü arasında komisyonu belirler. Avans ödemesinin faizi ise cari faiz oranına bağlıdır.¹⁰¹

2.2.6. Forfaiting Modeli

Forfaiting, ihracatçı şirketin 3-4 yıllık vadeli emre yazılı senet ya da poliçeler ile bir banka tarafından garanti edilmiş senetsiz alacakların forfaiter tarafından satın alınmasından ibaret orta vadeli ihracat finansmanıdır. Forfaiting bir iskonto işlemi olup genellikle yatırım malları ve altı aydan daha uzun vadesi bulunan işlemlerde kullanılır. İthalatçıya güvenilmediği durumlarda forfaiter kendisine devir edilmek istenen alacağın banka teminatına göre yapılmasını isteyebilir.¹⁰²

Forfaiting işlemin firmalara birçok faydası bulunmaktadır. Bunlardan bazıları şu şekilde sıralanabilir:

- Forfaiting işlemi sayesinde kredili mal satışlarından doğacak alacakların tahsil edilememesi riski ortadan kalkmaktadır.
- Forfaiting, ihracatçıya sabit faizli bir finansman sağlamaktadır.
- Forfaiting ile ihracatçı alacağını nakde çevirerek firmanın likiditesi artmaktadır.
- Forfaiting işleminde finansman gizlilikle yürütüldüğünden işletme hakkında olumsuz bir bilgi ortaya çıkmamaktadır.¹⁰³

Forfaiting, işletmelerin yurtdışına satış işlemlerinde finansman desteği amacıyla uygulanan ve sürekli genişleyen bir finansman destek aracıdır. İhracatçıların yaptığı vadeli satışlardan kaynaklanan ve bir kambiyo senedi, garanti mektubu ya da alacağın devrine izin verilen başkaca bir araçla belgelendirilmiş alacaklar, ihracatçıların kendisine ya da anılan belgelerin lehdarına rücu etmeksizin bir banka veya uzman kuruluşun satın alınması yani iskonto edilmesidir. Bu işlem ihracatçının henüz proje aşamasındayken forfaiter’a başvurur ve

⁹⁹ Nurhan Aydın, Mehmet Şen, Niyazi Berk, *Finansal Yönetim-I*, Editörler: Güven Sevil, Mehmet Başar, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577, 2012, s.213.

¹⁰⁰ Özdemir, a.g.e., s.200-201

¹⁰¹ Aydın vd., a.g.e., s.214.

¹⁰² Güven vd., a.g.e., s.7

¹⁰³ TSPAKB, a.g.e., s. 60.

iskonto sözü alır. Bu durumda ihracatçı malları sevk etme aşamasında yurtdışından gelecek kambiyo senetlerinin hangi şartlarda iskonto edileceğini bilir. Forfaiting işleminde senetlerin satın alınması, vade sonuna kadarki sürede hesaplanan faiz tutarının peşin olarak senet değerinden düşülmesi esasıyla gerçekleştirildiğinden iskonto terimi adını almıştır. Bu işlemde aslında faiz tutarı mal bedeline yansıtıldığı için satıcının bir kaybı olmamaktadır.¹⁰⁴

Factoring ve forfaiting işlemlerinin birbirine benzeyen yanları bulunmaktadır. Her iki işlemin birbirinden farkları ise Tablo 4'te gösterilmiştir. Özellikle factoringde her türlü mal ve hizmet satışıyla ilgili 180 günden daha az alacakların belirli bir yüzde ile iskonto edilirken, forfaiting'de genellikle 180 günden daha uzun vadeli satışı yapılan sermaye mallarıyla ilgili alacakların, sabit faiz ile iskontosunun yapılmasıdır.

Tablo 4. Factoring ve Forfaiting Arasındaki Farklılıkların Karşılaştırılması¹⁰⁵

FAKTORİNG	FORFAITING
Devamlı bir işlemdir.	Bir defalık bir işlemdir.
Alacaklar satın alınır.	Alacaklar satın alınır.
% 80'e kadar bir finansman sağlar.	% 100 finansman sağlar.
Risk % 100 üstlenilir.	Risk % 100 üstlenilir.
Genel bir sözleşme yapılır.	Sözleşme yoktur.
Açık hesap işlemlere de uygulanabilir.	Police veya bono gereklidir.
120 güne kadar vade tanınır.	180 günden 10 yıla kadar vade tanınır.
Çalışma alanı tüketim mallarıdır.	Çalışma alanı yatırım mallarıdır.
Siyasi ve ticari riskleri kapsamaz.	Siyasi ve ticari riskleri kapsar.

2.3. İŞLETMELERİN FİNANSMAN STRATEJİLERİ

İşletmeler ticari faaliyetlerini devam ettirebilmek için ihtiyaçları olan finansmanı ya öz-kaynaklarla ya da başka kişi, kurum ve kuruluşlardan borçlanma yoluyla sağlayabilir. Borç toplamı ve öz-kaynak firmanın toplam sermayesini oluştururken, bu kaynakların bileşimi o firmanın sermaye yapısını göstermektedir. İşletmelerin sermaye yapısı; firmanın büyüklüğü, varlıkları, kârlılık durumu, borçlanma maliyeti, vergi politikası, risk ve likidite derecesi gibi iç faktörler ile finansal piyasalar ve makro ekonomik dış faktörlere bağlı olarak şekillenir.¹⁰⁶

İşletmelerin ihtiyacı olan finansman kararlarını neye göre alması gerektiği ve bu kararları etkileyen faktörlerin ne olduğu genellikle içinden çıkılmayan oldukça karmaşık bir problemdir. Bu nedenle finansal alanda yapılan birçok araştırma bu konuya çok yoğun bir şekilde eğilerek

¹⁰⁴ Özdemir, a.g.e., s. 209-211

¹⁰⁵ TSPAKB, a.g.e., s. 61.

¹⁰⁶ Aydın vd., a.g.e., s.8

teoriler geliştirilmiş ve en etkili yolun ne olduğu belirlenmeye çalışılmıştır. Sermaye yapısı ile ilgili geliştirilen teorilerinin genel amacı işletmelerde borç ve öz-sermaye birleşiminin genel ilkeleri ve bu ilkeleri etkileyebilecek faktörlerin neler olduğunun belirlenmesidir. Bu teoriler ışığında verilen kararların işletmenin optimal sermaye hedefini yakalayıp yakalayamadığı ve gerçekleştirilen değişimler sonucunda işletme karlılık ve değerinin ne olacağı sermaye yapısı ile ilgili çalışmaların ana konusunu oluşturmuştur.¹⁰⁷

Optimal sermaye yapısı, sermaye maliyetinin en düşük düzeye indirilmesi işletmenin piyasa değerinin maksimize edilmesini sağlayan sermaye yapısı olarak ifade edilir. Bu yapının etkinliği ile ilgili geliştirilen yaklaşımları “Net Gelir Yaklaşımı”, “Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı”, “Geleneksel Yaklaşım”, “Modigliani-Miller Yaklaşımı”¹⁰⁸ olarak dört başlık altında toplanabileceği gibi “Dengeleme Teorisi”, “Finansman Hiyerarşisi Teorisi”, “Temsilcilik Teorisi”, “Sinyal Teorisi” ve “Piyasa Zamanlaması Teorisi” de işletmenin piyasa değeri ile ilgili yaklaşımlardır.¹⁰⁹

2.3.1. Net Gelir Yaklaşımı

Sermaye maliyetinin belirlenmesi açısından borcun kaldıraç etkisini en çok önemseyen bir yaklaşım olarak bilinir. Firmanın, borç/öz-sermaye oranı (kaldıraç etkisinden yararlanma derecesi) artırıldığında ortalama sermaye maliyeti düşürülebilir ve bu durumda piyasa değeri de yükselecektir.

Bu yaklaşıma göre;

- Borçlanma maliyeti öz-sermaye maliyetinden daha düşüktür.
- Borçlanma maliyeti ile öz-sermaye maliyetinin farklı sermaye yapıları için sabittir.¹¹⁰

Bu yaklaşıma göre borç ve öz-sermayenin maliyeti farklı borçlanma düzeylerine göre değişmez. Borç maliyetinin öz-sermaye maliyetinden daha düşük olması nedeniyle, sermaye

¹⁰⁷ Cihan İnci, Finansal Yönetim Kararlarının Firmanın Karlılığı Ve Piyasa Değeri Üzerindeki Etkileri: BİST’deki Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması, Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,2014,s.5 **(Yayımlanmamış Doktora Tezi).**

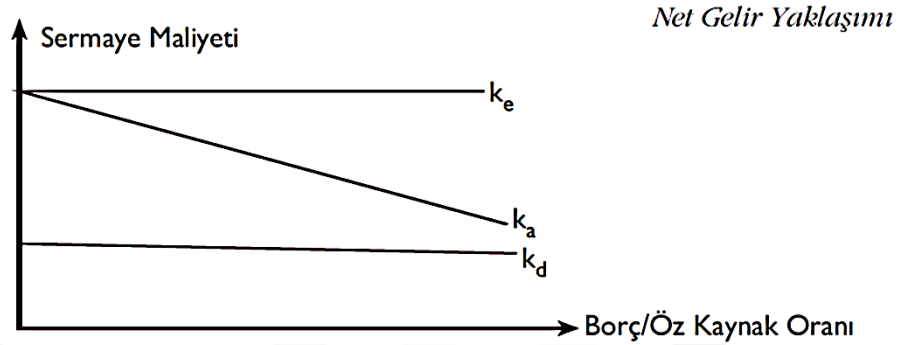
¹⁰⁸ TSPAKB, a.g.e., s.29-30.

¹⁰⁹ Dilek Kayakıran, İşletme Birleşmelerinin İşletmelerin Piyasa Değerine Etkisi Ve Bir Araştırma, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,2016,s.58,**(Yayımlanmamış Doktora Tezi).**

¹¹⁰ TSPAKB, a.g.e., s.29-30.

yapısında borç oranının yüksek olması ortalama sermaye maliyetini düşüreceğinden firmanın değeri de alınan borç oranına göre artacaktır.¹¹¹

Net Gelir Yaklaşımına göre sermaye yapısında meydana gelen değişimlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerindeki etkisi Şekil 6'da gösterilmiştir.



Not: ka: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, ke: öz kaynak maliyeti, kd: borç maliyeti

2.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre işletme değeri, net faaliyet gelirinin sabit bir ortalama sermaye maliyeti kullanılması ve bugüne indirgenmesiyle elde edilir. İşletmenin borç/öz-sermaye oranının artması veya firmanın daha riskli olması öz-sermaye maliyetini de artıracaktır. Bu nedenle farklı sermaye yapıları için ortalama sermaye maliyeti sabit olup sermaye yapısının işletme değerini etkilemesi mümkün değildir.¹¹³

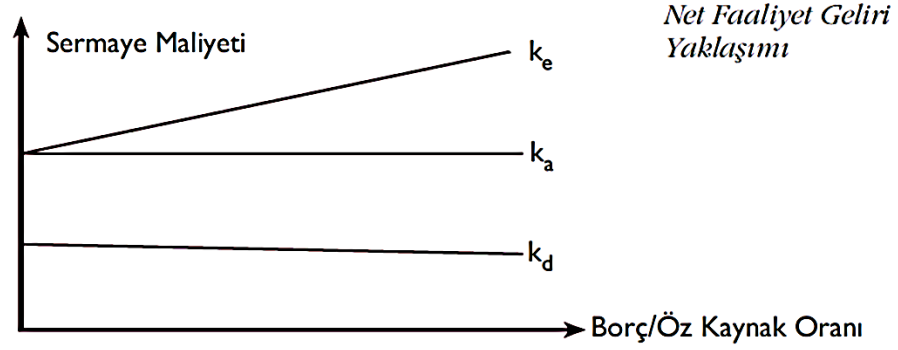
Bu yaklaşıma göre borçlanmanın artması öz-sermaye maliyetini artıracığından ortalama sermaye maliyeti tüm borç öz-sermaye bileşiminde değişmeyecek ve firma değeri de sermaye yapısına göre değişmeyecektir.¹¹⁴ Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına göre işletmelerin farklı sermaye yapılarında aynı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine sahip olmasına yönelik grafik Şekil 7'de gösterilmiştir.

¹¹¹ Aydın vd., a.g.e.,s.8.

¹¹² Sevil vd., a.g.e., s.113

¹¹³ TSPAKB, a.g.e., s.30.

¹¹⁴ Aydın vd.,a.g.e., s.8.



Şekil 7. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısı¹¹⁵

Not: k_a : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, k_e : öz kaynak maliyeti, k_d : borç maliyeti

2.3.3. Geleneksel Yaklaşım

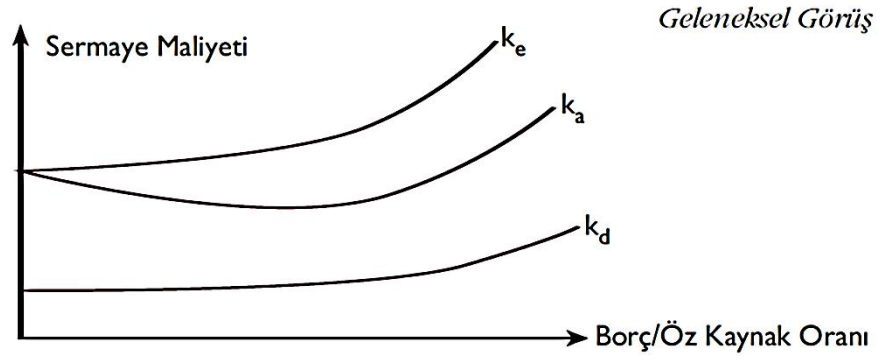
Bu kurama göre işletmenin sadece bir optimal sermaye yapısı bulunmaktadır. Borç/öz-sermaye oranının artması, öz-sermaye maliyetini yükseltirken kaldıraç etkisinin artmasıyla ortalama sermaye maliyeti düşecektir ve piyasa değeri yükselecektir. İşletmenin borç/öz-sermaye oranını artırması belirli bir oranda ortalama sermaye maliyetinin düşmesini sağlayacaktır. Borçlanmanın devam etmesi halinde ise hem borçlanma maliyeti hem de öz-sermaye maliyetini yükselteceğinden işletmenin ortalama sermaye maliyeti de yükselmiş olacaktır.¹¹⁶ Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en az olduğu nokta optimal borç/özsermaye oranını yani optimal sermaye yapısını oluşturacaktır. Bu nedenle firmaların optimal noktaya kadar borçlanması firmanın piyasa değerinin yükselmesini sağlayacaktır.¹¹⁷

Borcun düşük maliyetinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini azaltması, ılımlı seviyelerde alınacak borç oranlarının öz-sermaye maliyetini yavaş yavaş yükseltişi ve aşırı borçluluk seviyelerinin hem borç hem öz-sermaye maliyetindeki hızlanan artışın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini yükseltmesi Şekil 8'de gösterilmiştir.

¹¹⁵ Sevil vd., a.g.e., s.113

¹¹⁶ TSPAKB, a.g.e., s.30.

¹¹⁷ Aydın vd., a.g.e., s.8.



Şekil 8. Geleneksel Görüşe Göre Sermaye Yapısı¹¹⁸

Not: k_a : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, k_e : öz kaynak maliyeti, k_d : borç maliyeti

2.3.4. Modigliani-Miller Teorisi

Modigliani ve Miller'ın teorisine göre işletmenin sermaye maliyeti ve piyasa değeri ile sermaye yapısı birbirinden bağımsızdır. Bu nedenle işletmenin finansal kaldıraç derecesinin oranı sermaye maliyetini değiştirmeyecektir.¹¹⁹ Sermaye piyasasında rekabet koşullarının etkin olması yatırımcıların rasyonel hareket edebilmesini sağlamakta ve piyasa bilgileri sıfır maliyet ve kolaylıkla elde edilebilmektedir. Gelecek dönemde elde edilebilecek faaliyet gelirinin olasılık dağılımında beklenen değerler ile cari faaliyetlerinin gelir olasılık dağılımları aynıdır. Firmaların risk kategorisinin eşit olması beklenen gelirlerin elde edilememesi olasılıklarını da değiştirmez.¹²⁰

Modigliani ve Miller'ın teorisine göre;

1. Serbest piyasa koşullarında ve diğer ideal koşullar altında borç politikası finans yöneticisi ve hissedarlar açısından önemli değildir. Bir işletmenin sermaye maliyeti ve piyasa değeri sermaye yapısından tamamen bağımsız bir şekilde oluşur. Bir firmanın piyasa değeri, gelecekte sağlayabileceği para akışının, o işletmenin girdiği risk kategorisine uygun bir şekilde saptanan iskonto oranı ile indirgenmesine eşit olacaktır.
2. Bir işletmenin borçlanması sebebiyle finansman riskinin artması öz-sermaye maliyetinin de artmasına neden olur. Bu risk, ucuz yabancı kaynak bularak ortalama sermaye maliyetini ve öz sermaye maliyetini düşürecektir.

¹¹⁸ Sevil vd., a.g.e., s.114

¹¹⁹ İnci, a.g.e., s.13.

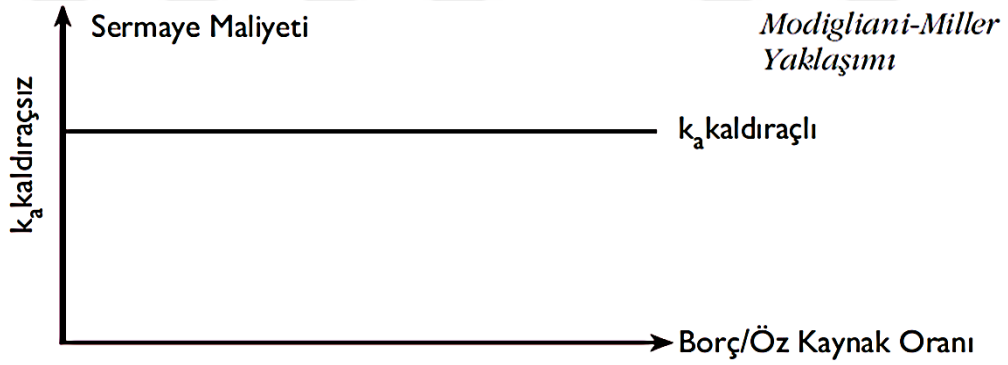
¹²⁰ Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2010, s.247.

3. Bir firmanın yeni yatırım kararları için kullanılacak olan iskonto oranı, yatırım finansmanında kullanılacak menkul kıymetlerin tipinden bağımsızdır.¹²¹

Franco Modigliani ve Merton Miller'e göre vergilerin, işlem maliyetinin, iflas maliyetinin ve asimetrik bilginin olmadığı etkin bir piyasada sermaye yapısı firma değerini etkileyemez. Firmanın değeri bağlı bulunduğu sektörün riskine ve gelecekte yaratılacak nakit akışlarına bağlıdır.¹²²

Modigliani-Miller Yaklaşımı "Geleneksel Görüş"e karşı çıkarak "Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı" ile aynı temele dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre işletmenin piyasa değeri borçlanma maliyeti ve öz-sermaye maliyetinin karşılıklı etkileşimine bağlı olarak aynı kalmaktadır. Aynı eş risk kategorisindeki net faaliyet karları eşit işletmelerin piyasa değerleri de birbiriyle aynıdır. Bir firmanın sermaye yapısını değiştirmesi, aynı eş risk kategorisindeki diğer firmaya göre piyasa değerini yükseltmeyecektir.¹²³

Bu varsayım dikkate alındığında sermaye yapısının oluşumu işletme değerini etkilemeyecek, kaldıraçsız işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve kaldıraç kullanan firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin birbirine eşit olduğu Şekil 9'da gösterilmiştir.



Şekil 9. Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Sermaye Yapısı¹²⁴

Not: k_a kaldıraçsız: kaldıraçsız işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, k_a kaldıraçlı: kaldıraç kullanan işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

¹²¹ Franco Modigliani ve Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Association, The American Economic Review*, 1958, 48, 3, 261-297.

¹²² Aydın vd., a.g.e., s.8

¹²³ TSPAKB, a.g.e., s.30.

¹²⁴ Sevil vd., a.g.e., s.114

2.3.5. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

Modern sermaye yapısı teorisinin temeli, 1958 yılında ortaya konan Modigliani ve Miller'in (MM) modeli oluşturmuştur. MM modeline 1963 yılında kurumlar ve gelir vergisi çeşitli araştırmacılar tarafından eklenerek genişletilmiştir. Bu yaklaşıma göre piyasaların etkin, piyasa katılımcılarının ve firma yöneticilerinin rasyonel karar alıcılar oldukları ileri sürülmektedir. Ancak, gelinen noktada insanların karar alırken psikolojik ve davranışsal faktörlerin etkisine göre de hareket ettikleri bilinmelidir.¹²⁵

Modigliani ve Miller'in varsayımlarıyla ilgili olan temsil maliyetleri, iflas maliyetleri ve vergi yükümlülüğü modern teorilerden olan "Statik dengeleme Teorisi"ni; asimetrik bilgi akışı varsayımı da "Finansal Hiyerarşi" ve "Sinyal Teorisi"nin temelini oluşturmuştur.

2.3.5.1. Statik Dengeleme Teorisi

Statik Dengeleme Teorisi'ne göre işletmeler hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlamaktansa borçlanma yoluyla finansman sağlamayı tercih etmelidirler. Bununla birlikte borçlanma finansmanının sağlayacağı faydanın borçtan kaynaklanan maliyetleri dengelemesi fikrine öncelik vermektedir.¹²⁶

Bu teoriye göre, işletmeler alınan borcun vergi avantajıyla ve iflas maliyetleri açısından aralarında bir seçime giderek optimal sermaye yapısını oluşturmalıdır. İşletmeler borç finansmanının vergi avantajından faydalanmak isterler. Düşük borç düzeylerinin iflas olasılığını azaltması, borçlanmanın faydasının maliyetinden daha fazla olması tercih sebebidir. Borcun yüksek olması halinde ise iflas maliyetlerinin borç finansmanı aracılığıyla elde edilen vergi avantajından fazla olması maliyeti veya riski düşürmede seçilecek sermaye yapısı kararlarını etkileyecektir. Bu teori, farklı sektörlerdeki firmalar için değişen kaldıraç düzeylerini açıklamada oldukça başarılıdır. Riskler göz önüne alınırsa dalgalı özelliğe sahip olmayan firmaların buldukları sektörlerde sermaye yapısında borç bileşeninin kullanılması uygundur. Diğer yandan varlıklar riskli olan sektörlerde öz-sermaye bileşeni ağırlıklı sermaye yapısını tercih etmelidirler.¹²⁷

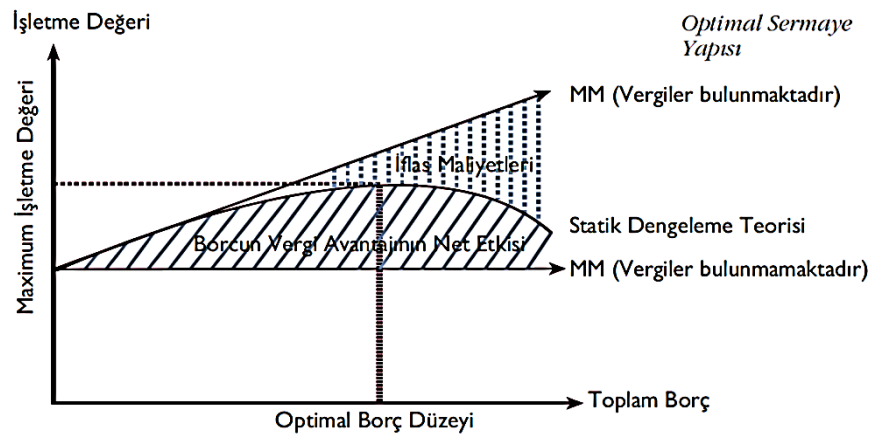
¹²⁵ Bilgehan Tekin, "Firmaların Finansman Kararları: Davranışsal Perspektif", *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2016, 8, 15, 169-198, s.172.

¹²⁶ Suleyman Degirmen, Yıldız Gundogdu, "Türkiye'de İhracat Yapan Firmaların Finansman Stratejileri", *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 2010, 1, 4, 1-18, s.4.

¹²⁷ Sevil vd, a.g.e., s.117

Teoriye göre borçlanma yoluyla kaynak kullanıldığında faiz ödemeleri vergiden düşürülür ve yöneticilerin kaynakları karlı olmayan yatırımlara harcamaları önlenmiş olur. Hisse senedi ihracı ile fonların yöneticiler tarafından kendi çıkarları doğrultusunda kullanması borçlanma finansmanına göre çok fazladır. Bununla birlikte borçlanmada kredi veren kuruluşların fonlarını geri çağırması ve yöneticileri disipline etme gücü bulunurken, hisse senedi ihraç edilerek sağlanan fonların geri çağırılmaması yüksek derecede temsilcilik maliyetine sebep olmaktadır.¹²⁸

Statik Dengeleme teorisine göre finansmanın marjinal maliyetinin, vergi avantajına eşit olması halinde optimal sermaye yapısı, firma değerinin maksimuma çıkartır ancak daha sonra gerilemeye başlayacaktır. İşletme değerini maksimize eden sermaye bileşenleri karışımı olan optimal sermaye yapısı Şekil 10'da gösterilmiştir.



Şekil 10. Statik Denge Teorisine Göre Optimal Sermaye Yapısı¹²⁹

2.3.5.2. Sinyal Teorisi

İşletme yönetimi ile piyasalar arasında bilgi asimetrisinin olduğunu kabullenen "Sinyal Teorisi"ne göre yöneticiler işletmelerin kârlılığıyla ve riskiyle ilgili bilgi vermek için sermaye yapısını değiştirmektedir. Bunun sebebi kendilerine yapılacak ödemeleri garanti altına alma istekleridir. İşletmenin eksik değerlendirildiği düşünüldüğünde sermaye yapısı kararlarıyla piyasaya sinyaller gönderilmektedir. Bu amaç doğrultusunda borç kaynağının artırılması, her ne kadar iflas olasılığını artırsa da yöneticilerin böyle bir karar alması piyasada işletmenin görünenden daha değerli durumda olduğu algısına neden olacaktır. İşletmelerde hisse senedi

¹²⁸ Bruce Greenwald, Joseph E. Stiglitz, & Andrew Weiss, (1984). Informational Imperfections in the Capital Market and Macro Economic Fluctuations. The American Economic Review, 74, 2, 194-199.

¹²⁹ Stephen Ross, Randolph Westerfield, Bradford Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**. ABD: McGraw Hill, 2010, s.527, Aktaran: Sevil vd., a.g.e., s.120.

fiyatların yükselmesi halinde öz-sermaye finansmanı sağlamak, düşmesi halinde de borç finansmanını tercih etmek daha uygun olmaktadır. Piyasa ise yöneticilerin uyguladıkları bu zamanlama davranışını bilmesi sermaye yapısında borç kullanım olduğunda hisse senedinin fiyatlarının düştüğünü algılar ve ileride değerleneceği sinyalini göndermiş olur.¹³⁰

2.3.5.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi

“Finansal Hiyerarşi Teorisi”ne göre işletmelerin iç ve dış finansman kaynakları arasında öncelikli tercih sermaye yapısını şekillendirmektedir. İç kaynaklar, işletmenin dağıtılmayan karından, dış kaynaklar ise bankalardan alınan kısa ve uzun vadedeki borçlanmaları ve sermaye piyasasında hisse senedi ihraç yoluyla öz-sermaye sağlanmasını içermektedir.¹³¹

“Finansal Hiyerarşi Teorisi”ne göre yöneticiler ve piyasa arasındaki bilgi asimetrisi tercihlerin yönünü belirlemektedir. Firmalar öncelikle yatırım fırsatları doğrultusunda kâr dağıtım oranlarını belirler ve eğer gerekiyorsa nakit varlıklarını kullanır. İçsel fonları yeterli olmayan firmalar risk düzeyi en düşük olandan başlayarak dış finansmana yönelir. En son kullanacağı tercih ise hisse senedinin ihraç edilmesidir.¹³²

Finansal piyasada asimetric bilginin mevcut olması şirketlerin dış kaynaklı finansman sağlamak istemeleri halinde maliyetlerin yükselmesine neden olacaktır. Kredi kuruluşlarının finansmanını verecekleri yatırım projeleri hakkında işletmeye göre daha az bilgisinin olması kredi faizlerini eksik bilgi riskini de içine alacak şekilde bir prim ekleyerek vermelerine yol açacaktır. Bu durumda firmaların maliyetleri artacaktır. Hisse senedi piyasalarında da benzer durum yaşanabilmektedir. İşletmelerin hisse senedi yoluyla fon toplamaları ve yöneticilerin yeni hisse senedi ihraç etme kararlarını piyasa bu hisselerin değerinin üzerinde satılacağı algısıyla karşılar. Bu nedenle de yeni ihraç edilen hisse senetleri düşük değerlenecektir¹³³

Sonuç olarak işletmelerin sermaye yapısı ile ilgili ileri sürülen bu teorilerin hemen hemen hepsi ancak tam rekabet koşullarının yaşanması ile gerçekleştirilebilir. Bu nedenle rekabet koşulları uygun olmayan piyasalarda bu görüşlere göre piyasa değeri oluşturulabilmesi için geleneksel yaklaşımının baz alınması daha uygun olabilir. Özellikle geleneksel yaklaşımda firmanın optimal noktaya (borç/öz-sermaye oranı) kadar borçlarını artırması işletme değerini

¹³⁰ Sevil vd, a.g.e., s.118

¹³¹ Değirmen ve Gundogdu, a.g.e., s.4

¹³² Stephen Ross, Randolph Westerfield, Bradford Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**. Ninth Edition, ABD: McGraw Hill, 2010, s.532-535; Aydın vd., a.g.e., s.118.

¹³³ Murray Z. Frank, Vidhan K. **Goyal, Trade Off and Pecking Order Theories of Debt**. 2007, s.17-22. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=670543> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.670543> (Erişim tarihi:28.03.2018)

de maksimum noktaya ulaştıracaktır. Borç ve öz-sermaye bileşimi belirlendikten sonra, borçlanmanın hangi oranlarda kısa, orta ve uzun vadeli olacağı belirlenmelidir.

İşletmelerin ihtiyaç duydukları finansman biçimi belirlenirken kaynağın sağlanması, riski ve maliyetinin dikkate alınması gerekmektedir. Firmaların almış oldukları borçlanmada vadenin kısa olması riski artırırken vadenin uzaması riski düşürecektir. Bunun en önemli sebebi, kısa vadeli borçlarda faiz ve anapara ödemesinin o yıl içerisinde gerçekteşmesidir. Riskten kaçınmak istenen firmalar daha uzun vadeli borçlanmaları tercih ederek riskleri azaltma yoluna giderler. Öz-sermaye ile finansman sağlamada ise anonim şirketler hisse senedi ihraç edilerek çok sayıda hissedar ile kaynak sağlanabilirken, anonim olmayan işletmelerde yeni ortaklar bulunarak finansman desteği sağlanabilir. Finans yöneticilerinin her bir finansman kaynağının avantaj ve dezavantajlarını gözden geçirerek kendi işletmeleri için hangisinin verimliliği ve karlılığı artıracağı, riskleri azaltacağı ve firma değerini yükselteceğini belirlemesi gerekir.¹³⁴

Firmalar faaliyette buldukları ülkenin makroekonomik yapısı, banka merkezli veya sermaye piyasası merkezli finans sistemine göre finansman yapıları hakkında karar verirler. Gelişmekte olan ülkelerde ekonomi genellikle istikrarsız olması nedeniyle yatırımcıların risk algısı daha yüksek olup firmaların sermaye piyasasında kaynak sağlama ihtimali oldukça düşmekte, daha çok kısa vadeli banka kredisi ile finansman sağlanabilmektedir. Diğer yandan güvenilir ekonomisi olan ülkelerde firmalar daha çok sermaye piyasalarından uzun vadeli finansman kaynağını kullanırlar. Bundan başka ülkelerdeki finans sisteminin banka veya sermaye piyasası merkezli olması da finansman kararlarının yönünü belirleyen bir faktördür.¹³⁵

İşletmenin sermaye yapısı ile ilgili kararlar alınırken sermaye maliyetinin düşürülmesinin yanı sıra firmanın finansal riskinin düşürülmesine yönelik de adımların atılmasına dikkat edilmelidir. Bu nedenle kabul edilebilir risk düzeyinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini en düşük hale getirecek sermaye yapısı seçilmelidir. İşletmelerin sermaye yapısı kararları; vergi yükümlülüklerine, iflas maliyetlerine, temsil maliyetlerine ve piyasa zamanlamasına göre farklılık gösterdiği düşünöldüğünde bu faktörlerin finansman yöneticisi tarafından iyi analiz edilerek işletmenin piyasa değerini artıracak adımlar atması gerekir.¹³⁶

¹³⁴ Aydın vd, a.g.e., s.9.

¹³⁵ Degirmen ve Gundogdu, a.g.e., s.2.

¹³⁶ Sevil vd, a.g.e., s.112-115

2.4. İŞLETMELERİN PİYASA DEĞERİ

2.4.1. Değer Kavramı

İktisadi temeli olan “değer” kavramı genellikle değişim değerini ifade etmektedir. Tarihsel gelişimi açısından ilk çağlardaki takas tahıl ürünleri ve değerli madenlerle yapılırken günümüzde ise değiştirme işlemi önce bir mal veya hizmetin değeri karşılığında para alınması, paranın da başka bir şeyin satın alınmasında kullanılması şeklinde gerçekleşmektedir.¹³⁷

Değer, herhangi bir mal ya da hizmetin sağladığı toplam fayda ve bir şeyi elde etmek için katlanılmak zorunda kalınan fedakârlığın karşılığıdır. Mal ya da hizmetin kullanım değeri ile değişim değeri karşılaştırıldığında bazen bu iki değer birbirlerinden ayrı olduğu karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, bir malın insan hayatı açısından çok önemli olması kullanım değerini artırırken, doğada bol miktarda bulunması ya da her yerde ürünü etmenin kolaylığı değişim değerini düşürebilmektedir. Bu nedenle, arz miktarının fiyatın belirlenmesini etkilediği, değer ile fiyatın her zaman aynı olmadığı anlaşılmaktadır.¹³⁸

İşletmelerin hisse senedi değerleri; defter değeri, tasfiye değeri ve piyasa değeri olarak hesaplanmaktadır. Defter değeri, işletmenin bilançosundaki varlıklar ile borçlar arasındaki fark olan öz-sermayesi; tasfiye değeri, işletmenin iflas etmesi halinde bütün varlıklarının satılması ve borçlarının ödenmesi ile bulunan nakit miktarı; piyasa değeri ise hisse senedinin arz ve talebe göre alınması ve satılmasına yönelik fiyattır. Ayrıca, işletmenin defter değeri ile piyasa değeri arasındaki farka da işletmenin işleyen teşebbüs değeri adı verilmektedir.¹³⁹

İşletmenin piyasa koşullarına göre arz ve talep doğrultusunda belirlenen değeri, piyasa değeri olarak ifade edilebilir. İşletmenin borsada işlem görmesi halinde piyasa değeri ile borsa değeri aynı anlamı ifade etmektedir. İşletme yönetimi ve yatırımcılar firmaların gelecek dönemlerdeki performansı hakkındaki en iyi bilgiyi işletmenin varlık ve yükümlülüklerin güncel piyasada gördüğü karşılıklardan anlayabilirler. Bu nedenle işletmenin piyasa değeri hem yöneticileri, hem hissedarları hem de yeni yatırım yapacak kişilerin kararlarını belirleyen bir kriterdir.¹⁴⁰

¹³⁷ Osman Gürbüz, Yakup Engincan, *Şirket Değerlemesi*, İstanbul, Literatür Yayınları, 2008, s. 3-4.

¹³⁸ Kayakıran, a.g.e., s.43

¹³⁹ Korkmaz ve Ceylan, a.g.e., s.249-250.

¹⁴⁰ Peter Moles, Robert Parrino, David Kidwell, *Corporate Finance*, European Edition, UK, John Wiley&Sons, 2011, s.81, Aktaran: Kayakıran, a.g.e., s.50

Vergi Usul Kanunu'nun 258. maddesine göre "Değerleme, vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tesbitidir."¹⁴¹ Bu nedenle değerlendirme, firmanın binası, arsası, makine teçhizatları, mal stokları gibi iktisadi varlıklarının değerinin para olarak belirlenmesidir.

Değerleme işlemlerinde işletmenin içinde bulunduğu sektör ve ekonomik durum dikkate alınarak en iyi değerlendirme yöntemi seçilmelidir. Değerleme işlemleri yapılırken geçmiş veriler veya gelecek dönemlerde gerçekleşebilecek tahmini veriler göz önüne alınsa da geçmiş dönem verilerine göre gelecek dönemlerde işletmenin göstereceği performans ve nakit akımının tahmin edilmesi yoluyla değerlendirme yapılması daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Değerleme yöntemleri her işletmeye göre değişse de genellikle "piyasa değeri yaklaşımı", "aktif temelli yaklaşım", "gelir yaklaşımı", "alternatif işletme değerlendirme yöntemleri" gibi yöntemler kullanılabilir. Çalışma konumuz BİST 100'de işlem gören perakende şirketlerin piyasa değerleri üzerine finansman kaynaklarının etkisi olması nedeniyle bu kısımda sadece piyasa değeri yaklaşımını temel alan yöntemler açıklanmıştır.

2.4.2. Piyasa Değeri Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler

Bir firmanın değeri kendisi ile aynı özelliklere sahip başka firmaların performans ve hisse değeri verilerinin karşılaştırılması ile belirlenir. Bu amaç doğrultusunda öncelikle benzer işletmeler tespit edilmeli, her birinin piyasa çarpanları hesaplanmalı, işletme verileri her bir piyasa çarpanı ile karşılaştırılmalı ve işletmenin karşılaştırılmalı değeri tespit edilmelidir. Bu karşılaştırma yapılırken seçilen işletmelerin nakit akımlarının, büyüme potansiyellerinin ve işletme risklerinin benzer olmasına dikkat edilmelidir.

Piyasa değeri yaklaşımını temel alan yöntemler, fiyat/kazanç oranı, fiyat/kazanç oranı-beklenen büyüme oranı, işletme değeri/faaliyet ve vergi öncesi kâr, piyasa değeri/defter değeri oranı, yeniden yerine koyma oranı, fiyat/satışlar oranı, piyasa değeri/satışlar oranı, kâr payı verimi yöntemi ve sektörlere özgü oranlar yöntemi şeklinde sınıflandırılabilir.¹⁴²

¹⁴¹ Vergi Usul Kanunu, Değerleme, 258. Madde <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.213.pdf> (Erisim tarihi:01.02.2018)

¹⁴² Kayakıran, a.g.e., s.81

2.4.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi

F/K oranı firmaların piyasa değerinin yıllık bazdaki net karının kaç katı olduğunu gösteren bir orandır. Hisse senedi fiyatları ile hisse başına düşen net kar oranlanarak bulunur. Elde edilen oran hisse senedinin değerinin düşük veya yüksek olduğunu göstermektedir.¹⁴³

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, bir firmanın net kârı ile hisse senetlerinin toplam değerleri arasındaki bağlantıyı belirleyen bir yöntemdir. Bu yöntemde belirlenen oran, hisse başına elde edilen net kâr ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunmasını gerektirir. Bu çarpan katsayısı, işletmenin her bir TL'lik vergi sonrası hisse başına kârına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Bu oran şu şekilde kısaca gösterilebilir:

$$\text{F/K Oranı} = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

F/K oranı, yüksek büyüme beklentisi bulunan işletmeler için yüksek, risk derecesi fazla olan işletmeler için ise düşük bulunur. F/K oranı tahmin edilirken işletme ile benzer özellikteki diğer karşılaştırılabilir işletmeler seçilir, bu gruptaki işletmeler için ortalama F/K oranı belirlenir. Elde edilen ortalama değerlendirilen işletme ile karşılaştırılarak aralarındaki farkları subjektif olarak düzeltilir.¹⁴⁴

2.4.2.2 Fiyat / Kazanç Oranı - Beklenen Büyüme Oranı Yöntemi

Bu yöntem sayesinde, düşük ya da yüksek değerlenmiş hisse senetleri tespit edilebilir. F/K oranı, beklenen büyüme oranından daha düşük bulunan işletmeler düşük değerlenmiş sayılır. İşletmelerin beklenen büyüme oranları birbirinden farklı olup bazıları sabit kalırken bazıları yavaş büyüme gösterir, bazıları da normal ya da normalin üzerinde bir büyüme oranı gerçekleştirebilir.¹⁴⁵ Bu oran hesabı şu şekilde formüle edilebilir:

¹⁴³ Berna Taner, G. Cenk Akkaya, "İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri Ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama", *Ege Academic Review*, 2003, 3, 1, 1-7, s.3.

¹⁴⁴ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, *Şirket Değerleme Yaklaşımları*, 2. Baskı, İstanbul, Nobel Yayıncılık, 2016, s. 2.

¹⁴⁵ Kayakıran, a.g.e., s.81.

Kâr paylarındaki beklenen büyüme oranı (g) = Kârı alıkoyma dağıtmama oranı x Sermaye Getirisi (ROE)

2.4.2.3. İşletme Değeri / Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr Oranı Yöntemi

İşletme değeri, öz-sermayenin piyasa değeri ile borçların piyasa değerinin toplamına eşittir. Öz-sermayenin piyasa değeri, dolaşımdaki hisselerin toplamı ile hisse başına gerçekleşen fiyatın çarpımından oluşur. Borçların piyasa değeri ise tedavüldeki borçlanma araçlarının piyasa değerinden ibarettir.

İşletmenin esas faaliyetlerinden faiz, vergi ve amortisman harici elde ettiği kâr “Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr” (FVAÖK) olarak adlandırılır. Bu kâra tek seferde elde edilen kazançlar, faiz geliri ve kur farkları dahil edilmez. FVAÖK, işletmenin gerçek faaliyetlerinden elde edilen karları göstermesi nedeniyle yatırımcı için daha doğru karar verme aracıdır. İşletme değerlemede yaygın olarak kullanılan işletme değeri (FD) / FVAÖK oranı, işletmenin kârını, büyümesini, riskini, likiditesini ve kurumsal imajını yansıttığına inanılır.¹⁴⁶ Bu açıdan bakıldığında benzer işletmelere göre FD/ FVAÖK oranı düşük olan işletmelerin yatırım yapılabilir olduğu düşünülür.

2.4.2.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi

Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı (PD/DD), işletmenin hisse senedinin olması gereken fiyatını belirlemek için kullanılan bir yöntemdir.¹⁴⁷ Piyasa değeri, işletmenin çıkarılmış sermayesini temsil eden toplam hisse senedi miktarı ile piyasa fiyatının çarpılmasıdır. Öz-sermayenin defter değeri, işletme varlıkları ile borçlarının defter değerleri arasındaki farktır.¹⁴⁸ PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin öz-sermaye defter değerine bölünmesiyle bulunur. Elde edilen veri piyasa değerinin firmanın özvarlıklarının kaç katı olduğunu göstermektedir. Bu oranı formüle edecek olursak;

PD/DD = Hisse Senedinin Piyasa Değeri/Hisse Senedinin Defter Değeri olarak gösterilebilir.¹⁴⁹

¹⁴⁶ Prasanna Chandra, *Fundamentals of Financial Management*, Sixth Edition, New Delhi, McGraw Hill Education, 2014, s.411.

¹⁴⁷ Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban. *Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim*. Altıncı Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2010, s.125

¹⁴⁸ Sipahi vd., a.g.e., s.106

¹⁴⁹ Taner ve Akkaya, a.g.e., s.3

PD/DD'nin bir'in üzerinde olması o firmanın hissedarlarını memnun ettiği anlamına gelir. Bu oranın dezavantajı; işletmelerin işleyen teşebbüs değerini ve gelecekteki nakit akışlarını yansıtmamasıdır.¹⁵⁰ PD/DD'nin düşük çıkması olumlu olup düşük ya da yüksek oluşunu belirlemek için sektörün ortalaması ile karşılaştırılmalıdır.¹⁵¹

2.4.2.5. Yeniden Yerine Koyma Oranı Yöntemi

Bu yöntem James Tobin'in değer ölçümünde kullanılan finansal ölçütlere, işletmenin piyasa değeri ile yeniden elde etme maliyetini karşılaştırarak oluşturduğu ve Tobin's Q olarak adlandırılan bir ölçüm metodudur. Bu yöntemde, işletmenin piyasa değeri ile varlıklarının yeniden yerine koyulmasında gerçekleşecek maliyeti belirler. Tobin's Q yöntemi genellikle düşük değerlenmiş işletmelerin belirlenmesi amacıyla kullanılan bir metottur.¹⁵²

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{İşletmenin Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkların Yerine Koyma Değeri}}$$

Bu metot ile ölçümde getiri sağlamayan ve varlıklarını verimli bir şekilde kullanmayan firmaların Tobin's Q oranları bir'den düşük iken varlıklarını verimli kullanabilenlerin ise bir'den büyük çıkmaktadır.¹⁵³ Bu metot, verilerin toplanmasında ortaya çıkan sorunlar nedeniyle çok fazla kullanılmamaktadır. PD/DD oranına alternatif olarak ortaya çıkartılan Tobin's Q oranında pay ve paydanın hesaplanmasının zorluğu nedeniyle pratik görülmemektedir.¹⁵⁴

2.4.2.6. Fiyat / Satışlar Oranı Yöntemi

Firmanın piyasa değerinin firmanın iş hacminin kaç katı olduğu Fiyat/Satışlar (F/S) oranı ile belirlenir. Bu oranın düşük olması olumlu olsa da diğer faktörleri de dikkate almak gerekir.¹⁵⁵

F/S oranı işletmenin her bir birim satışına piyasanın ödeme isteğinin ne olduğu gösterir. F/S oranının temel belirleyicisi kâr marjı olsa da kâr payı dağıtımı, beklenen getiri ve büyüme

¹⁵⁰ Kayakıran, a.g.e., s.85

¹⁵¹ Taner ve Akkaya, a.g.e., s.3

¹⁵² Kamal Ghosh Ray, *Mergers and Acquisitions, Strategy, Valuation and Integration*, Eastern Economy Edition, New Delhi, PHI Learning Private Limited, 2010,s.97 Aktaran: Kayakıran, a.g.e., s.85

¹⁵³ Aswath Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Third Edition, Canada: John Wiley&Sons, 2012, s.537-538.

¹⁵⁴ Aysel Gündoğdu, *Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler*, Seçkin Yayıncılık, 2017, s.496

¹⁵⁵ Taner ve Akkaya, a.g.e., s.3.

oranları da oldukça etkilidir. F/S oranı, işletmenin cari piyasa fiyatının yıllık hisse başına satış gelirine bölünmesiyle bulunur. Ayrıca, toplam piyasa değerinin yıllık satış tutarına bölünmesi de F/S oranını vermektedir. Bu oranın anlamı, büyüyen bir işletmenin güçlü ve sürekli bir şekilde satışlardaki artışı büyüme beklentisini gösterir. Ayrıca, bilanço ve gelir tablosundaki verilere göre satışlar diğer verilerden daha az manipüle edilebilir.¹⁵⁶

F/S oranı, F/K oranına göre avantajlı bir ölçüm metodudur. İşletmenin kazanç elde edemediği durumda F/K oranının belirlenmesi bir anlam ifade etmez. Ancak, F/S oranı ise firmalar zarar dahi etse hesaplanan bir orandır. Bu oranın elde edilmesi kar etmeyen işletmelerin belirlenmesi açısından da önemlidir. F/S oranı borçla finanse edilen işletmelerde, bütün satışların işletmenin hissedarlarına ait olmaması sebebi ile eksiklik göstermektedir.¹⁵⁷

2.4.2.7. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı Yöntemi

Piyasa Değeri/Satışlar Oranı (PD/S), işletmenin tüm hak sahiplerinin dikkate alınarak toplam piyasa değerinin, firma satışlarına bölünmesiyle elde edilen orandır. İşletmenin toplam değeri hesaplanırken öz-sermayenin piyasa değeriyle borçların piyasa değeri toplanır.

$$PD/S \text{ Oranı} = [(Sermayenin Piyasa Değeri + Borçların Piyasa Değeri) - Nakit] / Gelirler$$

PD/S Oranı çoğunlukla potansiyel kârlılık artışı, yeni ürün tanıtımı, isim hakkı oluşturulması durumlarında kullanılır. PD/S oranı özellikle kazançların, faiz ve vergi öncesi elde edilen kârın, maden endüstrisinde, endüstrinin düşüşte olduğu zamanlarda sıklıkla kullanılmaktadır. Bu oranın en avantajlı yanı, gelirlerin ölçümünün çok basit olması, giderlerin etkilendiği gibi farklı muhasebe uygulamalarından etkilenmemesidir. PD/S oranı F/S oranına göre daha sağlıklı ve tutarlı bir ölçümdür.¹⁵⁸

2.4.2.8. Kâr Payı Verim Oranı Yöntemi

Kâr payı verim oranı, dönem başı itibarıyla satın alınan bir hisse senedi karşılığında ödenen paradan ne kadarının yıl içinde işletmeye kâr payı olarak geri döneceğini belirler. Bu oran ile işletmelerde kâr dağıtımının hisse senetleri değeri üzerine etkisi olduğu

¹⁵⁶ Frank K. Reilly, Keith C. Brown, *Investment Analysis & Portfolio Management*, Tenth Edition, USA, South Western Cengage Learning, 2012, s. 351.

¹⁵⁷ Herbert B. Mayo, *Investments, An Introduction*, Tenth Edition, USA, South Western Cengage Learning, 2011, s. 319. Aktaran; Kayakıran, s.86-88.

¹⁵⁸ Damodaran, a.g.e., s.543.

düşünülmektedir. Bu yöntemin en zayıf durumu, bazı işletmeler için kâr payı ödeme oranlarının düzenli olmaması, işletme bünyesindeki alıkonan kârların hesaba katılmamasıdır.

159

İşletmenin elde ettiği karın yüzde kaçını ortaklarına dağıttığı belirlenen bu hesaplama özellikle halka açık işletmelerde önemlidir. Kar parı verim oranı şu şekilde hesaplanır:¹⁶⁰

$$\text{Kâr Payı Verimi Oranı} = (\text{Hisse Başı Kâr Payı} / \text{Hisse Başı Piyasa Değeri})$$

Hisse başına kar hesaplaması yapılırken şirketin imtiyazlı hisse senetlerinin olup olmadığı göz önünde bulundurulmalıdır. İşletmenin ana sözleşmesinde imtiyazlı hisse sahiplerinin öncelikli olarak kar payı alması gerektiği yazılmış olabilir. Bu nedenle hisse senedi sahiplerine verilecek kar payları ancak imtiyazlılara payları verildikten sonra kalan kardan pay alabileceklerdir.¹⁶¹

2.4.2.9. Sektörlere Özgü Oranlar Yöntemi

Bu yöntem, değerlemesi yapılan işletmenin faaliyet gösterdiği sektöre göre değişiklik göstermektedir. Sektöre özgü oranların payında genellikle borçlar ve öz-sermayenin toplamından nakit ve satılabilir menkul kıymetlerin çıkarılmasıyla elde edilen işletme değeri kullanılırken; paydasında ise işletmeye gelir ve kâr sağlayan faaliyet birimleri yerleştirilerek bulunur.¹⁶²

Sektörlere Özgü Oranlar Yönteminin adından da anlaşıldığı gibi sektöre göre faaliyet birimlerinin değişmesi yapılacak oran türünü de değiştirmektedir. Örneğin, maden sektöründe rezerv miktarı; haberleşme, internet hizmeti sağlayan firmalarda abone sayısı; enerji sektöründe elektrik üretim kapasitesi; eğitim sektöründe öğrenci sayısının işletme piyasa değerine bölünerek sektöre özgü oran belirlenebilir.¹⁶³

¹⁵⁹ Ayşen Korukoğlu ve Serdar Korukoğlu, "Üç Büyüklerin-BJK, FB ve GS Finans Piyasalarındaki Durum Değerlendirmesi", *Ege Akademik Bakış*, 2005, 5, 1-2, 47-54, s.48.

¹⁶⁰ Aydın vd, a.g.e., s.101.

¹⁶¹ Aydın vd, a.g.e., s.102.

¹⁶² Sipahi vd, a.g.e., s.111.

¹⁶³ Kayakıran, a.g.e., s.88.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİST 100'DE İŞLEM GÖREN BİM, BİZİM, KİPA, MİGROS, CARREFOURSA VE TEKNOSA PERAKENDE İŞLETMELERİNİN FİNANSMAN TERCİHLERİNİN PİYASA DEĞERLERİNE ETKİLERİ

3.1. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Bu bölümde araştırmanın problemi, araştırmanın amacı, araştırmanın önemi, araştırmanın yöntemi, araştırmanın kavramsal çerçevesi, araştırmanın kapsam ve kısıtlamaları ve araştırmada kullanılan analiz tekniklerine yer verilerek aşağıdaki temel araştırma sorularına cevap aranmıştır.

Türkiye'de perakende sektöründe faaliyet gösteren firmaların finansman tercihleri ile piyasa değeri arasında herhangi bir ilişki var mıdır?

Eğer böyle bir ilişki varsa ilişkinin yönü ve boyutu nedir?

Finansman tercihleri ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi belirlemede kontrol değişkenlerinin etkisi nedir?

3.1.1. Araştırmanın Problemi

Küresel rekabetin hızlandığı günümüz şartlarında, jeopolitik olayların da etkisiyle ticari mülk sahipleri tarafından kiralarının dövizle endeksli olmasının tercih edilmesi sebebiyle, özellikle mega store denilen büyük metrekare perakendeci mağazaların etkili finansman yönetimini gerçekleştirememeleri, yatırım harcamaları ve borçlanma tercihlerinde alınabilecek yanlış kararların firmaların piyasa değerlerine önemli derecede etkisi olabilmektedir.

3.1.2. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı, BİST 100'de işlem gören perakende sektörüne ait altı işletmenin 2011/2017 borçlanma yapısı analiz edilerek şirketlerin piyasa değerine olan etkilerinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

3.1.3. Araştırmanın Önemi

Yatırım kararlarında borçlanma tercihlerinin seçiminde, içinde bulunulan ilgili zaman ve vadeye göre alınabilecek yanlış kararların şirket piyasa değerlerine etkisi negatif yönde, doğru kararların ise pozitif yönde bir etki oluşturabileceği ve bu nedenle borçlanma tercihlerinin

dođru belirlenmesi, Őirket bűyűmesi ve verimliliđi de etkileyecektir. Bu çalıŐmada incelenen BİST’de iŐlem gűren Tűrkiye’nin önemli perakendecilik faaliyetini yűrűten iŐletmelerin borçlanma tercihlerinin Őirket piyasa deđerine etkisinin belirlenmiŐ olması önemlidir.

3.1.4. Araştırmanın Yöntemi

İncelemeye konu Őirketlerin halka açık Őirketler olması bakımından Őeffaf olan Őirket bilgileri Őirket yatırımcı iliŐkileri departmanları, kamuoyu aydınlatma platformu verileri kaynak alınarak BİST 100’de iŐlem gűren perakende sektrű Őirketlerinin 2011-2017 yılları arası analiz edilerek piyasa değerleri űzerinde etkili olup olmadığı panel veri analizi ile araŐtırılmıŐtır.

3.1.5. Araştırmanın Kavramsal erevesi

AraŐtırmada Tűrkiye’de borsanın çok uzun zaman periyottaki veriye eriŐim imkanı vermemesinden dolayı tanı testleri kapsamında durağanlık ve çoklu doğrusal bağlantı çalıŐmaları yapılarak, zaman serisi ve kesit analizini birleŐtiren panel veri analizi uygulanmıŐtır.

3.1.6. Araştırmanın Kısıtlamaları

AraŐtırmanın sınırlılıklarına, bu alıŐma BIST-100 içerisinde yer alan altı perakende firma kullanılarak yapılmıŐtır. Bu rnekleme BIST-100’űn tamamını temsil etmeyebilir. Bununla birlikte, verinin kısa bir zaman aralığı için var olması da diğer bir sınırlılıktır.

3.1.7. Veri Toplanması

AraŐtırmada, ikincil kaynaklardan geniŐ bir literatűr taraması yapılmıŐ ve ardından piyasa deđer, iŐletme bűyűklűđű, zsermayenin getirisi, varlıkların getirisi ve finansal kaldıraç oranı gibi firma deđerŐkenlerinin iŐletmenin deđerine olan etkisinin bulunması amacıyla halka açık firmaların bilanço verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile araŐtırılmıŐtır.

3.2. FİRMA BİLGİLERİ, FİNANSAL VERİLERİ VE SERMAYE YAPILARI ANALİZİ

Çalışmanın bu kısmında firmaların kısa bir tarihçesi anlatılarak, altı firmanın 2011-2017 yılları arasındaki finansal verileri kullanılmıŐtır. Analizdeki en önemli deđerŐken olan finansal

kaldıraç vasıtasıyla BIST-100'de işlem gören ve perakende sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapıları grafikler aracılığıyla değerlendirilmiştir.

Ayrıca bu çalışmada panel veri analizi yöntemiyle ampirik analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışma tarihinde Bist 100 'de işlem gören altı firma bulunmaktadır. Halka açık firmalar olması bakımından, bilgiye erişim kolaylığı, düzenli denetlemeye tabi tutulması ve şeffaf olması gibi nedenlerden dolayı Bim, Bizim, Kipa, Migros, Carrefoursa ve Teknosa firmaları seçilmiştir.

Yukarıda bahsedildiği üzere, analizde Türkiye'de faaliyet gösteren altı perakende firma kullanılacaktır. Bunlar hakkında kısaca bilgi vermek gerekirse;

3.2.1. Bim Birleşik Mağazalar A.Ş

BİM marketler zinciri 1995 yılında 21 mağaza ile faaliyete başlamış, temel gıdalar ve tüketim malzemelerini kaliteli, ucuz ve en uygun fiyata tüketici ile buluşturma ilkesine göre hareket etmeyi benimsemiş bir perakendeci müteşebbis grubudur. Bu mağaza, "yüksek indirim (hard-discount) modeli"nin Türkiye'deki ilk temsilcilerinden olup portföyünde yaklaşık 700 ürün bulunmaktadır. Perakendecilikte hızlı bir ilerleyiş gösteren firma 2017 yılı içerisinde üç yeni bölge merkeziyle birlikte 472 (+23 FİLE) yeni mağazanın açılışını yaparak yaklaşık %10'luk bir büyüme göstermiş, 2017 yılı sonunda Türkiye'deki mağaza sayısını 6.074 (+FİLE = 6.118)'e çıkarmıştır. Yurtdışına da açılan firma 2017 yılı itibariyle Fas'ta 53 yeni mağaza ile sayısını 382'ye, Mısır'da ise 50 mağaza açarak 265 mağaza sayısı ile yurtdışı faaliyetlerini de sürdürmektedir.

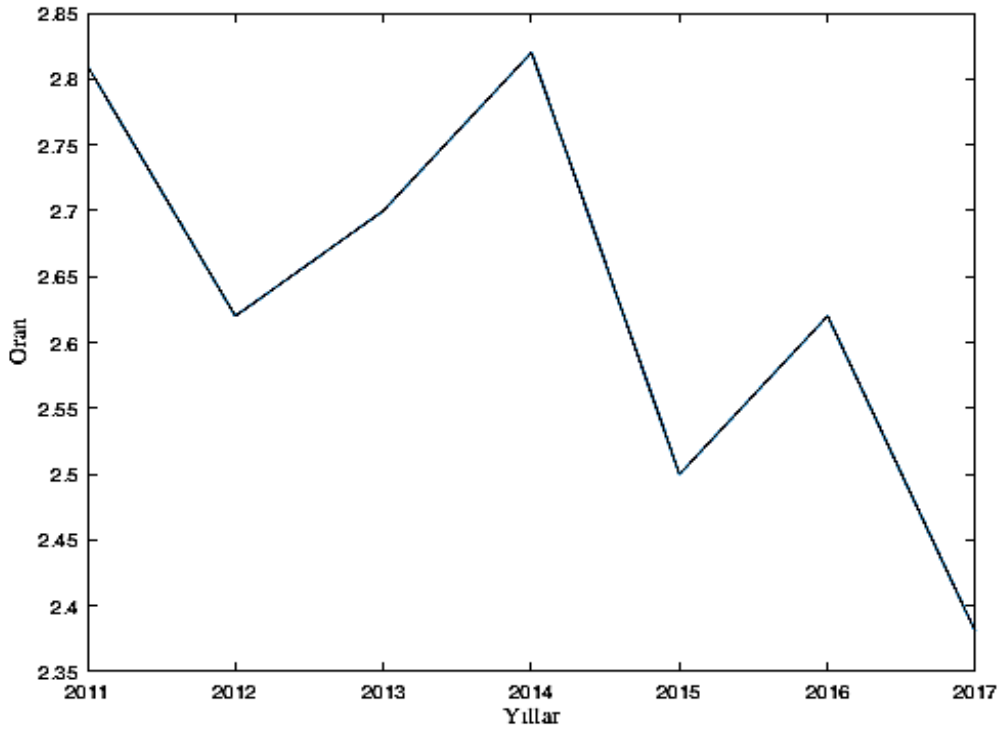
1995 yılında 21 mağazayla başlayan firma 2003 yılında net satışı 1 milyar TL'yi geçmiş, 2010 yılında 6.574.000 TL, 2011 yılında 8 milyar TL, 2016 yılında 20 Milyar TL'yi geçen cirouyla çift haneli büyüme hızını yakalayarak Türkiye gıda perakendecilik pazarında en üst sıralara yerleşmiştir.¹⁶⁴ BIM A.Ş.'nin 2011-2017 Yılları arasında dolaşımdaki hisse sayısı, hisse senedi fiyatı, piyasa değeri, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi, toplam varlıklar ve finansal kaldıraç verileri Tablo 5'te gösterilmiştir.

¹⁶⁴ Bim Birleşik Mağazalar A.Ş: <https://www.bim.com.tr/default.aspx> (Erişim tarihi: 28.05.2018)

Tablo 5. BİM A.Ş.'nin 2011-2017 Yılı Finansal Verileri

BİM	Dolaşımdaki Hisse Sayısı (Milyon TL)	Hisse Senedi Fiyatı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özsermayenin Getirisi	Varlıkların Getirisi	Toplam Varlıklar (Milyon TL)	Finansal Kaldıraç
2011	151,8	49,58	7526,244	53.54	19.25	1480	2.81
2012	151,8	47,48	7207,464	46.37	17.14	2133	2.62
2013	302	40,51	12234,02	45.58	17.10	2697	2.70
2014	302	40,08	12104,16	36.79	13.32	3238	2.82
2015	302	23,69	7154,38	41.36	15.75	4168	2.50
2016	302	23,15	6991,3	37.57	14.65	4989	2.62
2017	302	15	4530	35.52	14.37	7020	2.38

Şekil-11 BİM'in sermaye yapısını göstermektedir. 2011 yılından 2017 yılına kadar her ne kadar dalgalanma gösterse de finansal kaldıraç oranının aşağıya doğru eğimli olduğu açıkça görülmektedir. Bu durum bize, BİM firmasının inceleme döneminde borçlanmadan daha çok özsermaye kullanımına yöneldiğini göstermektedir.



Şekil 11: BİM Şirketi'nin Sermaye Yapısı(Morningstar)

3.2.2. Bizim Toptan Market

2001 yılında kurularak 2002 yılında 14 mağazasıyla faaliyetine başlayan Bizim Toptan Market, 2017 yılı itibariyle Türkiye’de 69 ilde 176 mağaza sayısı ile Türkiye’ nin “Cash & Carry (Organize Toptan Ticaret)” sektörü bakımından lideri konumundadır. Her türlü temel gıda ürünlerinin özellikle bilinen markalarının toptan satışını toptancılara, tüccarlara, bakkallara, marketlere, süper marketlere, ihtisaslaşmış perakendecilere, otellere, lokantalara ve kafelere yapmaktadır. Ayrıca, üyelik kartı alan ticari vergi mükellefleriyle birlikte bireysel müşterilerine de ürün satışı yapan firmanın ürünlerinin %95’ini markalı ürünler, %5’ini de öz markalı ürünler oluşturmaktadır.

Yıldız Holding ortaklığıyla 2011 yılı itibariyle halka arz edilen ve BİST’de işlem görmeye başlayan Bizim Toptan Market;

2011 yılı karından brüt 14.150.000 TL; 2012 yılı karından brüt 12.480.000 TL; 2013 yılı karından 12.692.000 TL; 2014 yılı karından brüt 2.070.000 TL nakit; 2015 yılı karından da brüt 3.950.000 TL temettü dağıtmıştır. Şirketin mevcut büyüme politikası çerçevesinde 2016 yılı karından kar payı dağıtılmamıştır. Buna karşın 2017 yılı içinde Bizim Toptan Yönetim Kurulu, tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere çıkarılmış sermayesini 20.000.000 TL (%50 oranında) artırma kararı vermiştir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun 21.09.2017 tarih ve 34/1133 sayılı toplantısında, Bizim Toptan’ın bedelsiz sermaye artışı ile ilgili başvurusu onaylanmıştır. 04.10.2017 tarihi itibarıyla %50 oranında bedelsiz olarak artırılan sermayeye yönelik yeni paylar, pay sahiplerinin hesaplarına aktarılmıştır.¹⁶⁵

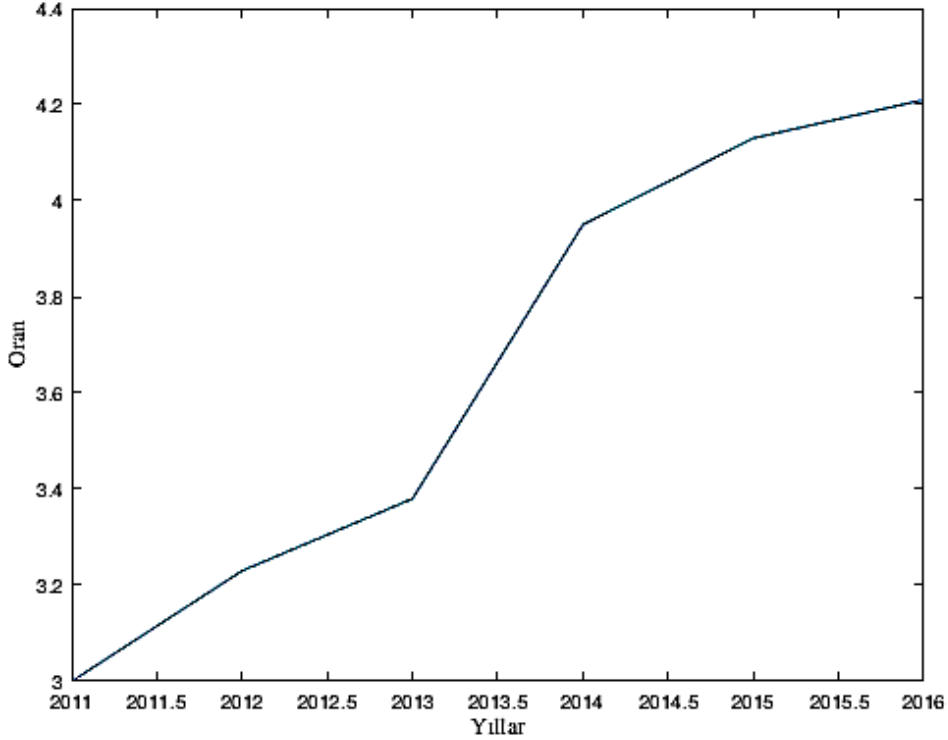
Bizim Toptan Market’in 2011-2017 Yılları arasında dolaşımdaki hisse sayısı, hisse senedi fiyatı, piyasa değeri, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi, toplam varlıklar ve finansal kaldıraç verileri Tablo 6’da gösterilmiştir.

¹⁶⁵ Bizim Toptan Market: <https://kurumsal.bizimtoptan.com.tr/sirket-tarihi-ve-is-tanimi> (Erişim tarihi: 28.05.2018)

Tablo 6. Bizim Toptan Market'in 2011-2017 Yılı Finansal Verileri

BİZİM	Dolaşımdaki Hisse Sayısı (Milyon TL)	Hisse Senedi Fiyatı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özsermayenin Getirisi	Varlıkların Getirisi	Toplam Varlıklar (Milyon TL)	Finansal Kaldıraç
2011	77	14,05	1081,85	32.92	10.35	298	3.00
2012	72	16,73	1204,56	23.70	7.59	390	3.23
2013	60	15,04	902,4	30.97	9.37	460	3.38
2014	60	12,58	754,8	8.04	2.20	531	3.95
2015	60	8,69	521,4	10.24	2.53	605	4.13
2016	60	6,94	416,4	0.97	0.23	579	4.21
2017	60	6,9	414				

BİM'in aksine BİZİM'in, 2011-2017 yılları arasında finansal kaldıraç oranının arttığı görülmektedir. Oran %3 düzeyinden %4,2 seviyelerine kadar artmıştır. Genel olarak literatürde borçlanma yoluyla sermaye ihtiyacının karşılanması riskli olarak değerlendirildiği için Bizim'in bu politikası da borç oranı sermayeye kıyasla arttığı için riskli olarak değerlendirilebilir. Şekil-12 Bizim in sermaye yapısını göstermektedir.



Şekil 12: BİZİM Şirketi'nin Sermaye Yapısı (Morningstar)

3.2.3. Kitle Pazarlama A.Ş. (Kipa)

100 işadaminın 1992 yılında bir araya gelmesi ile İzmir’de kurulan Kipa, 2017 yılı itibariyle 20 şehirde faaliyetini yürüten bir hipermarket zinciridir. 2003 yılında İngiltere merkezli Tesco tarafından ana hisseleri satın alınan firma, “Tesco Uluslararası Dağıtım Ofisi” ile Türk ürünlerini Tesco faaliyet alanı içerisindeki ülkelere ihraç etmeye başlamıştır. Hipermarket, süpermarket ve ekspres market hizmetlerinde faaliyet gösteren Kipa, 2011 yılında “Ardaş”ın Trakya’da bulunan 19 mağazasını almış, 2013 yılında “Türkiye'nin Tadı” isimli projesiyle İngiltere’deki 235 mağazasında Türk ürünlerini ve markalarının satışını gerçekleştirmeye başlamıştır. 2013 yılında “Kipa Kapımda” adlı online satış sitesiyle müşterilerine online alışveriş kolaylığı tanımıştır. 2017 yılında Kipa hisselerinin %95,5’i “Tesco Overseas Investments Limited”den “Migros Ticaret A.Ş.” devralmıştır. 17.10.2017 tarihinden sonra ise “TESCO KİPA KİTLE PAZARLAMA TİCARET LOJİSTİK VE GIDA SANAYİ A.Ş.”nin yeni unvanı “KİPA TİCARET A.Ş. olarak kayıtlara girmiştir.¹⁶⁶

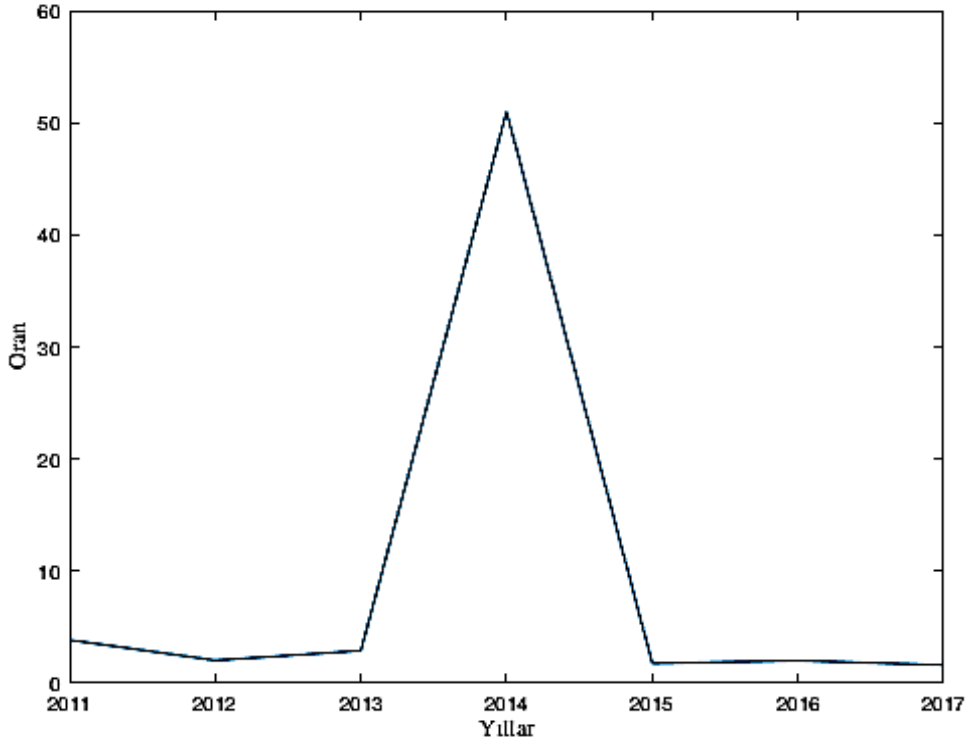
KİPA’nın 2011-2017 Yılları arasında dolaşımdaki hisse sayısı, hisse senedi fiyatı, piyasa değeri, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi, toplam varlıklar ve finansal kaldıraç verileri Tablo 7’de gösterilmiştir.

Tablo 7. KİPA’nın 2011-2017 Yılı Finansal Verileri

KİPA	Dolaşımdaki Hisse Sayısı (Milyon TL)	Hisse Senedi Fiyatı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özsermayenin Getirisi	Varlıkların Getirisi	Toplam Varlıklar (Milyon TL)	Finansal Kaldıraç
2011		2,14		-2.84	-0.78		3.86
2012		2,15		1.23	0.47		2.04
2013	53	2,12	112,36	-35.20	-14.66	1994	2.91
2014	53	1,2	63,6	-175.10	-33.32	1788	50.98
2015	11	1,43	15,73	-128.28	-34.66	1526	1.77
2016	13	2,17	28,21	-28.59	-15.22	1312	2.02
2017	133	1,56	207,48	-21.88	-12.48	2124	1.62

¹⁶⁶ Kitle Pazarlama A.Ş. (Kipa): <http://www.kipakurumsal.com/kurumsal/tarihce.html> (Erişim Tarihi: 28.05.2018)

Diğer bir firma olan Kipa ise, analiz döneminde 2014 yılında finansal kaldıraç oranında meydana gelen büyük sıçrama dışında istikrarlı bir seyir izlemiş ve borç/özsermaye ilişkisini korumuştur. Şekil-13 Kipa'nın sermaye yapısını göstermektedir.



Şekil 13: Kipa Şirketi'nin Sermaye Yapısı(Morningstar)

3.2.4. Migros

İstanbul Belediyesi 1954 yılında aldığı bir kararla Türkiye'de İsviçre Migros'a benzeyen gıda ve ihtiyaç malzemelerini halka en uygun fiyatla satışının yapılmasını arzu ederek belediyenin kontrolünde Migros seyyar satış kamyonlarıyla halkın ihtiyaçları ayaklarına kadar götürülmüştür. 1975 yılında Koç Grubu, Migros'un çoğunluk hissesini almış, 1990 yılı sonu itibarıyla de büyük mağazacılık faaliyetlerine başlayarak MM ve MMM Migroslarla hafta sonlarında 22:00'ye kadar hizmet veren market anlayışını kazandırmıştır. 1991 yılında halka açılan şirket, 1995 yılında Türkiye'nin ilk indirim marketi olan "Şok"u halkın hizmetine sunmuştur. 1996 yılında ilk yurtdışı mağazasını Bakü'de daha sonra da Moskova ve Kazakistan'da toplam 12 Ramstore'u açarak 1997 yılında "Migros Alışveriş Merkezi" kavramını müşterileriyle tanıştıran şirket aynı yıl "Migros Sanal Market" ile on line alışveriş imkanı da sağlamaya başlamıştır. 1999 sonunda 325 mağazası bulunan Migros A.Ş.'nin 2000 yılındaki mağaza sayısı 450 olmuştur. 2000 yılında "Bakkalım" uygulamasıyla 700'e yakın noktada Bakkalım açan Migros, 2005 yılında Tansaş'ı satın alarak perakendecilik sektöründeki liderliğini perçinleyerek yurtiçi ve yurt dışı iştirakçilerinin desteğiyle toplam 566

mağaza, Tansaş ile birlikte de 722 mağaza sayısına ulaşmıştır. 2008 yılında hisselerini “Moonlight Perakendecilik ve Ticaret A.Ş.’ye devreden Migros Ticaret A.Ş. 2010 yılında hisselerinin %40.25’ini, “Anadolu Endüstri Holding”e devrettikten sonra 2017 tarihinde Kipa hisselerinin %95,5’ini satın almış, 48’er adet hipermarket ve süpermarket, 72 Express mağaza, Tesco Kipa’dan devraldığı 26 AVM’yi 30’a yükseltmiştir. ¹⁶⁷

MİGROS Ticaret AŞ’nin 2011-2017 Yılları arasında dolaşımdaki hisse sayısı, hisse senedi fiyatı, piyasa değeri, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi, toplam varlıklar ve finansal kaldıraç verileri Tablo 8’de gösterilmiştir.

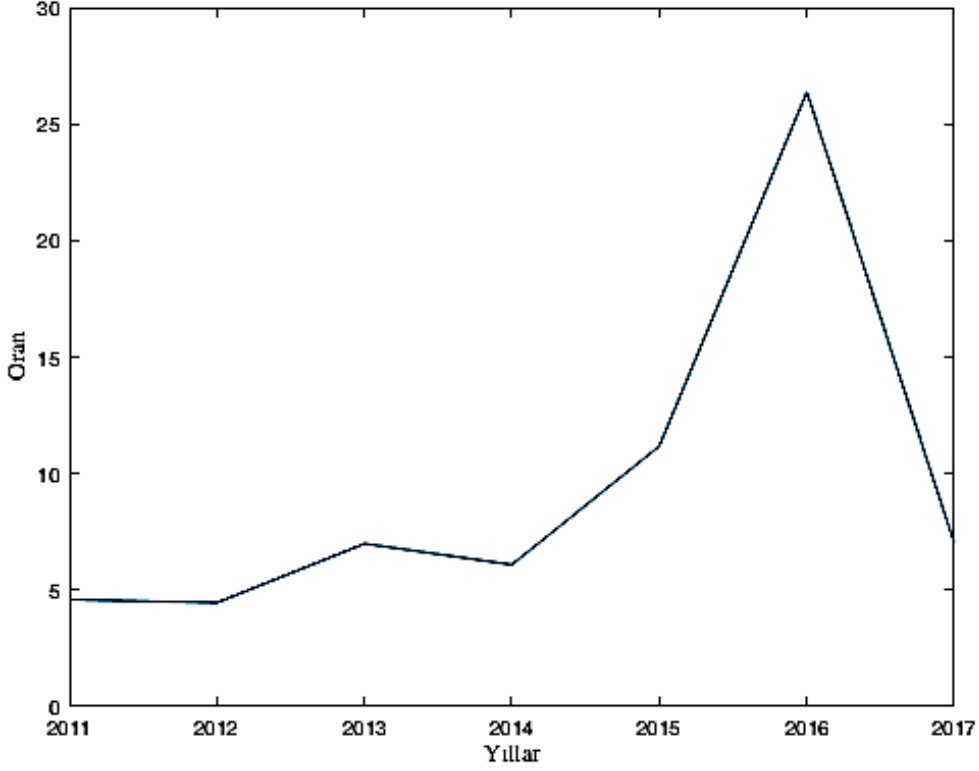
Tablo 8. MİGROS Ticaret AŞ’nin 2011-2017 Yılı Finansal Verileri

MİGROS	Dolaşımdaki Hisse Sayısı (Milyon TL)	Hisse Senedi Fiyatı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özsermayenin Getirisi	Varlıkların Getirisi	Toplam Varlıklar (Milyon TL)	Finansal Kaldıraç
2011		32,1		-12.84	-2.96	5480	4.59
2012	178,03	12,6	2243,17	7.17	1.59	5628	4.46
2013	178,03	21,5	3827,64	-44.30	-8.11	5797	6.99
2014	178,03	16	2848,48	11.27	1.73	5593	6.09
2015	178,03	22,75	4050,182	-51.67	-6.53	5761	11.18
2016	178,03	17,45	3106,623	-77.54	-4.84	6337	26.36
2017	178,03	17,58	3129,767	59.94	6.16	10303	7.01

Migros 2016 yılında finansal kaldıraç oranı en yüksek noktaya ulaşsa da bu 2017 yılında ani bir düşüş göstermiş ve neredeyse 2013 seviyesine geri dönmüştür. Kısaca, inceleme döneminde Migros’un sermaye yapısı ciddi bir değişiklik göstermemiştir ancak halihazırda diğer firmalara oranla 2016 yılında finansal kaldıraç oranı en yüksek noktaya ulaşsa da bu 2017 yılında ani bir düşüş göstermiş ve neredeyse 2013 seviyesine geri dönmüştür. Kısaca, inceleme döneminde Migros’un sermaye yapısı ciddi bir değişim göstermemiştir. Ancak, diğer firmalara kıyasla daha fazla borçlanma

¹⁶⁷MİGROS Ticaret A.Ş. <https://www.migroskurumsal.com/Icerik.aspx?IcerikID=43> (Erişim tarihi: 28.05.2018)

yoluyla sermaye edindiği de görünmektedir. Şekil-14 Migros'un sermaye yapısını göstermektedir.



Şekil 14: Migros Şirketi'nin Sermaye Yapısı(Morningstar)

3.2.5. Carrefoursa

Bugün 30 ülkede, yaklaşık 12.300 marketi ve 350 bin çalışanı bulunan, Avrupa'nın lideri, dünyanın en büyük ikinci perakende zinciri Grubu ilk Carrefour ilk market faaliyetine 1963 yılında Fransa'da başlamış, Türkiye'de ise ilk kez 1993 yılında İstanbul'da tüketiciyle buluşarak Hiper market anlayışını kazandırmıştır. 1996'da Sabancı Holding ortaklığıyla adı CarrefourSA olarak değişmiş, 2005'de Gima ve Endi marketlerinin satın alınmasıyla marketçilik ağını yaygınlaştırarak Anadolu'da da varlık göstermeye başlamıştır. 2013 yılında Şirketin yönetim kadrosu Sabancı Holding'e geçmesinin ardından 165 milyon TL'lik yatırım gerçekleştirilmiştir. CarrefourSA'nın Hiper, Süper, Gurme, Mini ve E-Ticaret şeklinde gruplandırılacak market konseptleri bulunmaktadır. 2015 yılında "İsmar" ve "1e1" marketlerinin toplam 55 mağazasını ve "Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret

A.Ş.'nin %85'lik hissesini satın alarak tüm projelerini kendi kaynaklarıyla değerlendirerek yatırımlarını sürdürmektedir.¹⁶⁸

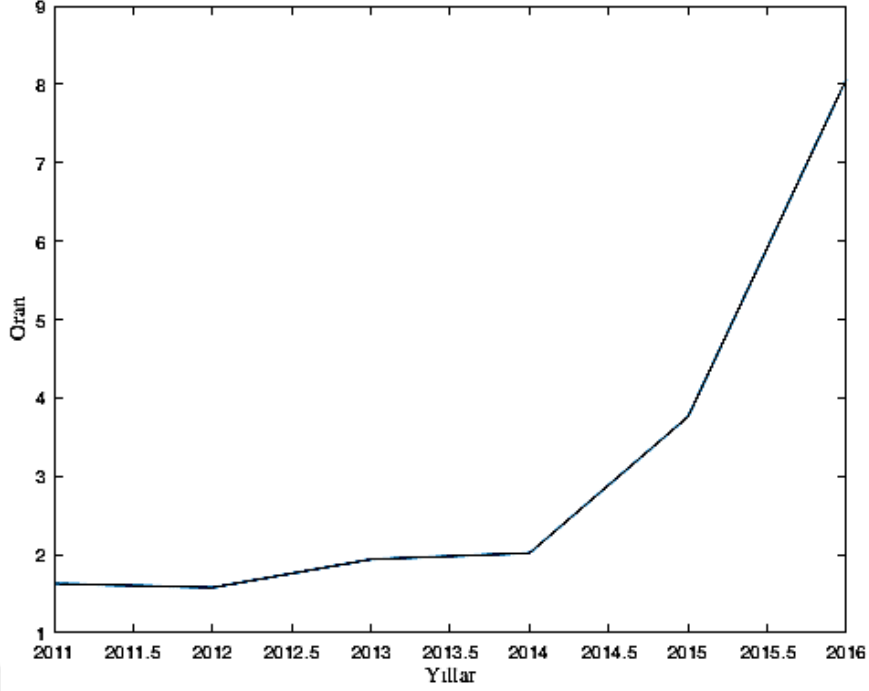
Carrefour SA'nın 2011-2017 Yılları arasında dolaşımdaki hisse sayısı, hisse senedi fiyatı, piyasa değeri, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi, toplam varlıklar ve finansal kaldıraç verileri Tablo 9'da gösterilmiştir.

Tablo 9. Carrefour SA'nın 2011-2017 Yılı Finansal Verileri

CRFSA	Dolaşımdaki Hisse Sayısı (Milyon TL)	Hisse Senedi Fiyatı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özsermayenin Getirisi	Varlıkların Getirisi	Toplam Varlıklar (Milyon TL)	Finansal Kaldıraç
2011	113	4,11	464,43	-0.57	-0.36	1575	1.63
2012	113	2,44	275,72	-11.38	-6.53	1517	1.58
2013	697,43	2,91	2029,52	11.72	5.91	1567	1.94
2014	697,43	2,42	1687,78	-3.70	-1.30	1835	2.02
2015	700	3,41	2387	-73.23	-14.29	3026	3.76
2016	700	7,37	5159	-138.03	-9.76	3023	8.07
2017	700	7,37	5159			3245	47.31

Carrefoursa, Teknosa'ya benzer bir şekilde ama daha yavaş bir hızla borçlanma yoluyla sermaye artırımına gitmiştir. Bu durum finansal kaldıraç oranının 2011 yılında %1,5 seviyelerinden 2016 yılında %8'ere gelmesinden anlaşılabilir. Bu yüksek oran kur ve faiz gibi bazı risklere açık olduğu için sürdürülebilirlik anlamında sorunlara yol açabilir. Şekil-15 Carrefoursa'nın sermaye yapısını göstermektedir.

¹⁶⁸ CarrefourSA: <https://www.carrefoursa.com/kurumsal/hakkimizda/> (Erişim tarihi: 28.05.2018)



Şekil 15: CarrefourSA Şirketi'nin Sermaye Yapısı (Morningstar)

3.2.6. Teknosa

2000 yılında "Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş." tarafından kurulan "TeknoSA İç ve Dış Ticaret A.Ş." teknoloji ürünleri ve çözümlerinin tüketicilerle buluşturulduğu teknoloji alanında perakendecilik faaliyeti yürüten bir markettir. 2012 yılında halka arz edilen şirket BİST'te işlem görmeye başlamıştır. Kendi özel markasıyla da akıllı ürün teknoloji perakendeciliğini başlatan TeknoSA 2015 yılı itibariyle TeknoSA Preo P1 model akıllı telefon ve Pwatch akıllı saat teknolojisini müşterileriyle buluşturmuştur. "The Walt Disney Company" ile işbirliğine girerek, "Disney Collection" ürünleri bazı TeknoSA mağazalarının raflarında yerini almıştır.¹⁶⁹

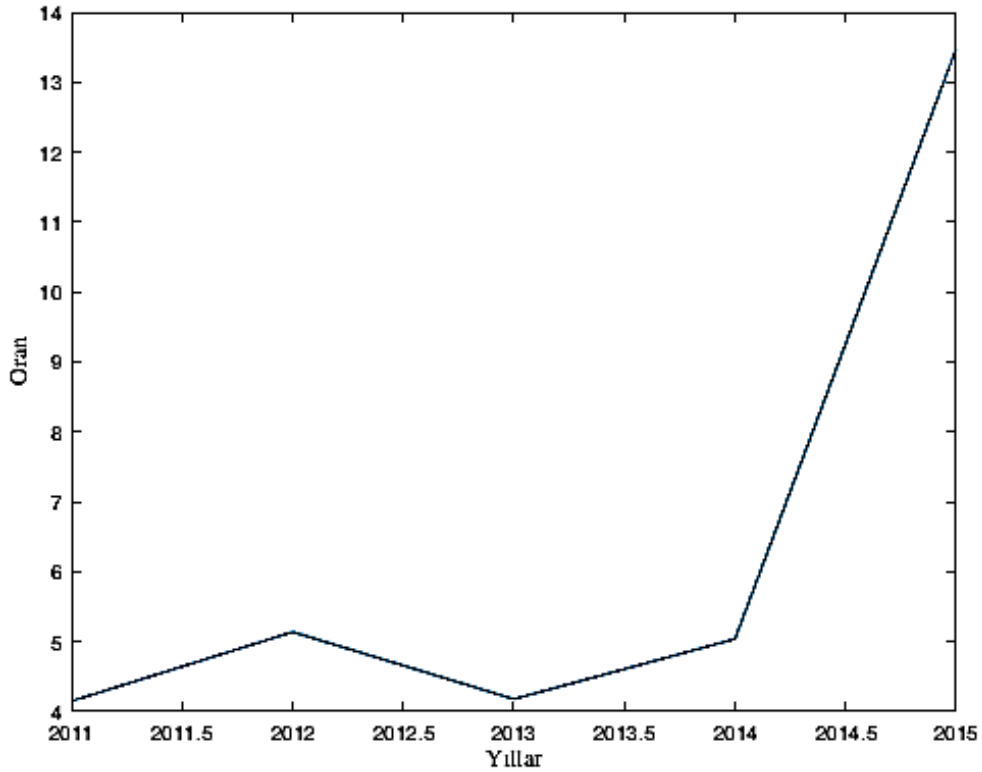
TeknoSA'nın 2011-2017 Yılları arasında dolaşımdaki hisse sayısı, hisse senedi fiyatı, piyasa değeri, özsermayenin getirisi, varlıkların getirisi, toplam varlıklar ve finansal kaldıraç verileri Tablo 10'da gösterilmiştir.

¹⁶⁹ TeknoSA: <https://www.teknosa.com/KurumsalSayfalar/Turkce/GenelBilgi.aspx> (Erişim tarihi: 28.05.2018)

Tablo 10. TeknoSA'nın 2011-2017 Yılı Finansal Verileri

Teknosa	Dolaşımdaki Hisse Sayısı (Milyon TL)	Hisse Senedi Fiyatı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özsermayenin Getirisi	Varlıkların Getirisi	Toplam Varlıklar (Milyon TL)	Finansal Kaldıraç
2011				41.62	10.11	604	4.15
2012		7,58		29.50	6.25	1010	5.14
2013	110	7,54	829,4	25.26	5.49	1056	4.18
2014	110	12,75	1402,5	-9.06	-1.99	990	5.04
2015	110	9,48	1042,8	-71.40	-9.55	1031	13.48
2016	110	6,41	705,1		-17.85	768	
2017	110	3,37	370,7		2.62	705	

Teknosa, 2011-2017 döneminde finansal kaldıraç oranı en fazla artan şirket olarak görülmektedir. Bu durum Teknosa'nın giderek daha fazla borçlanma yoluyla sermaye ihtiyacını karşıladığını ve bunun da giderek daha riskli bir hal aldığını göstermektedir. 2011 yılında %4 seviyelerinde olan finansal kaldıraç oranı 2017 yılına doğru %13 seviyelerine gelmiştir. Şekil-16 Teknosa'nın sermaye yapısını göstermektedir.



Şekil 16: Teknosa Şirketi'nin Sermaye Yapısı (Morningstar)

Verilerin analizine geçilmeden önce veri toplandığı kaynak hakkında kısaca bilgi vermenin faydalı olduğu değerlendirilmiştir. Buna göre, veriler Morningstar veri tabanından elde edilmiştir. Morningstar Inc., Kuzey Amerika, Avrupa, Avustralya ve Asya'da bağımsız bir yatırım araştırması sağlayıcısıdır. Şirket, sermaye piyasalarında bireysel yatırımcılar, finansal danışmanlar, varlık yöneticileri, emeklilik planı sağlayıcıları, sponsorları ve kurumsal yatırımcılar için geniş bir ürün ve hizmet yelpazesi sunmaktadır. Morningstar, yönetilen yatırım ürünleri, halka açık şirketler, özel sermaye piyasaları ve gerçek zamanlı global piyasa verileri dahil olmak üzere çok çeşitli yatırım teklifleri hakkında veri ve araştırma bilgileri sağlar. Morningstar aynı zamanda yatırım danışmanlığı şirketleri aracılığıyla yatırım yönetimi hizmetleri sunmakta olup, 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla 200 milyar \$'dan fazla bir büyüklüğü yönetmiş veya tavsiye vermiştir. Şirket, 27 ülkede faaliyet göstermektedir¹⁷⁰.

3.3. VERİ ANALİZİ

Çalışmada kullanılacak analiz yöntemi olan panel veri analizi, temel olarak, zaman serisi ve kesit analizini birleştiren bir analizdir. Çalışmada panel veri metodunun kullanılmasının temel sebebi veri azlığından ileri gelmektedir. Zaman serisi analizi yapabilmek için en az otuz yakın veriye sahip olmak gerekmektedir. Türkiye'de şirketlerin borsada işlem görmeye son on yılda yeni yeni başladıkları için zaman serileri analizi yapmak mümkün değildir. Benzer şekilde yatay kesit analizi de sektörde bulunan ve borsada işlem gören firma sayısı çok fazla olmadığı için yapılamamaktadır. Panel veri analizi zaman serisi ve yatay kesiti birleştiren ve böylelikle veri azlığına bir noktaya kadar çözüm sunan bir analiz tekniğidir.

Matematiksel olarak, panel veri analizindeki herhangi bir değişken, örneğin x şu şekilde ifade edilebilir:

$$x_{it}, i=1, 2, 3, \dots, N, t=1, 2, 3, \dots, T$$

Burada i firmaları (veya analize göre ülke, varlık, kişileri) ve t zamanı temsil etmektedir. Buna göre, x_{it} diğer analiz yöntemlerinden farklı olarak hem firmayı hem de zamanı içermektedir.

¹⁷⁰ Morningstar: <http://corporate.morningstar.com/us/asp/subject.aspx?xmlfile=177.xml> (Erişim tarihi:02.04.2018).

Panel veri analizinde, firmalar, ülkeler ve hanehalkı gibi birimlerden oluşan yatay kesit gözlemlerinin, zaman boyutu ile de ifade edilmesi olarak da yorumlanabilmektedir.¹⁷¹ Çalışmada kullanılacak firmaların geçmişe dönük zaman serisi analizini kullanmaya yetecek sayıda verisi olmadığı için panel veri analizinin kullanımının daha uygun olduğu değerlendirilmiştir. Çalışmada kullanılan regresyon modeli aşağıda verilmiştir:

$$MV_t = a_0 + a_1 \cdot \text{finlev}_t + a_2 \cdot \text{büyükük}_t + a_3 \cdot \text{roe}_t + a_4 \cdot \text{roa}_t + e_t$$

Buna göre, MV_t firmanın t zamanında piyasa değerini, finlev_t t zamanında finansal kaldıraç oranını, firmanın t zamanındaki büyüklüğünü, roe_t ve roa_t ise sırasıyla t zamanındaki özsermayenin ve varlıkların getirisini belirtmektedir. a_0 sabit katsayıyı, a_1, a_2, a_3, a_4 ise tahmin edilen katsayıları göstermektedir. Son olarak, e_t ise hata terimini temsil etmektedir.

Bir firmanın piyasa değeri, bu firmanın tedavüldeki hisse senedi sayısı ile hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının çarpımından elde edilir. Serbest piyasada işlem görmesi sebebiyle Borsa İstanbul kapanış fiyatları alınarak güncel veriler kullanıldığı için şirketin değeri konusunda, kayıtlı değerden (defter değeri) daha güvenilir bir gösterge olarak görülmektedir.

Finansal kaldıraç, bir şirketin borç ve özkaynak kullanım oranını göstermektedir. Bir şirket ne kadar çok finansman ihtiyacını borçlanma yoluyla karşılırsa, finansal kaldıraç oranı o derece yüksek olur. Bu çerçevede, yüksek finansal kaldıraç oranı, şirketin hisse başına düşen kâr paylarını olumsuz yönde etkileyen yüksek faizli ödemeler anlamına gelir.

RoA, bir şirketin en önemli karlılık göstergelerindedir. Bu oran, bir şirketin varlıklarını kullanarak ne oranda gelir elde ettiğini gösterir. RoA çeşitli şekillerde formüle edilebilir, en basit biçimde net gelirin toplam aktiflere bölünmesiyle elde edilir. Bu oran ne kadar yüksek olursa, şirketin varlıklarından gelir elde etme kapasitesi o kadar fazladır denilebilir.

RoE, hissedarların özkaynakları üzerinden aldıkları getiri ile ilgilidir. Hissedarlar, en yüksek getirileri garanti altına almak için hangi şirkete yatırım yapacağına karar vermeden önce çeşitli şirketlerin RoE oranlarını inceler. Bu oran, net gelirin hissedarın öz sermayesine bölünmesiyle hesaplanır. Son bağımsız değişken olan firmanın büyüklüğü, firmanın toplam varlıklarının logaritması alınarak hesaplanmıştır.

¹⁷¹ Body H. Baltagi & Dong. Li, "Double Length Artificial Regressions For Testing Spatial Dependence". *Econometric Reviews*, 2001, 20(1), 31-40, s.1.

3.4. BULGULAR

Tablo 11’de analizde kullanılacak verilerin tanımlayıcı istatistikleri verilmiştir. Piyasa değeri ve büyüklük değişkenleri bu analize logaritması alınarak konulmuştur. Buna göre, en çok volatilité gösteren değişken özsermayenin getirisi değişkeni, en az volatilité gösteren ise finansal kaldıraç oranıdır. Bütün bu verilerin detaylarına ekte ulaşılabilir.

Tablo 11.Tanımlayıcı İstatistik

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Piyasa Değeri	3,0787	0,7041	1,1967	4,0876
Büyükük	3,2620	0,3981	2,4742	4,0130
RoE	-0,0775	0,5469	-1,7510	0,5994
RoA	-0,0028	0,1254	-0,3466	0,1925
Finansal Kaldıraç	0,0694	0,1086	0,0158	0,5098

Panel Veri uygulamasına geçmeden önce tanı testleri kapsamında durağanlık ve çoklu doğrusal bağlantı çalışmaları yapılmıştır.

Durağanlık Analizi: Bir değişkenin zamanla arttığını veya azaldığını gözlemlemek çok yaygındır. Zaman içinde kaydedilen bu artış veya azalma, durağan olmayan duruma bir örnektir. Durağanlığın varlığı durumunda, sapmalı standart hatalar ortaya çıkar ve bu da gerçekte var olmayan önemli bir ilişkinin varlığının istatistiksel olarak saptanmasına neden olur. Bu nedenle, durağanlık analizinin sonuçlarına göre, durağan olmayan bir durum söz konusu ise bunun giderilerek, analize devam edilmesi gerekmektedir. Durağan olmayan veri en basit şekilde farkı alınarak durağan hale getirilir.

Choi (2001)¹⁷² panel veri setinin sonlu olması durumunda, Inverse chi-square metodunun dikkate alınmasını önermektedir. Bu çerçevede aşağıda yalnızca inverse chi-square metodunun sonuçlarına yer verilecektir.

¹⁷² In Choi, “Unit Root Tests For Panel Data”. *Journal of International Money and Finance*, 2001, 20(2), 249-272.

Tablo 12'deki durağanlık analizi sonuçlarına bakıldığında, piyasa değeri değişkeni haricindeki bütün değişkenlerin durağan olmağı görülmektedir. Birinci dereceden farkları alınan bu değişkenler durağan hale getirilmiştir.

Tablo 12. Durağanlık Analizi

Değişkenler	P-değeri	P-değeri (Farkı alındıktan sonra)
RoE	0.6217	0.0004
RoA	0.1645	0.0001
Finansal Kaldıraç	0.7609	0.0055
Büyükük	0.1336	0.0996
Piyasa Değeri	0.0000	-

Çoklu Doğrusal Bağlantı Analizi: Bağımsız değişkenlerin hem bağımlı değişken hem de bağımsız değişkenlerin kendileri arasında etkilerinin olduğu durumlarda ortaya çıkar. Eğer bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı varlığı söz konusuysa;

- Bağımsız değişken modelden çıkarıldığında ölçülen katsayılarında büyük değişiklik meydana gelir.
- Regresyon katsayısı işaretleri teoriye göre farklı bir sonuç verebilir.
- Bu durum ölçülen katsayının etkililiğini etkilediği için, regresyon katsayısının standart hatası büyük ve regresyon katsayılarının istatistiksel olarak anlamsızlaştırabilir.

Genel bir kural olarak bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun %80 ve üstünde çıkması durumu çoklu doğrusal bağlantının varlığına işaretler. Çoklu doğrusal bağlantının varlığında ise, yüksek korelasyon gösteren değişkenler aynı anda modele konulamazlar. Tablo 13'de verilen korelasyon matrisi özsermayenin getirisi ile varlıkların getirisi arasında yüksek korelasyon (%89) olduğunu göstermektedir. Bu durumda, bu iki değişken aynı anda modelde yer almayacaktır.

Tablo 13.Korelasyon Matrisi

	Piy. Değ.	Büyükük	RoE	RoA	Fin. Kaldıraç
Piy. Değ	1,0000				
Büyükük	0.4229	1,0000			
RoE	0.4857	-0.0667	1,0000		
RoA	0.7563	0.0089	0.8934	1,0000	
Fin. Kaldıraç	-0.1752	0.1369	-0.6242	-0.4645	1,0000

Analiz sonuçlarına bakıldığında, birinci sütunda firmaların büyüklüğü ile piyasa değeri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlılık saptanmıştır. Bununla birlikte, finansal kaldıraç oranı ile piyasa değeri arasında yine pozitif ve %10 düzeyinde anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Bu ampirik sonucu yorumlamak gerekirse, finansal kaldıraç oranı bir birim arttığında piyasa değerinin 0.76 artacağı ileri sürülebilir.

Tablo 14'ün ikinci sütununa bakıldığında ise, burada varlıkların getirisi değişkeninin analizden çıkarıldığını ancak özsermayenin getirisinin analize dahil edildiğini görmekteyiz. Bu durumda, finansal kaldıraç oranı ile piyasa değeri arasındaki istatistiksel anlamlılık kaybolmuş ancak firma büyüklüğü ile piyasa değeri arasındaki anlamlılık korunmuştur.

Elde edilen sonuçlar, borçlanma yoluyla yapılan finansmanın piyasa değeri üzerinde olumlu bir etki yaptığını göstermektedir. Her ne kadar elde edilen sonuç piyasa değeri ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişkinin varlığına işaret etse de bu sonuca ihtiyatlı yaklaşılmalı ve firmaların borçluluk düzeyi dikkate alınmalıdır. Yani, düşük borçluluk düzeyinde bu ilişkin pozitif bir görünüm arz ederken, çok yüksek borçluluk düzeyinde bu durum tersine dönebilir.

Tablo 14. Analiz Sonuçları

Değişkenler	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri
d_log_büyükük	1.805636** (.6682576)	1.846267** (.660403)
d_RoA	.3970853 (.668595)	
D_RoE		-.1264072 (.1283256)
d_fin. kald.	.7665769* (.368507)	.3828235 (.4548932)
Sabit	3.024419 (.0590047)	3.011673 (.0590255)
Belirlilik Katsayısı	0.28	0.28

Not: Piyasa değeri bağımlı değişkeni, büyüklük, varlıkların getirisi, finansal kaldıraç ise bağımsız değişkendir. 'd' işareti birinci dereceden farkı ve 'log' ibaresi ise logaritmayı temsil etmektedir. Parantez içinde değerler standart hatalardır. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

TARTIŞMA VE SONUÇ

Sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişki, literatürde uzun zamandır gündemde olan ve araştırılan bir konudur. Sermaye yapısı değişkenlerinin firma değeri üzerindeki etkisi konusundaki tartışmalar şirket finansmanı alanında devam etmektedir. Halen daha bu iki değişkenin birbirini nasıl etkilediğine ilişkin ampirik olarak bir fikir birliğine varılamamış ve dolayısıyla bu alandaki tartışmalar devam etmektedir. Dengeleme Kuramı (Trade-off), finansman hiyerarşisi (Pecking Order) ve piyasa zamanlaması gibi pek çok sermaye yapısı teorisi, literatürde ampirik olarak araştırılmış ve test edilmiş, ancak karışık sonuçlar vermiştir. Ayrıca, sermaye yapısı ile firma değeri üzerindeki etkisinin hem akademisyenler hem de politika yapıcılar için büyük önem taşıdığı da bir gerçektir. Çünkü, ilişkinin yönüne göre şirketler nasıl bir sermaye yapısına sahip olunması gerektiğine karar vermektedirler. Bu nedenle bu çalışmada, Türkiye’de perakende alanındaki sektörlere odaklanarak sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması amaçlanmıştır.

Bununla birlikte, sermaye yapısı ile piyasa değeri arasındaki ilişki bir çok farklı çalışma ile de incelenmiştir. Örneğin, Messbacher (2004)¹⁷³e göre sermaye yapısının, firmaların cari oranını, işletme kaldıraçını, hisse başına kazançlarını ve bir şirketin temettü ödeme oranını veya sermayesini etkilediğinden piyasa değerine bir etkisi vardır.

Eltayeb (2011)¹⁷⁴ piyasa değeri ve Tobin’s Q’nun finansal kaldıraç üzerine etkisini araştırmıştır. Tokyo Stock Exchange verileri kullanılarak 1977-2010 arası dönem için yapılan analizde piyasa değeri ile finansal kaldıraç arasında ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Barclay, Smith ve Watts (1995)¹⁷⁵ 30 yıllık zaman diliminde 6,700 şirketi inceleyerek finansal kaldıraç ile piyasa/defter değeri arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Piyasa/defter değeri şirketin piyasa değerine ilişkin bir gösterge olarak kullanılabilir. Bu çalışmayı

¹⁷³ Messbacher, Ulrike, “Does capital structure influence firm’s value?” University of Ulster, 2004.

¹⁷⁴ Eltayeb, Ammar, “Do market valuation effects of market-to-book ratio and Q estimators systematically affect the financial leverage of Japanese Firms”. International Research Journal of Finance and Economics, 2011, 78, 193-209.

¹⁷⁵ Barclay, Michael, Smith, Clifford, & Watts, Ross, The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of applied corporate finance*, 1995, 7(4), 4-19.

genişleten Rajan ve Zingales (1995)¹⁷⁶, 7 farklı ülkede, finansal kaldıraç ile piyasa/defter değeri arasında yine negatif ve anlamlı ilişkinin varlığını tespit etmiştir.

Bu çalışmanın ampirik kısmında, piyasa değeri ile finansman tercihi arasında bir ilişki olup olmadığı değerlendirilmiştir. Buna göre, Bim, Bizim, Kipa, Migros, Carrefoursa ve Teknosa özelinde bu durum panel veri metodu ile test edilmiştir. Buna göre, firmaların finansman tercihi finansal kaldıraç oranı aracılığıyla temsil edilmiştir. Diğer bağımsız değişkenler ise firma büyüklüğü, özsermayenin ve varlıkların getirisidir.

Ampirik bulgular, piyasa değeri ile finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Her ne kadar sonuçlar piyasa değeri ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişkinin varlığını göstermekteyse de, bu çalışma yüksek borçlu firmalar ile düşük borçlu firmaların finansal kaldıraç oranları elde edilerek geliştirilebilir.

Bu çalışmada elde edilen ampirik bulgular sermaye yapısı ile firma değeri arasında negatif bir ilişki olduğunu ileri süren Vekalet Teorisi'ni doğrulamaktadır. Ayrıca, Van der Wijst ve Thurik (1993)¹⁷⁷ ve Mishra ve McConaughy (1999)¹⁷⁸ gibi literatürdeki önemli çalışmalar da bu negatif ilişkiyi doğrulamaktadır. Ancak Petersen ve Rajan (1994)¹⁷⁹ gibi bazı çalışmalar bu ilişkinin pozitif olduğunu belirtmekte ve dolayısıyla bu çalışmanın bulgularıyla çelişmektedirler.

Bununla birlikte, bu çalışmanın bir bulgusu olan firmanın büyüklüğü ile firma değeri arasındaki pozitif ilişki de Barclay ve Smith (1996)¹⁸⁰; Mackie-Mason (1990)¹⁸¹, Hovakimian vd., (2004)¹⁸² gibi bir çok araştırmasının bulgularıyla uyumludur. Bu çalışmalarda büyük firmaların, küçük firmalara oranla daha fazla borçlanma eğilimi taşıdıkları sonucuna ulaşılmıştır.

¹⁷⁶ Rajan, Raghuram & Zingales, Luigi, What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 1995, 50(5), 1421-1460.

¹⁷⁷ Nico van der Wijst, Roy Thurik, "Determinants Of Small Firm Debt Ratios: An Analysis Of Retail Panel Data", *Small Business Economics*, 1993, 5(1), 55-65.

¹⁷⁸ Chandra S. Mishra, Daniel L. McConaughy, "Founding Family Control And Capital Structure: The Risk Of Loss Of Control And The Aversion To Debt", *Entrepreneurship Theory And Practice*, 1999, 23(4), 53-64.

¹⁷⁹ Mitchell A. Petersen, Raghuram G. Rajan, "The Benefits Of Lending Relationships: Evidence From Small Business Data", *The Journal Of Finance*, 1994, 49(1), 3-37.

¹⁸⁰ Michael J. Barclay, Clifford W. Smith Jr. "On Financial Architecture: Leverage, Maturity, And Priority", *Journal Of Applied Corporate Finance*, 1996, 8(4), 4-17.

¹⁸¹ Jeffrey K. MacKie-Mason, "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?", *The Journal Of Finance*, 1990, 45(5), 1471-1493.

¹⁸² Armen Hovakimian, Gayane Hovakimian, Hassan Tehranian, "Determinants Of Target Capital Structure: The Case Of Dual Debt And Equity Issues", *Journal Of Financial Economics*, 2004, 71(3), 517-540.

Bu çalışma ; piyasa değeri ile finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişkinin varlığına işaret etmekte olup, sermaye yapısı ile firma değeri arasında negatif bir ilişki olduğunu doğrulamaktadır.

Borçlanma maliyeti öz sermaye maliyetinden düşüktür. Borçlanma yoluyla finansman kullanıldığında faiz ödemeleri vergiden düşülür ve yöneticilerin kaynakları karlı olmayan yatırım harcamalarına yönlendirmesi önlenmiş olur. Bu sebeple işletmeler borç finansmanının vergi avantajından yararlanmak isterler.

Borç/öz-sermaye oranının artması, öz-sermaye maliyetini yükseltirken kaldıraç etkisinin artmasıyla ortalama sermaye maliyeti düşecek ve piyasa değeri yükselecektir. İşletmenin borç/öz-sermaye oranını artırması belirli bir oranda ortalama sermaye maliyetinin düşmesini sağlayacaktır. Borçlanmanın devam etmesi halinde ise hem borçlanma maliyeti hem de öz-sermaye maliyetini yükselteceğinden işletmenin ortalama sermaye maliyeti de yükselmiş olacaktır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en az olduğu nokta optimal borç/özsermaye oranını yani optimal sermaye yapısını oluşturacaktır. Bu nedenle firmaların optimal noktaya kadar borçlanması sermaye maliyetini en düşük düzeye indirilmesi işletmenin piyasa değerinin maksimize edilmesini sağlayacaktır. Ancak belli bir noktadan sonra borçlanmanın devam etmesi ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini yükseltecek ve firma değerini olumsuz etkilemeye başlayacaktır. Bu sebeple en önemli husus borçlanma finansmanının sağlayacağı faydanın borçtan kaynaklanan maliyetleri dengelemesine dikkat edilmesidir.

Sektörün büyük firmalarının küçük firmalara nispeten borçlanma imkanlarına daha kolay ulaştıklarını görmekteyiz. Analiz sonuçlarına bakıldığında sektörün önemli oyuncularının net işletme sermayelerine bakıldığında negatif net işletme sermayesi ile büyümeyi avantaj olarak gördüklerini söyleyebiliriz.

Sonuç olarak sermaye yapısı ile alınacak her türlü kararların tam rekabet koşullarının olması durumunda maksimum fayda sağlayacağını ve aynı zamanda döviz kurlarının aşırı oynak olduğu ve faiz hadlerinin çok yüksek olduğu durumlarda borçlanma yoluyla finansman sağlamanın iflas maliyetini çok artıracığı unutulmamalıdır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- AYDIN Kenan, **Perakende Yönetiminin Temelleri**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2005.
- AYDIN Nurhan, BAŞAR Mehmet ,COŞKUN Metin, **Finansal Yönetim-I**, Editörler: Güven Sevil, Mehmet Başar, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577, Eskişehir,2012.
- BRIGHAM Eugene F. and Houston Joel F., **Fundamentals of Financial Management**, Eleventh Edition, Thomson South-Western, USA, 2007, 438.
- CHANDRA Prasanna, **Fundamentals of Financial Management**, Sixth Edition, New Delhi, McGraw Hill Education, 2014.
- DAMODARAN Aswath, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Third Edition, Canada: John Wiley&Sons, 2012.
- ERCAN Metin Kamil ve BAN Ünsal, **Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim**, Altıncı Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 2010.
- GREEN Anke, Credit Guarantee Schemes for Small Enterprises:An Effective Instrument to Promote Private Sector-Led Growth?, United Nations Industrial Development Organization, Working Paper, No:10. 2003.
- GÜNDOĞDU Aysel, **Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler**, Seçkin Yayıncılık,Ankara, 2017.
- GÜRBÜZ Osman ve ERGİNCAN Yakup , **Şirket Değerlemesi**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2008.
- GÜVEN Sevil,BAŞAR Mehmet, COŞKUN Metin , **Finansal Yönetim-II**, Editör Nurhan Aydın 1. Baskı, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2770, Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 1728, Eskişehir, 2013.
- KORKMAZ Turhan ve CEYLAN Ali, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2010.
- KOTLER Philip ve ARMSTRONG Garry, **Principles of Marketing**, 14th Edition, Prentice-Hall, Boston, 2011.
- MEB, T.C. Milli Eğitim Bakanlığı, **Pazarlama Ve Perakende, Perakendeciliğin Türleri**, Ankara, 2011.
- METRİK Andrew ve YASUDA Ayako, **Venture Capital & The Finance of Inovation**, 2. Edition, John Willey&Sons Inc., New Jersey, 2011.
- MUCUK İsmet , Pazarlama İlkeleri, 13.basım, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001.

REILLY Frank, BROWN Keith C., Investment Analysis & Portfolio Management, Tenth Edition, USA, South Western Cengage Learning, 2012.

ROSS Stephen, WESTERFIELD Randolph, JORDAN Bradford D., **Fundamentals of Corporate Finance**, Ninth Edition, ABD: McGraw Hill, 2010.

ROSS Stephen, WESTERFIELD Randolph, JAFFE Jaffe, **Corporate Finance**, Ninth Edition. The McGraw- Hill Education, New York, 2010.

SİPAHİ Barış, YANIK Serhat, AYTÜRK Yusuf, **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, Nobel Yayıncılık, İstanbul, 2016.

TEK Ömer Baybars ve OREL Fatma D., **Perakende Pazarlama Yönetimi**, 2. Baskı. Birleşik Matbaacılık. İzmir, 2006.

VARİNLİ İnci ve OYMAN Mine, **Perakendeciliğe Giriş**, Editör, Sevgi Ayşe Öztürk, Açıköğretim Fakültesi Yayını No:1808, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2013.

MAKALELER

BALTAGI Badi H. Ve DONG Li, Double Length Artificial Regressions For Testing Spatial Dependence, **Econometric Reviews**, 20(1).

BARCLAY Michael J. and SMITH Jr. Clifford W., On Financial Architecture: Leverage, Maturity, And Priority, **Journal Of Applied Corporate Finance**, 1996.

CENGİZ Emrah ve ÖZDEN Berna, Perakendecilikte Büyük Alışveriş Merkezleri Ve Tüketicilerin Büyük Alış Veriş Merkezleri İle İlgili Tutumlarını Tespit Etmeye Yönelik Bir Araştırma, **Ege Akademik Bakış, Ekonomi, Uluslararası İlişkiler ve Siyasi Bilimler Dergisi**, 2002, 3, 1-12.

CHOI In, "Unit Root Tests For Panel Data". **Journal of international money and finance**, 2001, 20, 2, 249-272.

ÇELİK Adnan ve OZAN Erkan, KOBİ'lerde Yeniden Yapılanma Stratejileri Araştırması: Kahramanmaraş Örneği, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2006, 15, 189-213.

ÇONDUR Funda vd, Finansal Yenilikler Kapsamında Leasingin KOBİ'lerde Kullanımına İlişkin Bir Araştırma, **Abant İzzet Baysal Üniversitesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 2008, 2, 4, 1-26.

DEĞİRMEN Süleyman ve GÜNDOĞDU Yıldız, Türkiye'de İhracat Yapan Firmaların Finansman Stratejileri, **İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 2010, 1, 4, 1-18.

EREN GÜMÜŞTEKİN Gülten, KOBİ Niteliğindeki Aile İşletmelerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Kütahya Seramik Sanayi Örneği, **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 2005, 1,6, 71-93.

- ELTAYEB Ammar, Do market valuation effects of market-to-book ratio and Q estimators systematically affect the financial leverage of Japanese Firms, **International Research Journal of Finance and Economics**, 2011, 78, 193-209.
- GREENWALD Bruce, STIGLITZ Joseph ve WEISS Andrew, Informational Imperfections in the Capital Market and Macro Economic Fluctuations, **The American Economic Review**, 1984, 74, 2, 194-199.
- HOVAKIMIAN Armen, HOVAKIMIANB Gayane, TEHRANIANCVD Hassan, Determinants Of Target Capital Structure: The Case Of Dual Debt And Equity Issues, **Journal Of Financial Economics**, 2004, 71, 3, 517-540.
- İPEKTEN O. Berna, Risk Sermayesi Finansman Modeli, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2006, 7,1, 385-408.
- KOCABIYIK Turan ve ALTUNAY M. Akif, Artan Rekabet Ortamında KOBİ'lerin Sorunları ve Buna İlişkin Bir Araştırma, **Marmara Üniversitesi, İİBF. Dergisi**, 2008, 2, ss.743-761.
- KORKMAZ Sezer, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin (KOBİ) Pazarlama ve Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Kullanılabilirliği Üzerine Bir Araştırma, **Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitimi Fakültesi Dergisi**, 2003, 2, 233-258.
- KORUKOĞLU Aysen ve KORUKOĞLU Serdar, Üç Büyüklerin-BJK, FB ve GS Finans Piyasalarındaki Durum Değerlendirmesi, **Ege Akademik Bakış**, 2005, 5, 1-2, 47-54.
- KURŞUNLUOĞLU Emel, Mağazalı Perakendeciler Ve Müşteri Servisleri, **Journal of Yasar University**, 2009, 4,14, 2173-2184,
- MISHRA Chandra S. ve MCCONAUGHY Daniel L., Founding Family Control And Capital Structure: The Risk Of Loss Of Control And The Aversion To Debt. **Entrepreneurship Theory And Practice**, 1999, 23, 4, 53-64.
- MODIGLIANI Franco and MILLER Merton, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Association, **The American Economic Review**, 1958, 48, 3, 261-297.
- MACKIE-MASON Jeffrey K, Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?. **The Journal Of Finance**, 1990, 45, 5, 1471-1493.
- MESSBACHER Ulrike , "Does capital structure influence firm's value?" **University of Ulster**, 2004.
- OKUMUŞ Abdullah, İndirimli Mağaza ve Süpermarket Müşterileri Arasındaki Farklılıkların Beklenti ve Memnuniyetlerine Göre İncelenmesi, **İ.Ü. İşletme Fakültesi İşletme Dergisi**,2005, 34,1, 105-133, s.108.
- ÖZDEMİR Zekai, Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Faktoring ve Forfaiting İşlemleri, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (10) 2005 / 2 : 194-224.
- PARK Hyejune MI LIM Chae, BHARDWAJVD Vertica, KYUNG KIM Youn, Benefit segmentation of TV home shoppers, **International Journal of Retail & Distribution Management**, 2011, 39, 1,9.

- POYRAZ Erkan ve TEPELİ Yusuf, Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi: Türkiye Uygulamaları, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2016, 31,1, 35-56.
- PETERSEN Mitchell A ve RAJAN Raghuram G., The Benefits Of Lending Relationships: Evidence From Small Business Data. **The Journal Of Finance**, 1994, 49, 1, 3-37.
- RAJAN Raghuram ve ZİNGALES Luigi, What do we know about capital structure? Some evidence from international data, **The journal of Finance**, 50(5), 1421-1460.
- TANER Berna ve AKKAYA Cenk G. , İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri Ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama, **Ege Academic Review**, 2003, 3, 1, 1-7 .
- TEKİN Bilgehan, Firmaların Finansman Kararları: **Davranışsal Perspektif Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 2016, 8, 15, 169-198.
- WIJST Nico Van Der ve THURIK Roy , Determinants Of Small Firm Debt Ratios: An Analysis Of Retail Panel Data. **Small Business Economics**, 1993, 5,1,55-65.
- YAZICI Mehmet, KOBİ Finansmanına Alternatif Destek: Hazine Garantili Kredi Garanti Fonu Kefaleti, **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, 2010, 88, 79-96.
- YILMAZ Beytullah, Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Toplumda Üstlendikleri Roller Bakımından Analizi, **Dış Ticaret Dergisi**, 2004, 33, 57-98.
- YÖRÜK Nevin, Son Ekonomik Krizin KOBİ'ler Üzerindeki Etkisi ve Tokat İli Örneği, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2001, 2, 103-122.

TEZLER

- DEMİRHAN H. Gökçehan, Perakendecilik Sektöründe Kategori Yönetimi Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansına Etkileri, Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2009, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.
- GÖK Remzi, Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerin (Kobi'lerin) Finansman Sorunlarının Çözümünde Kredi Garanti Fonu Uygulaması: Diyarbakır İli Örneği, Dicle Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Diyarbakır, 2012, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.
- İNCİ Cihan, Finansal Yönetim Kararlarının Firmanın Karlılığı Ve Piyasa Değeri Üzerindeki Etkileri: Bist'deki Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması, Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak, 2014, **((Yayımlanmamış Doktora Tezi)**.
- İSKENDER Behiye Selin, Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Alternatif Çözüm Önerileri, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)**.

KAYAKIRAN Dilek, İşletme Birleşmelerinin İşletmelerin Piyasa Değerine Etkisi Ve Bir Araştırma, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2016, **(Yayımlanmamış Doktora Tezi).**

ULUBAĞ Alper, Perakende Sektöründe Yoğunlaşma Analizi: Denizli İlinde Bir Uygulama, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli, 2015, **(Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).**

İNTERNET KAYNAKLARI

Alövsat Müslümov, 21.Yüzyılda Türkiye’de KOBİ’ler Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri, LiteratürYayıncılık,İstanbul,2002,http://openaccess.dogus.edu.tr/bitstream/handle/11376/577/Muslumov_2002_Kitap.pdf?sequence=1&isAllowed=y,s.16-17, (Erişim tarihi:11.04.2018).

Ayşe Özden, Maral Haçikoğlu, Leasing Sektörü, Ekonomik Araştırmalar Departmanı, Temmuz2017https://www.atbank.com.tr/documents/LEASING%20SEKTORU_TEMMUZ%202017.PDF,s.9 (Erişim Tarihi: 12.04.2018).

Bim Birleşik Mağazalar AŞ: <https://www.bim.com.tr/default.aspx> (Erişim tarihi: 27.04.2018)

Bizim Toptan Market : <https://kurumsal.bizimtoptan.com.tr/sirket-tarihi-ve-is-tanimi>(Erişim tarih: 28.05.2018)

Busines Finans, Perakende Sektör Raporu 2017, Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic.A.Ş.2017http://www.besfin.com/var/uploads/files/Perakende%20Sekt%C3%B6r%20Raporu_Besfin.pdf, s.1-11 (Erişim tarihi: 03.03.2018).

CarrefourSa:<https://www.carrefoursa.com/kurumsal/hakkimizda/>(Erişim tarihi: 24.04.2018)

Erdem Alptekin, Kobi’ler Alternatif Finansman Kaynakları’nın Farkında Mı?, AR&GE Bülten,İZTO,Yayıncılık,İzmir,2007,http://www.izto.org.tr/Portals/0/IztoGenel/Dokumanlar/kobiler_alternatif_f finansman_kaynaklarinin_farkindami_e_alptekin_26.04.2012%2021-41-56.pdf, (Erişim tarihi: 25.02.2018).

Prof.Dr.Fatma Demirci,Orel,http://www.fatmaorel.net/ogrenciler_icin/perakendecilik.pdf (Erişim tarihi:01.03.2018).

Kitle Pazarlama A.Ş. (Kipa): <http://www.kipakurumsal.com/kurumsal/tarihce.html> Erişim tarihi: 28.05.2018

Kpmg,Sektörel Bakış–Perakende 2018, 10 Ocak 2018 <https://assets.kpmg.com/concent/dam/kpmg/tr/pdf/2018/01/sectorel-bakiss-2018-perakende.pdf>. s.8 (Erişim tarihi: 03.03.2018).

Mehmet Ali Aktaş, Perakendecilik ve Diğer İşletmelerden Farkları, Mevzuat Dergisi, 2005, p.8, 92, <https://www.mevzuatdergisi.com/2005/08a/04.htm#>, (Erişim tarihi: 01.03.2018).

Migros Ticaret AS:<https://www.migroskurumsal.com/Icerik.aspx?IcerikID=43> (Erişim tarihi: 28.05.2018)

Morningstar:<http://corporate.morningstar.com/us/asp/subject.aspx?xmlfile=177.xml>(Erişim tarihi:02.04.2018).

Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal, Trade Off and Pecking Order Theories of Debt. 2007, s.17-22. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=670543> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.670543> (Erişim tarihi:28.03.2018)

Öget Kantarcı, Murat Özalp, Cenk Sezginsoy, Ozan Özaşkınılı, Cihan Cavlak, Dijitalleşen Dünyada Ekonominin İtici Gücü: E-Ticaret. Nisan 2017, Yayın No: TÜSİAD-T/2017, 04-587, http://www.eticaretraporu.org/wp-content/uploads/2017/04/TUSIAD_E-Ticaret_Raporu_2017.pdf s.4-6, (Erişim Tarihi: 03.03.2018).

Perakende Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında Kanun”,Kanun No. 6585 Kabul Tarihi 14.12.2015<https://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k6585.html> (Erişim tarihi: 21.02.2018)

Perakendecilik,<http://www.tml.web.tr/download/PERAKENDECILIK.pdf> (Erişim tarihi: 01.03.2018).

PWC, Dönüşürken Büyüyen Türkiye Perakende Sektörü,Türkiye Alışveriş Merkezleri ve Perakendeciler Federasyonu (TAMPF). 2017 <https://www.pwc.com.tr/tr/publications/industrial/retail-consumer/pdf/donusurken-buyuyen-turkiye-perakende-sektoru-rapor.pdf>,s.7,(Erişim tarihi:06.03.2018).

Sermaye Piyasası Kurulu, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları: Tanıtım Rehberi <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206> (Erişim Tarihi: 11.04.2018).

Teknosa: <http://yatirimci.teknosa.com/birbakistateknosa> (Erişim tarihi: 02.06.2018.)

Teknosa:<http://www.teknosa.com/KurumsalSayfalar/Turkce/GenelBilgi.aspx> (Erişim tarihi: 28.05.2018)

Tspakb, Finansal Yönetim, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2005, http://mimoza.marmara.edu.tr/~burakarzova/finansal_yonetim_ileri.pdf,s.31, (Erişim tarihi: 10.04.2018).

Türk Dil ve Tarih Kurumu,<http://www.tdk.gov.tr> (Erişim tarihi: 01.03.2018).

Vergi Usul Kanunu Değerleme 258. Madde <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.213.pdf>(Erişim Tarihi:01.02.2018)

KONFERANSLAR

TÜRKAN Yavuz, Bölgesel Kalkınmada KOBİ'lerin Finansman Sorununa Çözüm Yolları, **3. Uluslararası Bölgesel Kalkınma Konferansı**, 15-16 Ekim 2015, 1-16.

ÖZGEÇMİŞ

1970 doğumlu Mehmet Engin Çay, evli iki çocuk babası olup Muğla Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü mezunudur. Ardından İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsü 'Sermaye Piyasası ve Borsa' eğitimini tamamlamıştır.

20 yıllık profesyonel çalışma hayatı boyunca hisse senetleri, türev ürünler, hazine ve bankacılık konularında uzmanlaşarak , yatırım bankacılığı şube müdürlüğü, bireysel bankacılık şube müdürlüğü, özel bankacılık bölge müdürlüğü ve forex aracı kurum direktörlüğü görevlerinde bulunmuştur.

Kolej ve Üniversitelerde mesleki konularda konuşma yaparak çok sayıda öğrenciyle buluşmuştur.

Sermaye Piyasası Kurulu Lisansları olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansları sahibi olup İngilizce bilmektedir.

