

Sermaye Yapısı Teorileri

Dr. Emine KAYA¹

Bilim Uzmanı Ömer KAYA²

1. GİRİŞ

Günümüzde şirketlerin temel amacı hem risk hem zaman faktörünü dikkate alan firma değerinin maksimizasyonunu sağlamaktır. Bu amaç şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimize edilmesini sağlayacak şekilde kararlar alınmasını gerekli kılmaktadır. Değer maksimizasyonunun sağlanmasına etki eden en önemli faktörlerden biri sermaye yapısı diğer bir ifadeyle finansman yapısıdır. Şirketlerin bilançosunun pasif kısmında varlıklarının finansmanında yararlandığı kaynaklar bulunmaktadır. Bu kaynaklar şirket dışından daha sonra geri ödenmek üzere sağlanan borç ve şirket sahiplerinin şirkete sermaye olarak koydukları öz kaynaktan

1 Bingöl Üniversitesi, sauemineguler@gmail.com.tr, ORCID ID: 0000-0002-1823-162X

2 Sakarya Üniversitesi, omer.kaya28@ogr.sakarya.edu.tr, Orcid No:0000-0002-1211-0341

oluşmaktadır. Sermaye yapısı şirketlerin varlıklarının finansmanında kullandığı kaynakların bileşimini ifade etmektedir. Varlıkların finansmanında borç ve öz kaynağın hangi oranda kullanılacağı finans yöneticisinin cevaplaması gereken en temel ve önemli karar alanlarındandır.

Varlıkların finansmanında kullanılan her bir kaynağın maliyeti düşünüldüğünde şirketler açısından optimum sermaye yapısının oluşturulması firma değeri üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu nedenle şirketin toplam kaynak maliyetini minimize edecek borç/öz kaynak kombinasyonu yani optimum sermaye yapısı nedir sorusu finans yöneticileri tarafından sorgulanmaktadır. Ancak piyasanın ve ekonominin sürekli değişen dinamikleri nedeniyle bir şirketin toplam sermaye maliyetini sürekli olarak minimize eden bir sermaye bileşiminden bahsetmek mümkün değildir. Şirketlerin optimum sermaye yapısının tespit edilmesini sağlamak amacıyla pek çok teori geliştirilmiştir. Bu çalışmada öncelikle teorik çerçevede sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve sermaye yapısını etkileyen faktörler ele alınmış, devamında klasik ve modern sermaye yapısı teorileri açıklanmıştır.

2.SERMAYE YAPISI KARARLARI

2.1. Sermaye Yapısı Kavramı

Sermaye kavramı şirketlerin ürün ya da hizmet üretimi yapabilmeleri için gereksinim duydukları, şirket içinden veya dışından elde edilebilen kaynaklardır (Yılmaz, 2014: 3). Şirketlerin borç ve öz kaynak olmak üzere iki temel finansman kaynağı bulunmaktadır. Sermaye yapısı kavramı bir şirketin varlıklarını finanse etmek amacıyla kullandığı yabancı kaynak ve öz kaynak bileşimini ifade etmektedir. Kredi kullanımı ve tahvil ihracı yabancı kaynaklar arasında yer alırken, hisse senedi ihracı ve dağıtılmayan kârlar öz kaynaktır.

2.2. Sermaye Maliyeti

Hangi kaynaklardan tedarik edilirse edilsin, şirketlerin kullandıkları kaynakların bir maliyeti bulunmaktadır. Çünkü şirkete fon sağlayanlar söz konusu fonun alternatif kullanım seçeneklerinden vazgeçmiş olma karşılığında en az benzer risk seviyesindeki alternatif fon kullanım seçeneklerinin getirisi kadar bir getiri beklemektedir. Sermaye maliyeti, şirketlerin ihtiyaç duyduğu sermaye kaynaklarının ağırlıklı ortalama maliyetini ifade etmekte ve fon kaynaklarının maliyetlerinin (vergiden arındırılmış) her bir kaynağın toplam kaynaklar içindeki ağırlığı ile çarpımlarının toplamı şeklinde hesaplanmaktadır. Yabancı kaynakların ve tahvilin maliyeti, kaynağın yarattığı nakit girişlerinin ve çıkışlarının bugünkü değerlerini birbirine eşitleyen oran (iskonto oranı)'dır. Öz kaynaklardan hisse senedinin maliyeti ortakların talep ettiği getiriyken, hisse senedi ihracı şeklinde fon temini sağlandığında, talep edilen getiri rakamına ihraç sürecinde katlanılan masraflarda dâhil edilmektedir. Dağıtılmayan kârların maliyeti ise hisse senedi maliyetinin alternatif maliyeti olarak değerlendirilmektedir (Saldanlı, 2003: 303).

Şirketlerin varlık finansmanında kullanabileceği, bankalardan sağlanan krediler, ihraç edilen tahvil ve hisse senetleri gibi, pek çok kaynağı ve dolayısıyla her bir kaynağın maliyeti bulunmaktadır. Söz konusu kaynakların her biri için ayrı ayrı bir maliyet hesabı yapmak mümkün olmakla beraber ortalama sermaye maliyeti değerini veren tek bir sermaye maliyeti esastır. Bir şirketin her bir kaynağının toplam kaynaklar içerisindeki oranının her bir kaynağın bireysel maliyeti ile çarpımlarının toplamı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir. Dolayısıyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplayabilmek için öncelikli olarak kullanılan her bir kaynağın bireysel maliyetlerinin hesaplanması gerekmektedir.

Sermaye maliyetinin hesaplanmasının şirketler açısından önemli olmasının sebepleri şunlardır (Sayılğan, 2013):

- Sermayenin temel bir üretim faktörü olduğu düşünülüğünde sermayenin maliyeti üretim maliyetlerini

doğrudan etkilemekte dolayısıyla sermaye maliyetinin azaltılması dolaylı olarak üretim maliyetlerini azaltıcı etki yaratmaktadır.

- Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde her bir yatırım alternatifinin nakit akışlarının bugüne indirgenmesinde kullanılan iskonto oranı genellikle sermaye maliyetidir. Bu nedenle yatırım projelerinin kabul/red kararlarında sermaye maliyeti belirleyici bir faktör olmaktadır.
- Bir şirketin piyasa değeri söz konusu şirketin ileride yaratacağı nakit girişlerinin belli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmiş değerini ifade ettiğinden, sermaye maliyeti ve doğru hesaplanması şirket değerinin belirlenmesi açısından son derece önemlidir.

3. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Satışları artan şirketler yabancı kaynağa ağırlık verebilirken, satışları artmayan veya azalan şirketlerin öz kaynağa ağırlık vermesi gerekir.

Satışları büyük oranda düzenlilik gösteren şirketler, borca ilişkin anapara ve faiz ödemelerini yapmakta sorunla karşılaşmazlar. O nedenle satışların büyüme hızı yanında satışların düzenliliği de önemlidir.

Rekabetin şiddetli olmasıyla birlikte ileriki dönemlerdeki satış ve kâr tahminleri zorlaşacağından fazla risk üstlenmemek için öz kaynakla finansman tercih edilmelidir.

Finansmanın temel ilkesi gereği dönen varlıkların kısa vadeli, duran varlıkların uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gerekir. Varlıkların finansmanında bu doğrultuda hareket edilmesi uygunluk ilkesinin gereğidir.

Şirketlerde finansman kararlarında risk unsuru önemli bir faktördür. Finans yöneticileri bu karar süreçlerinde risk ve kârlılık

arasındaki dengeyi kurmak zorundadır. Şirketler çeşitli gerekçelerle kaldıraçtan faydalanmak isteyebilirler ancak iflas vb. durumlar dikkate alınarak gereğinden fazla borçlanma durumundan uzak durulmalı ve gereksiz riskli durumlara girilmemelidir (Özdemir, 2016: 289).

Şirketlerin borç oranı arttıkça finansal riskleri artar dolayısıyla kreditorlerden borç bulma imkânı zorlaşmakta veya ortadan kalkabilmektedir.

Şirketin finansman ihtiyacının firma için en uygun koşullarda karşılanması zamanlamaya uygun hareket edilmesini (Karadeniz, 2008: 56), esneklik ise şirketin finansman kaynaklarının ihtiyaçlarına göre ayarlanabilmesini ifade etmektedir.

Bir şirketin kaynaklarını yönlendirdiği yatırımlardan elde ettiği getiri, kaynak finansmanının maliyetinden (faiz) yüksek olduğu müddetçe borçlanma öz sermaye kârlılığını olumlu yönde etkileyecektir. Ancak tersi bir durum söz konusu olduğunda öz sermaye kârlılığı olumsuz yönde etkilenecek ve düşecektir. Dolayısıyla sürekli olarak artan şekilde borçlanmak şirket için her zaman olumlu sonuçlar doğurmayabilir (Karadeniz, 2008: 41).

4. SERMAYE YAPISI TEORİLERİ

Sermaye yapısı teorileri, şirketlerin nasıl bir borç-öz kaynak yapısı oluşturmaları gerektiğini ve söz konusu yapıyı etkileyen hangi değişkenler olduğunu açıklamak üzere oluşturulmuştur. Klasik teoriler bir firmanın borç-öz kaynak bileşimini değiştirerek firma değerini değiştirmek mümkün müdür? sorusunu cevaplamaya çalışırken; güncel sermaye teorileri firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenlerin tespit edilmesine yönelik geliştirilmiştir (Karadeniz, 2008: 15).

4.1. Klasik Sermaye Yapısı Teorileri

Klasik sermaye yapısı teorileri sermaye bileşiminin değiştirilmesiyle toplam sermaye maliyetinin değişim gösterip gösterme-

diğinin araştırılması esasına dayanmaktadır. Klasik sermaye yapısı teorilerine aşağıdaki başlıklarda yer verilmiştir.

4.1.1. Net Gelir Teorisi

Durand (1952) tarafından geliştirilen net gelir teorisi, bir şirketin sermaye yapısındaki borç-öz kaynak bileşiminde maksimum düzeyde borçtan faydalanarak sermaye maliyetinin azalacağı esasına dayanmaktadır. Teorinin temelinde borç olarak firma değerinin yükseltilebileceği düşüncesi yatmaktadır. Teorinin temel varsayımı işletmenin kaldıraç düzeyini yükseltmesinin kreditorler ve yatırımcıların gözünde işletmeyi ekstra riskli hale getirmediğidir. Bu teori borçlanma maliyetinin öz kaynak maliyetinden daha düşük olduğunu ve sermaye yapısındaki bir değişikliğin öz kaynak ve borçlanma maliyetlerinde herhangi bir değişikliğe neden olmadığını varsaymaktadır (Akgüç, 1998: 488).

Net gelir teorisinde sürekli ve artan oranda borçlanma yoluyla finansman sağlamanın şirketin finansal riskini yükselteceği ve dolayısıyla yeniden borçla finansman sağlanması durumunda borçlanma maliyetinin artacağı ve nihayetinde şirketin ortaklar gözünde daha riskli hale geleceği ve bunun sonucunda öz sermaye sahiplerinin de daha yüksek bir getiri talep edecekleri göz ardı edilmektedir (Aydın ve diğerleri, 2009: 277).

4.1.2. Net Faaliyet Geliri Teorisi

Sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olarak sabit kalacağını ifade eden bu teoride, firma değeri net faaliyet gelirinin sabit kabul edilen sermaye maliyetine (ortalama) oranlanmasıyla bulunmaktadır. Bu teori firmanın piyasa değeri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde firmanın sermaye yapısının değişmesinin herhangi bir etkisi olmadığını savunmaktadır (Karadeniz, 2008: 15).

4.1.3. Geleneksel Teori

Net gelir ve net faaliyet geliri teorisinin arasında yer alan geleneksel teori iki yaklaşımında bir takım özelliklerini bünyesinde barındırmakla beraber, sermaye maliyeti ve firma değeri sermaye yapısından bağımsız değildir düşüncesine katılmakla birlikte, bütün kaldıraç seviyelerinde firma değerinin yükseleceği tezini kabul etmemektedir (Geçili, 2014: 51). Bu teoriye göre öz kaynağın marjinal maliyetinin borçların marjinal maliyetine eşit olduğu optimal bir sermaye yapısı bileşimi bulunmaktadır ve şirketler bu optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce ortalama sermaye maliyetini borç kullanarak düşürebilmektedir. Ancak optimal sermaye noktasına ulaştıktan sonra borçlanmaya devam ederlerse firmanın borç ve öz kaynak maliyeti artacağından ortalama sermaye maliyeti artacak ve firma değeri düşecektir (Arkan, 2010: 31).

4.1.4. Modigliani ve Miller Teorisi

Geleneksel teoriye eleştiri olarak Franco Modigliani ve Merton Miller tarafından 1958 yılında geliştirilen teoriye göre sermaye bileşimi ile sermaye maliyeti arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır. Yani firmanın borç oranı ne olursa olsun, firmanın sermaye maliyetini ve değerini etkilemediği ileri sürülmektedir (Baldemir ve Süslü, 2008: 260).

4.2. Modern Sermaye Yapısı Teorileri

Modern sermaye teorileri şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri bulmaya yönelik geliştirilmiştir. Modern sermaye teorileri aşağıdaki başlıklarda detaylandırılmıştır.

4.2.1. Vergi Faktörü Kuramı

Bu kuram şirketler borçlanma yoluna gittiklerinde, ödenen faizlerin gider olarak yazılıp vergiden düşülmesi, buna karşın kâr payı ödemelerinde benzer avantajın sağlanmaması nedeniyle şirketlerin borçlanmayı tercih ettiklerini ve verginin olmadığı bir dünyada şir-

ketin sermaye maliyetinin ve firma değerinin sermaye yapısından etkilenmediği görüşünü savunmaktadır.

4.2.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri Kuramı

Kuram şirketlerin borçlanma yoluyla elde ettikleri vergi avantajının kaldırma oranının artmasıyla birlikte borca ilişkin ödemelerin yapılamaması olasılığını arttırması nedeniyle avantajın yerini şirketin finansal sıkıntı içerisine girmesine bırakması temeline dayanmaktadır. Bu teoriye göre ileride büyüme potansiyeli daha yüksek olan ve teminat olabilecek nitelikte varlığa fazlaca sahip şirketlerin borç kullanımının fırsatı daha fazla olmaktadır (Myers, 1984: 8; Voulgaris ve diğerleri, 2004: 1381).

4.2.3. Asimetrik Bilgi Kuramı

Kuram şirket yöneticileri ile şirket dışındaki çıkar gruplarının şirket hakkında sahip oldukları bilginin farklılığına dayanmaktadır. Bu durumda şirket dışı çıkar grupları yöneticilerinin borçlanma yoluna gitme veya hisse senedi ihraç etme gibi davranışlarından şirketin gidişatına yönelik çıkarımlarda bulunarak yöneticiler ile aralarındaki bilgi eksikliğini en aza indirmeye çalışmaktadır. Şirketler sermaye yapısı kararlarını değiştirdikçe yatırımcıların da şirket ile ilgili beklentileri değişmektedir. Dolayısıyla yöneticilerin sermaye yapısında meydana getirdikleri değişiklikler ile şirket dışındaki üçüncü kişilere şirketin geleceği ile ilgili mesajlar (sinyaller) göndermekte ve durum finansta sinyal yaklaşımı olarak tanımlanmaktadır. Bu yaklaşıma göre şirket yöneticileri şirket dışındaki kişilere şirketin gidişatı ile ilgili sinyaller göndererek şirketin piyasa değerinin yükselmesini ve bundan sermaye sahiplerinin çıkar sağlamasını istemektedir. Yöneticiler borçlanma ile finansmanın piyasa tarafından olumlu (pozitif) bir işaret (sinyal) olarak algılandığına ve bu sinyallerin şirketin hisse senetlerinin piyasa değerini arttıracığına inanmaktadır. Yatırımcılar şirketin hisse senedi ihraç etmesini genellikle olumsuz (negatif) bir sinyal olarak düşünmektedir. Bu düşünce şirketin hisse senetlerinin piyasada gerçek değerinin

üstünde değerlendirildiğini düşünülmesini sağlamakta ve bunun sonucunda şirketin piyasa değeri düşmektedir (Drobtetz ve Fix, 2003:6).

4.2.4. Temsilci Maliyetleri Kuramı (Vekâlet Teorisi)

Bu kuram şirket yöneticileri, ortakları ve şirkete borç verenler arasındaki olası çıkar çatışmalarından meydana gelebilecek problemlerin çözülmesi için bir takım tezler sunmaktadır. Söz konusu taraflar arasında yaşanan çıkar çatışmalarından dolayı temsilci maliyetleri meydana gelmektedir. Esas amacı şirketin piyasa değerini maksime etmek olan yöneticiler, getiri potansiyeli yüksek riskli yatırım projelerini, büyük ölçüde sorumluluk sahibi olmaları ve risk ile kazanç ilişkisinin doğru orantılı olmaması nedeniyle, değerlendirmek istemeyebilmektedir. Vekâlet teorisi söz konusu probleme yöneticilere pay verilmesi çözümünü önermektedir. Böylelikle yöneticilerin borç finansmanı isteği artabilecek, düşük getirili yatırımlara fonların aktarılması engellenebilecek ve riskli ancak yüksek getirili yatırım fırsatları değerlendirilebilecektir (Haris ve Raviv, 1991: 300).

4.2.5. Finansman Hiyerarşisi Kuramı

Donaldson (1961) tarafından finans yazınına kazandırılan ve şirketlerin finansman kaynaklarının belli bir sıralama temelinde kullanılmasını ifade eden kurama göre fon ihtiyacı olan şirketler, öncelikle oto finansmana daha sonra borçlanmaya en son olarak da hisse senedi ihracına yönelmektedir. Bu kuram şirketlerin içsel ve dışsal olmak üzere iki tip kaynağı olduğunu ve içsel kaynakların hiyerarşide ilk sırada dışsal kaynakların ikinci sırada yer aldığı söyler. Kuram yüksek kârlılığa sahip şirketlerin neden daha az borçlandıklarını, düşük kârlılığa sahip işletmelerin ise neden daha fazla borçlanma yoluna gittiklerini açıklamaktadır (Irk, 2012: 25).

4.2.6. Dengeleme Kuramı (Ödünleşme Kuramı)

Şirketler aşırı borçlanmaya gittikçe finansman riskiyle karşı karşıya kalır. Borç sahipleri borcunu ödeyemeyen şirketler için iflas

isteme hakkına sahiptir. Dolayısıyla şirketler borçlanma yoluna giderken borçlanmanın sağladığı vergi avantajı ile ortaya çıkardığı finansal sıkıntı ve temsilci maliyetleri arasında bir denge kurmak zorunda kalırlar. Bu teori borçla finansmanın şirketler açısından fayda/maliyet analizinin yapılması gerektiğini ve optimal seviyede bir borçlanmanın esas olduğunu savunmaktadır (Bontempi, 2002: 2, Buferna ve diğerleri, 2005: 7).

4.2.7. Piyasa Zamanlaması Teorisi

Sermaye yapısı kararlarına davranışsal finans çerçevesinde bakmayı amaçlayan Baker ve Wurgler (2002) tarafından literatüre kazandırılan piyasa zamanlaması teorisi, yeni hisse senedi ihracı için piyasanın elverişli olması durumunda hisse senedi ihrac maliyeti diğer finansman alternatiflerinin maliyetinden daha düşük ise şirketin fon ihtiyacını yeni hisse senedi ihracı yaparak karşılaması, tersi durum söz konusu olduğunda borçla finansman yolunu tercih etmesi temeline dayanmaktadır. Teorinin temel amacı, öz kaynak maliyetlerinde oluşabilecek muhtemel dalgalanmalarda bu durumu fırsata dönüştürmek ve finansal sıkıntı maliyetlerini düşürerek fon sağlanmasıdır (Huang ve Ritter, 2005).

5. SONUÇ

Şirketlerin varlıklarını finanse ederken kullandıkları kaynaklar sermaye olarak ifade edilmekte ve sermaye ihtiyacı şirketlerin ilk faaliyete başladığı andan faaliyetlerini sürdürdükleri süre boyunca devam etmektedir. Bazı faktörlere bağlı olarak şirketler kaynak seçimi yaparlar ve bu seçim tercih edilen kaynağa bağlı olarak şirkete bir takım riskler ve maliyetler yüklemektedir. Günümüzde şirketlerin temel amacı şirketin piyasa değerini maksimize etmek olduğundan sermaye maliyeti piyasa değerine doğrudan etki etmektedir. Dolayısıyla şirketler açısından sermaye maliyetini minimize edecek sermaye yapısının belirlenmesi diğer bir ifadeyle optimum sermaye yapısının belirlenmesi son derece önemlidir.

Literatürde sermaye yapısının nasıl belirlenmesi gerektiğini bazı varsayımlar altında açıklamaya çalışan çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Bu teoriler sermaye yapısının optimum bileşiminin nasıl olması gerektiğini ve sermaye yapısı bileşimine hangi faktörlerin etki ettiğini açıklamaya çalışmaktadır. Modigliani ve Miller teorisi, net gelir teorisi, net faaliyet geliri teorisi ve geleneksel teori klasik sermaye yapısı teorilerinden olup sermaye bileşiminin değiştirilmesiyle toplam sermaye maliyetinin değişim gösterip göstermediğinin araştırılması esasına dayanmaktadır. Vergi faktörü kuramı, finansal sıkıntı maliyetleri kuramı, asimetrik bilgi kuramı, temsilci maliyetleri kuramı, finansman hiyerarşisi kuramı, dengeleme kuramı ve piyasa zamanlaması teorisi ise modern sermaye yapısı teorileri arasında yer alan ve şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri bulmaya yönelik geliştirilen teorilerdir. Söz konusu teorilere rağmen finans yazınında sermaye yapısının oluşturulmasında borç/öz kaynak seçimine yönelik evrensel bir teori bulunmamaktadır.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Arkan, F. (2010). *Finansal yapı ve firma değeri ilişkisi: İMKB'ye kayıtlı firmalar üzerinde bir araştırma* (Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Aydın, N., Ceylan, A., Başar, M., Coşkun, M. & Bakır, H. (2009). *Finansal yönetim*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Baldemir, E. & Süslü, B. (2008). Firmaların kısa vadeli borçlanmalarının hisse senedi fiyatlarının değişimine etkisi: Modigliani-Miller Teoremi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2), 259-268.
- Bontempi, M. E. (2002). The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance to Italy. *Empirical Economics*, 27(1), 1-22.
- Buferna, F. M., Bangassa, K. & Hodgkinson, L. (2005). *Determinants of capital structure: evidence from Libya* (Vol. 8). Liverpool: University of Liverpool.